UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

MATEJ ELER

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

DEJAVNIKI FINANČNIH OMEJITEV PODJETIJ V PREDELOVALNIH DEJAVNOSTIH V SLOVENIJI V OBDOBJU 2007-2010

Ljubljana, marec 2014 MATEJ ELER

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani **Matej Eler**, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor magistrskega dela z naslovom **Dejavniki finančnih omejitev podjetij v predelovalnih dejavnostih v Sloveniji v obdobju 2007-2010**, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko **doc. dr. Nino Ponikvar**.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
    - poskrbel(-a), da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v zaključni strokovni nalogi/diplomskem delu/specialističnem delu/magistrskem delu/doktorski disertaciji, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
    - pridobil(-a) vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal(-a);
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predložene zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____ Podpis avtorja(-ice):_____

KAZALO

UVOD 1
1 FINANČNE OMEJITVE PODJETIJ 2
1.1 Viri financiranja podjetij 3
1.2 Vzroki obstoja finančnih omejitev podjetij 3
1.3 Opredelitev finančnih omejitev v empiričnih študijah 5
1.4 Dejavniki finančnih omejitev podjetij 7
1.5 Vpliv finančnih omejitev na uspešnost podjetij in gospodarsko rast 9
2.1 Gospodarske krize in finančne omejitve podjetij 10
2.2 Gospodarska kriza v Sloveniji in finančne omejitve slovenskih podjetij 11
3 INDEKS FINANČNIH OMEJITEV SLOVENSKIH PREDELOVALNIH PODJETIJ V OBDOBJU 2007-2010 12
3.1 Podatki 12
3.2 Elementi indeksa finančnih omejitev 17
3.2.1 Velikost podjetij 17
3.2.2 Dobičkonosnost 21
3.2.3 Kratkoročni koeficient likvidnosti 25
3.2.4 Solventnost 28
3.2.5 Obveznosti do dobaviteljev 31
3.2.6 Denarni tok 34
3.2.7 Zmožnost povračila 36
3.3 Izračun indeksa finančnih omejitev 39
4 DEJAVNIKI FINANČNIH OMEJITEV SLOVENSKIH PREDELOVALNIH PODJETIJ 40
4.1 Finančne omejitve podjetij in velikost podjetja 40
4.2 Finančne omejitve podjetij in vpliv gospodarske panoge 43
4.3 Finančne omejitve podjetij in vpliv regije 48
4.4 Multivariatna analiza variance 52
SKLEP 52
LITERATURA IN VIRI 55

KAZALO TABEL

Tabela 1: Število podjetij po dejavnostih v obdobju 2007-2010 13
Tabela 2: Število podjetij po slovenskih statističnih regijah v obdobju 2007-2010 16
Tabela 3: Povprečno število podjetij, povprečno število zaposlenih in skupno število zaposlenih v obdobju 2007-2010 18
Tabela 4: Meje kvintilnih razredov podjetij glede na število zaposlenih v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 20
Tabela 5: Vrednost sredstev, dobička in donosnost sredstev v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 23
Tabela 6: Meje kvintilnih razredov z vidika dobičkonosnosti sredstev v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 23
Tabela 7: Vrednosti kratkoročnega koeficienta likvidnosti v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 26
Tabela 8: Meje kvintilnih razredov z vidika kratkoročnih koeficientov likvidnosti v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 26
Tabela 9: Solventnost v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 29
Tabela 10: Meje kvintilnih razredov z vidika solventnosti podjetij v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 30
Tabela 11: Vrednosti obveznosti do dobaviteljev v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 32
Tabela 12: Meje kvintilnih razredov z vidika deležev obveznosti do dobaviteljev v celotnih sredstvih podjetij v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010..... 33
Tabela 13: Denarni tok v predelovalnem sektorju v obdobju 2007 – 2010 35
Tabela 14: Meje kvintilnih razredov z vidika višine denarnega toka v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007 – 2010 35
Tabela 15: Vednosti finančnih obveznosti, denarnega toka in deleži možnosti povračila v predelovanem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 37
Tabela 16: Meje kvintilnih razrediov glede na zmožnosti povračila v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 38
Tabela 17: Indeks finančnih omejitev za slovenska predelovalna podjetja glede na njihovo velikost za v obdobju 2007-2010 41
Tabela 18: Povprečni indeks finančnih omejitev po velikostih podjetij v obdobju 2007-2010 42
Tabela 19: Analiza variance, ki kaže vpliv velikosti na indeks finančnih omejitev 43
Tabela 20: Povprečna vrednost indeksa finančnih omejitev slovenskih predelovalnih podjetij v obdobju 2007-2010 po panogah..... 44
Tabela 21: Povprečni indeks finančnih omejitev po panogah v obdobju 2007-2010 46
Tabela 22: Analiza variance, ki kaže vpliv panoge na indeks finančnih omejitev 48
Tabela 23: Povprečna vrednost indeksa finančnih omejitev v obdobju 2007-2010 po slovenskih statističnih regijah 49
Tabela 24: Spremembe povprečne vrednosti indeksa po regijah v obdobju 2007-2010 51
Tabela 25: Vpliv regije na indeks finančnih omejitev 51
Tabela 26: Multivariatne analize variance 52

KAZALO SLIK

Slika 1: Gibanje števila podjetij v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 19
Slika 2: Gibanje skupnega števila zaposlenih v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 20
Slika 3: Velikost podjetij v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 po kvintilnih razredih 21
Slika 4: Dobičkonosnost sredstev v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 po kvintilnih razredih 24
Slika 5: Višina koeficienta kratkoročne likvidnosti sredstev v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 po kvintilnih razredih 27
Slika 6: Solventnost v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 31
Slika 7: Deleži obveznosti do dobaviteljev v celotnih sredstvih v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 33
Slika 8: Višina denarnega toka v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 glede na kvintilne razrede 36
Slika 9: Zmožnosti povračila dolgov v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 glede na kvintilne razrede 38
Slika 10: Velikosti indeksa finančnih omejitev po slovenskih statističnih regijah 50

UVOD

Posedovanje finančnih sredstev je ključnega pomena za uspešno delovanje podjetja, saj podjetje potrebuje finančna sredstva skozi celotno življenjsko obdobje. Ob ustanovitvi so vir, ki omogoča začetek dejavnosti, v kasnejšem obdobju pa so vir rasti in razvoja, kar je cilj slehernega podjetja. Dostop do finančnih sredstev je tako ključni dejavnik, ki omogoča podjetjem, da lahko vzdržujejo svoje vsakodnevne aktivnosti ter hkrati dosegajo rast na dolgi rok. Slabša dostopnost do financ pomeni grožnjo ne le za preživetje podjetja, temveč za gospodarstvo kot celoto. Tudi empirične študije potrjujejo, da so finance velikega pomena za uspešnost podjetja, tako z vidika njegove rasti, dobičkonosnosti, kot preživetja podjetja. Toda v obdobju trenutne gospodarske in finančne krize je v praksi opazen problem dostopa podjetij do financ. Na eni strani je nižja dobičkonosnost podjetij, ki izvira tudi iz trenutnih gospodarskih razmer, pripeljala do upada razpolaganja z notranjimi finančnimi viri, na drugi strani pa zategovanje posojilnih standardov finančnih institucij zmanjšuje možnost dostopa podjetij do zunanjih virov financiranja.

Zaradi problemov na trgih finančnih sredstev, ki so povezani s finančno in gospodarsko krizo, je postal dostop do finančnih sredstev za številna podjetja onemogočen, saj posojilodajalci zmanjšujejo obseg odobrenih posojil, hkrati pa izbirajo taka podjetja, pri katerih je verjetnost povračila dolga višja. To pa vodi do položaja, ko se lahko zamaje poslovanje številnih podjetij, ki pri potencialnih posojilodajalcih oziroma investitorjih s svojimi značilnostmi ne morejo izkazati dovolj velike kredibilnosti. Finančne omejitve zato igrajo ključno vlogo tako na mikro ravni, kjer vplivajo na poslovanje in zmožnost preživetja posameznih podjetij, kot tudi na makro ravni, kjer nedostopnost finančnih virov ključno vpliva na upad gospodarske aktivnosti in rasti. To velja tudi za Slovenijo, kjer splošne krizne razmere še poglablja dolgotrajna kriza v bančnem sektorju in velika zadolženost slovenskih podjetij. Kriza je tudi razkrila veliko odvisnost slovenskih podjetij od bančnih posojil, saj mnoga podjetja zaradi previdnosti bank ne morejo normalno financirati poslovanja (Pivk, 2010 str. 1).

Podatki iz prakse tudi kažejo, da so finančne omejitve različne med podjetji z različno poslovno dejavnostjo, da se dostopnost finančnih virov mnogokrat razlikuje tudi med geografskimi regijami kot posledica razlik v stopnji razvitosti ali razlik v regionalnih politikah in da so mala podjetja v povprečju bolj finančno omejena od velikih. Namen moje magistrske naloge je zato analizirati finančne omejitve slovenskih predelovalnih podjetij. V ta namen želim ugotoviti, kako so se finančne omejitve spreminjale v obdobju 2007-2010 oziroma kako je nastop trenutne gospodarske krize vplival na omejenost slovenskih predelovalnih podjetij pri dostopu do finančnih virov. Zanimalo me bo tudi, kako sta se v proučevanem obdobju višina finančnih omejitev in njena dinamika razlikovali po posameznih predelovalnih dejavnostih, po slovenskih statističnih regijah in med različno velikimi podjetji.

Magistrsko delo je sestavljeno iz štirih poglavij, ki so razdeljena na več podpoglavij. V prvem poglavju, ki predstavlja teoretično podlago, prikazujem teoretično opredelitev finančnih omejitev in vzroke za njihov nastanek ter definiram dejavnike oziroma značilnosti podjetij, ki vplivajo na višino finančnih omejitev v praksi. Cilj tega poglavja je definirati finančne omejitve ter s pomočjo literature pojasniti, zakaj nastanejo in kako vplivajo na delovanje podjetij. V tem poglavju namenjam posebno pozornost vplivu finančne in gospodarske krize na poslovanje in finančne omejitve podjetij.

V drugem poglavju izračunavam indeks finančnih omejitev kot mero višine finančnih omejitev slovenskih predelovalnih podjetij v obdobju 2007-2010. Pri definiranju indeksa finančnih omejitev sledim metodologiji, kot jo predlagata Musso in Schiavo (2008, str. 141). Metodologija je bila sicer v letu 2010 razširjena z uporabo osmega elementa izračuna indeksa finančnih omejitev, tj. celotne faktorske produktivnosti (Bellone, Musso, Nesta & Schiavo, 2010, str. 10). Zaradi omejitev, ki izhajajo iz podatkov, pa pri svojem izračunu sledim izhodiščni metodologiji. Izračun indeksa finančnih omejitev tako temelji na sedmih značilnostih oziroma elementih poslovanja podjetja. Ti elementi so (I) velikost podjetja, (II) dobičkonosnost sredstev podjetja, (III) koeficient kratkoročne likvidnosti, (IV) poenostavljeni denarni tok kot vsota med čistim poslovnim izidom in amortizacijo, (V) solventnost, (VI) obveznosti do dobaviteljev ter (VII) (ne)zmožnost povračila finančnih obveznosti. Analiza temelji na podatkih iz finančnih izkazov predelovalnih podjetij v Sloveniji v letih 2007-2010, ki jih zbira Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve.

V tretjem poglavju magistrskega dela analiziram vpliv izbranih lastnosti podjetja in okoljskih dejavnikov na višino finančnih omejitev analiziranih podjetij. V tem delu me zanima, ali na višino finančnih omejitev značilno vpliva velikost podjetja, panožno in širše makroekonomsko okolje ter regija, v kateri podjetje posluje. Za analizo vpliva omenjenih dejavnikov na finančne omejitve podjetij uporabljam analizo variance, ki je statistični postopek za povzemanje klasičnega linearnega modela. (Gelman, 2006, str. 1).

V sklepnem poglavju povzemam ključne ugotovitve analize.

1 FINANČNE OMEJITVE PODJETIJ

Finance ter njihova dostopnost so za podjetja eden od ključnih dejavnikov tako obstoja kot tudi rasti in razvoja podjetja, pridobivanje sredstev za financiranje poslovanja podjetij pa ena najtežjih nalog vsakega managerja. Za novo nastalo podjetje pomenijo finance nujni vir uspešnega vstopa na trg, obstoja in tudi rasti. Rast in razvoj podjetja sta ključna želja vsakega podjetnika. Vsako podjetje potrebuje v vsakem trenutku svojega obstoja denar. Najprej je ta potreben za zagon poslovanja na začetku obstoja podjetja, nadalje v obdobju rasti za investiranje in širitev poslovanja. Prav tako je financiranje potrebno za izpolnitev denarnih potreb v času, ko je dohodek podjetja nizek (Muske, Holcomb, Urbach & Woods,

2005, str. 1). Še več, Israel in Torres (1991, str. 2) označujeta denar kot življenjsko potrebno kri za vsako podjetje, neustrezen dostop do svežega kapitala pa kot vzrok za propade številnih podjetij.

V času finančno-gospodarske krize je v primerjavi s predkriznim obdobjem postal dostop do svežih finančnih virov bistveno težji.

1.1 Viri financiranja podjetij

Podjetja se financirajo s pomočjo notranjih in zunanjih virov. Notranji viri financiranja so nerazdeljeni dobički, amortizacija in drugi notranji viri, ki jih podjetje pridobi s postopkom prestrukturiranja premoženja in davčnimi olajšavami. Med zunanje vire financiranja pa uvrščamo kapitalske vložke, kreditno financiranje, subvencije in druge posebne oblike financiranja, kot so lizing, faktoring in forfetiranje (Rebernik & Repovž, 2000, str. 88).

Finančne naložbe v podjetja lahko razdelimo na lastniške finančne naložbe in upniške finančne naložbe. Lastniške finančne naložbe imajo skupno značilnost, da njihovemu imetniku dajejo pravico do solastništva podjetja. Glede na pravno obliko podjetja, v katerega je lastniški kapital vložen, lastniške finančne naložbe delimo na delnice, deleže družbenikov in naložbe samostojnega podjetnika. Vse druge oblike finančnih naložb v podjetje so upniške narave, saj finančni investitor nastopa v vlogi upnika do izdajatelja finančnih instrumentov. Glavne oblike upniških finančnih naložb so obveznice, terminski krediti, zakup, kratkoročni bančni krediti in terjatve do kupcev (Mramor, 1993, str. 113).

Za investitorje obstaja cela vrsta različnih možnih naložb v podjetja. Z vidika podjetja to pomeni, da lahko pridobi finančne prihranke posameznikov, ki jih nato investira v svoje poslovanje na različne načine. Ne glede na vse druge možnosti pa podjetje ne more obstajati brez prihrankov, ki jih vanj naložijo njegovi lastniki. Z vidika podjetja je to tako imenovani lastniški kapital, medtem ko je dolžniški kapital pridobljen od upnikov. Poleg kapitala, ki ga ob ustanovitvi v podjetje naložijo lastniki, je z večanjem obsega poslovanja potreben dodatni lastniški kapital. Največkrat dodatni lastniški kapital prispevajo obstoječi lastniki v obliki dela dobička, ki se ne izplača lastnikom in se naloži v podjetje, ali v obliki novega zunanjega kapitala (Mramor, 1993, str. 111).

1.2 Vzroki obstoja finančnih omejitev podjetij

Tradicionalna razlaga strukture kapitala izhaja iz predpostavke popolnega trga kapitala, ki predpostavlja delovanje trga kapitala v popolno konkurenčnih razmerah. Prav tako ta razlaga predpostavlja popolno informiranost in racionalno obnašanje finančnih investitorjev. Z uresničevanjem teh pogojev velja predpostavka o enakosti dostopa do trga kapitala. Podjetja imajo omogočen enak dostop do trga kapitala, tako da lahko izvedejo vse želene investicijske projekte. V tem primeru so dostop do finančnih virov, rast podjetja in

investicijske odločitve neodvisne od trenutnih finančnih sposobnosti. Zaradi delovanja dejavnikov, ki onemogočajo obstoj popolno konkurenčnih razmer, pa je enakost dostopa do trga kapitala precej omejujoča predpostavka, saj je daleč od realnosti celo v finančno najbolj razvitih gospodarstvih (Mramor, 1991, str. 69). Glavni razlog je v dejstvu, da v realnosti ekonomski osebki ne razpolagajo s popolnimi informacijami. Asimetrija informacij je eden od vzrokov, ki rušijo popolno delovanje finančnih trgov in spodbujajo nastanek finančnih omejitev.

Pogosto nastane problem, ko podjetje ne more pridobiti nujnih finančnih sredstev. Zaradi nepopolnih informacij prihaja do tveganj posojilodajalcev, da njihov kredit z obrestmi ne bo vrnjen. Naloga banke je, da poskuša ugotoviti višjo tveganost kredita. Na eni strani pripravljenost posojilojemalca, da sprejme višjo obrestno mero, signalizira višje tveganje, kar vodi do nepripravljenosti posojilodajalca, da bi zaradi nevarnosti napačne izbire posodil takim strankam. Po drugi strani pa lahko pridobitev višjih obresti za posojila zmanjša spodbude za povračilo posojilojemalcev in s tem povzroči sprejetje bolj tveganih projektov. Obe situaciji se pojavita v primeru finančnih omejitev, ko imamo na trgu zaradi neprilagajanja obrestne mere presežek povpraševanja po kreditih (Love & Sanchez, 2009 str. 2).

Kot posledica prisotnosti nepopolnih informacij na trgu nastaneta dva učinka. Prvi je učinek napačne izbire, ko banka razvrsti potencialne posojilojemalce. Nastane kot posledica dejstva, da imajo posojilojemalci različne verjetnosti poplačila kredita. Te verjetnosti pa vplivajo na banko, saj je njen pričakovani donos odvisen od verjetnosti poplačila kredita. Iz tega razloga je naloga banke, da poišče posojilojemalce z večjo verjetnostjo poravnave. Da bi banka ugotovila dobre posojilojemalce, se poslužuje različnih načinov izbire. En tak način je višja obrestna mera. Posojilojemalci, ki so sposobni poravnati kredit, si bodo sredstva izposodili po višji obrestni meri. To pa je dokaz bankam, da so taki posojilojemalci manj tvegani (Stiglitz & Weiss, 1981, str. 393). Drugi učinek je spodbujevalni učinek, kjer posojilodajalec vpliva na odločitve posojilojemalcev. Spodbujevalni učinek je lahko dolgoročen in prikazuje odzive na spremembe v kreditih, če posojilojemalci potrebujejo čas, da se zavejo novih informacij o okolju med konkurenčnimi posojilodajalci (McIntosh & Wydick, 2004 str. 2).

Nepopolna informiranost ekonomskih subjektov in s tem obstoj asimetrije informacij pa ni edini vzrok nastanka finančnih omejitev podjetij. V literaturi se kot vzroke omejitev podjetij pri dostopu do finančnih virov navaja tudi transakcijske stroške (Oliner & Rudebusch, 1992, str. 643), problem agenta (Jensen & Meckling, 1976, str, 360), teorijo vrstnega reda (Myers & Majluf, 1984, str. 201) in druge dejavnike. Fazzari, Hubbard in Peterson (1988, str. 142) uporabljajo izraz hierarhija financiranja, kar označuje teorijo, ki predpostavlja popolno informiranost managerjev o velikosti sredstev podjetja in donosov novih investicijskih projektov. To pomeni, da managerji kontrolirajo zadostno velikost notranjih virov za financiranje vseh dobičkonosnih investicijskih projektov in model

investicijskega povpraševanja v primeru popolnega trga. Najbolj popularna razlaga hierarhije financiranja poudarja informacijske probleme na kapitalskih trgih. Izhaja iz analize problema limon (Akerlof, 1970, str. 489), ki daje glavni pomen asimetriji informacij med managerji in zunanjimi ponudniki financ o kakovosti investicijskih projektov in obnašanjem managerjev. Ponudnik finančnih sredstev nima zadostnih informacij, ki bi mu služile pri razlikovanju med dobrinami in slabimi investicijami. Kakor trdita Oliner in Rudebusch (1992, str. 643), ponudniki financ pripravijo osnovni, oziroma povprečni model, ki ga uporabijo za primerjavo z ostalimi projekti, kar jim omogoča lažjo izbiro dobre investicije.

Eden najbolj uporabljenih načinov reševanja asimetrije informacij je zavarovanje. Pogosto pa je zavarovanje posojil problematično zlasti za države v razvoju, nova in mala podjetja, ki pogosto nimajo zadostnih fiksnih sredstev, ki bi jih lahko uporabili kot zavarovanje. Alternativni mehanizem zmanjšanja asimetričnih informacij so spremljanja in pregledi s strani posojilodajalca (Love & Mylenko, 2003, str. 3). Yang (2008, str. 565) navaja še nekaj načinov reševanja asimetrije informacij, kot so razvoj in izboljšanje zakonodaje ter okrepitev kontrole nad spoštovanjem le-te, vzpostavitev in izboljšanje nadzora nad finančnim trgom, izboljšana dostopnost do informacij o poslovanju podjetij, izboljšana struktura upravljanja podjetij ter boljši nadzor nad posredniki na finančnih trgih. Balling, Holm in Poulsen (2007, str. 28) ugotavljajo, da se asimetrijo informacij lahko zmanjša z inteligentno uporabo bonitetnih ocen korporativnega upravljanja. Asimetrijo informacij zmanjšujejo tudi večje zaupanje plačilnemu sistemu in uporaba dolžniškega financiranja. Nasprotno pa večja koncentracija lastništva vpliva na povečanje asimetrije informacij (Elbadry, Gounopoulos & Skinner, 2010, str. 24).

1.3 Opredelitev finančnih omejitev v empiričnih študijah

Medtem ko je opredelitev finančnih omejitev v teoriji jasna, pa je v praksi omejenost podjetij pri dostopu do finančnih virov težko izmeriti. V praksi sta se v grobem izoblikovala dva pristopa.

V skladu s prvim pristopom so finančne omejitve merjene na podlagi določenih značilnosti poslovanja oziroma uspešnosti poslovanja, ki naj bi določale verjetnost soočanja podjetja s finančnim omejitvami. V empiričnih študijah v okviru tega pristopa avtorji merijo finančne omejitve na različne načine. V devetdesetih letih prejšnjega stoletja so v študijah, ki so se nanašale na finančne omejitve podjetij, avtorji podjetja iz vzorca običajno ex ante razdelili na podskupine podjetij z različnimi verjetnostmi soočanja s finančnimi omejitvami. Kot značilnosti podjetja, ki ključno vplivajo na višino finančnih omejitev (in so jih zato uporabili za oblikovanje omejenih podskupin podjetij), so upoštevali velikost, starost, politiko dividend, vključenost v skupino ali konglomerat, lastništvo in klasifikacije delnic. S temi spremenljivkami namreč avtorji poskušajo zajeti asimetrijo informacij, ki omejuje dostop do trga kapitala. Tako izplačila dividend kažejo odsotnost finančnih

omejitev, večja in starejša podjetja lažje dostopajo na finančne trge, pripadnost skupini oziroma konglomeratu izkazuje lažji dostop do zunanjih virov (Musso & Schiavo, 2008). Tako so npr. Fazzari, Hubbard in Petersen (1988, str, 142), Devereux in Schiantarelli (1990, str. 279) in Cleary (2006, str. 1560) uporabili izplačilo dividend, Bond in Meghir, (1994, str. 216), Gilchrist in Himmelberg (1995, str. 542), Chirinko in Schaller (1995, str. 546) ter Kadapakkam, Kumar in Riddick (1998, str. 293) pa velikost podjetja, njegovo starost, koncentracijo lastništva in podobno.

Pri ugotavljanju finančne omejenosti nekateri avtorji podjetja razvrščajo v dve skupini na podlagi določanja pragov, kot sta mediana in kvartili (Devereux & Schiantarelli 1990,; Gilchrist & Himmelberg 1995; Greenaway, Guariglia & Kneller, 2005, str. 9; Cleary 2006, str. 1560), drugi avtorji pa podjetja razvrstijo v več skupin (Fazzari et al., 1988, str. 158; Kadepakkam, Kumar & Riddick, 1998, str. 239; Kaplan & Zingales 1997, str. 171).

Hubbard (1998, str. 193) kritizira zgoraj predstavljene pristope k merjenju. Meni, da je osnovna slabost teh pristopov, da se večina kriterijev časovno ne spreminja. To pomeni, da lahko v očeh podjetij na odločitev o finančni omejenosti ali neomejenosti vplivajo kreditni pogoji, investicijske priložnosti in drugi šoki. Drugič, dela, ki temeljijo na kriteriju višine izplačila dividend, so omejena na analizo podjetij, ki kotirajo na borzi. Kot dodatno slabost avtorji navajajo enodimenzionalno definicijo finančnih omejitev. Gre za domnevo, da posamezne spremenljivke lahko učinkovito prikazujejo obstoj finančnih omejitev. Tako Lamont, Polk in Saa-Requejo (2001, str. 531) v analizi uporablja multivariatni indeks, kjer tehta pet spremenljivk z uporabo regresijskih koeficientov, ki jih kasneje združi v en kazalnik finančnih omejitev. Podoben pristop uporabljata tudi Whited in Wu (2006, str. 532), ki pa konstruirata nov indeks finančnih omejitev z uporabo strukturnega naložbenega modela.

Musso in Schiavo (2008, str. 141) za ugotavljanje finančne omejenosti podjetij izbereta sedem elementov, ki kažejo stanje posameznega podjetja. Ti elementi so (I) velikost podjetja, (II) dobičkonosnost sredstev podjetja, (III) koeficient kratkoročne likvidnosti, (IV) poenostavljeni denarni tok kot vsota med čistim poslovnim izidom in amortizacijo, (V) solventnost, (VI) obveznosti do dobaviteljev ter (VII) (ne)zmožnost povračila finančnih obveznosti. Na podlagi izbranih elementov podjetja razvrščata v kvintilne razrede glede na velikost posameznih elementov. Na podlagi omenjenih kvintilnih razredov oblikujeta indeks, ki prikazuje finančno omejenost podjetij. Kasneje so Bellone et al. (2010, str. 10) njuno metodologijo nadgradili z vključitvijo osmega elementa indeksa finančnih omejitev, to je s celotno faktorsko produktivnost.

Drugi pristop pa temelji na anketnih podatkih, kjer podjetja oziroma njihovi zaposleni izražajo svoje mnenje o finančnih omejitvah podjetja (npr. Becchetti & Trovato, 2002, str. 295; Savignac, 2006, str. 5). Pomanjkljivost anketnih podatkov je v tem, da izražajo zgolj percepcijo anketirancev o stanju v njihovem podjetju z vidika finančnih omejitev. Na

osnovi anketnih podatkov tako lahko pridemo le do subjektivne ocene finančne omejenosti v podjetjih.

1.4 Dejavniki finančnih omejitev podjetij

V zadnjih tridesetih letih je nastalo veliko empiričnih študij na temo merjenja in pojasnjevanja višine finančnih omejitev, predvsem s ciljem ugotavljanja povezave med investiranjem podjetja in njegovim razpolaganjem z notranjimi finančnimi sredstvi.

Teoretična in empirična literatura kaže močno povezavo med finančnimi omejitvami in velikostjo podjetij in starostjo (Artola & Genre, 2011, str. 18; Kumar & Francisco, 2005, str. 19), finančnimi omejitvami in vključevanjem podjetja na tuje trge (Wagner, 2012, str. 21; Silva, 2011, str. 13) ter med finančnimi omejitvami in panožnim okoljem (Arteta & Hale, 2008, str. 54). V praksi je asimetrija informacij posledica obnašanja bank in finančnih inštitucij, ki ne financirajo podjetij, o katerih nimajo na razpolago dovolj informacij. To so predvsem mlada in mala podjetja ter podjetja v razvoju, brez zgodovine poslovanja v preteklosti. Starejša in večja so že v preteklosti lahko dokazala, da so sposobna uspešno izvesti projekte. Zaradi tega imajo taka podjetja lažji dostop do zunanjih virov financiranja poslovanja (Scherer & Ross, 1990, str. 1). Velika podjetja niso podvržena asimetriji informacij v tolikšni meri, saj imajo izkušnje na kapitalskih trgih, s katerimi lažje vzpostavijo dolgoročna sodelovanja in omogočajo manjše povprečne stroške pridobivanja potrebnih informacij (Athey & Reeser, 2000, str. 292). Na drugi strani pa imajo manjša podjetja večje težave pri dostopu do finančnih sredstev (Bougheas, Mizen & Yalcin, 2009, str. 215; Coluzzi & Carrascal, 2009, str. 24; Canton, Grilo, Monteragudo & Van der Zwan, 2010, str. 12). To je tudi posledica dejstva, da mlada in mala podjetja, pogosto nimajo zadostnih sredstev, ki bi jih lahko uporabili kot zavarovanje svojih obveznosti (Love & Mylenko, 2003, str 23).

Teoretična in empirična literatura kaže močno povezavo med finančnimi omejitvami in starostjo in velikostjo podjetij. Avtorji, ki so preučevali velikost podjetij, kot pomemben dejavnik finančnih omejitev, so si enotni, da večja kot je možnost pridobitve finančnih virov, večja je možnost podjetja, da doseže večjo rast. Največji poudarek je namenjen malim podjetjem. Tako Carpenter in Petersen (2002, str. 309) v študiji obravnavata teorijo, da so mala podjetja pogosto omejena s količino notranjega financiranja. Rezultati kažejo, da je večina malih podjetij omejena z notranjim financiranjem. Rast sredstev je v resnici omejeno z razpoložljivostjo notranjega financiranja. Podjetja, ki imajo možnost povečanja zunanjega financiranja, prikažejo višje stopnje rasti, zato taka podjetja rastejo hitreje. Pomen dostopa do financ ugotovita tudi Becketti in Trovato (2002, str. 15), ki sta raziskovala determinante rasti malih in srednje velikih podjetij. Empirične ugotovitve kažejo, da imajo mala podjetja nadpovprečen potencial za rast. Ta potencial je omejen s pomanjkljivim dostopom do zunanjih virov financiranja in tujih trgov. Prav tako so Beck, Demirguc-Kunt in Maksimovic (2005, str. 170) v študiji, temelječi na anketah, ugotovili,

da ovire najbolj vplivajo na mala podjetja. Pripravili so podatkovno bazo, ki zajema 4000 podjetij v 54 državah. Rezultati kažejo, da je obseg, v katerem finančna in pravna nerazvitost ter korupcija omejujejo rast podjetij, odvisen od velikosti podjetja.

Dostop podjetij do finančnih virov se razlikuje tudi med panogami. Worthington (1995, str. 49) je ugotovil, da je dostop do zunanjih virov financiranja pomembnejši za podjetja, ki proizvajajo trajne potrošne dobrine, ter da je pomen notranjega denarnega toka večji v panogah, ki imajo večje nepovratne stroške. Prav tako naj bi bila zmožnost oziroma omejenost dostopa podjetij do finančnih sredstev odvisna od lokacije podjetja. Razlike v finančni omejenosti posameznih regij pa se kažejo predvsem kot posledica razlik v gostoti bank po posameznih regijah (Kumar & Francisco, 2005, str. 24).

Za analizo finančnih omejitev podjetij tudi drugi avtorji uporabljajo podatke predelovalnih podjetij. Tako Chen in Guariglia (2011, str. 2) ugotavljata, ali finance spodbujajo rast podjetij z neposrednim spodbujanjem produktivnosti na ravni podjetij. To poskušata doseči z uporabo panelnih podatkov kitajskih predelovalnih podjetij v obdobju 2001-2007 in ugotavljata vpliv dostopnosti notranjih financ na produktivnost podjetja. Rezultati kažejo, da lahko povečan dostop do financ direktno spodbudi produktivnost na ravni podjetij. Menita, da je povečanje produktivnosti ključni vir, preko katerega lahko finančni razvoj vpliva na rast.

Tudi evropske avtorje zanimajo podatki predelovalnega sektorja. Tako Fagiolo in Luzzi (2006, str. 33) ugotavljata, ali omejitve v likvidnosti vplivajo na velikost podjetij in dinamiko rasti italijanskih predelovalnih podjetij. Ugotovila sta, da omejitve likvidnosti povzročijo negativen učinek na rast. Prav tako mala podjetja rastejo hitreje, ko je vzpostavljena kontrola omejitev likvidnosti. Bolj kot so močne likvidnostne omejitve, bolj velikost negativno vpliva na rast podjetij.

Musso in Schiavo (2008, str, 141) za izračun indeksa finančnih omejitev uporabljata sedem elementov, in sicer velikost podjetja, dobičkonosnost, likvidnost, denarni tok, solventnost, obveznosti do dobaviteljev in zmožnost povračila. Teorijo so kasneje Bellone et al. (2010, str. 10) razširili z uporabo celotne faktorske produktivnosti kot osmega elementa izračuna indeksa finančnih omejitev.

Prav tako je v literaturi opazna povezava med finančnimi omejitvami in izvozno naravnanostjo podjetij. Tako Wagner (2012, str. 20) testira povezavo med finančnimi omejitvami in izvozom. Pri izračunu finančnih omejitev uporablja range kreditiranja podjetij na podlagi podatkov agencije Creditreform. Dokaže, da boljši rang kreditiranja podjetja pomeni večjo izvozno naravnanost, oziroma večji delež izvoza v celotni prodaji podjetja. Bellone et al. (2010, str. 2) pa analizirajo povezavo med finančnimi faktorji in izvoznim obnašanjem podjetij. Pri analiziranju uporabljajo podatke francoskih predelovalnih podjetij in obravnavajo finančne faktorje kot determinanto odločanja

podjetij. Ugotavljajo, da se finančno manj omejena podjetja lažje odločijo za izvozno uravnanost poslovanja. Po drugi strani pa ne morejo potrditi hipoteze, da internacionalizacija vodi do boljšega dostopa do finančnih trgov. Buch, Kesternich, Lipponer in Schnitzer (2010, str. 31) pa raziskujejo vpliv finančnih omejitev na mednarodne gospodarske odločitve. Za analizo uporabljajo tuje neposredne investicije in izvoz podjetij. Iz analize izhajajo tri ključne ugotovitve. Prvič, finančno stanje, merjeno z zadolženostjo podjetij in številom zaposlenih, vpliva močneje na tuje neposredne investicije kot pa na izvoz. Drugič, storitvena podjetja so pri strategiji poslovanja na mednarodnih trgih bolj omejena kot podjetja v predelovalnem sektorju. Tretjič, za mala podjetja finančne omejitve niso relevantne.

Nadalje, Demirguc-Kunt in Maksimovic (1998, str. 2134) raziskujeta, kako razlike v pravnih in finančnih sistemih vplivajo na uporabo zunanjih finančnih sredstev. Pokažejo, da je delež podjetij, ki rastejo z višjo stopnjo rasti od predvidene v posamezni državi, povezan s specifičnimi značilnostmi pravnega in finančnega sistema. Dokažejo, da aktivna borza in dobro razvit pravni sistem omogočata lažjo rast podjetij, saj lažje dostopajo do zunanjih finančnih sredstev. Razvitost finančnega in pravnega sistema torej tudi pripomore k zmanjševanju finančne omejenosti podjetji in s tem ključno prispeva k gospodarski rasti.

1.5 Vpliv finančnih omejitev na uspešnost podjetij in gospodarsko rast

Veliko avtorjev s področja financ in finančne omejenosti podjetij se ukvarja z vprašanjem, kakšen je vpliv finančnih omejitev na poslovanje podjetij in ne nazadnje na njihovo uspešnost in na uspešnost celotnega gospodarstva, torej na gospodarsko rast.

Tako Levine (2005, str. 921) ugotavlja povezavo med finančnim razvojem in rastjo gospodarstva. Empirična analiza je opravljena na podjetniških podatkih, pa tudi na ravni panog in držav. Avtor ugotavlja močan pozitiven vpliv razvitosti finančnega sistema na dolgoročno gospodarsko rast. Podobno Jeong in Townsend (2005, str. 1) preko dekompozicije celotne faktorske produktivnosti ugotavljata vpliv finančnega razvoja na rast celotne faktorske produktivnosti in pokažeta, da ima agregatni finančni razvoj značilen vpliv na agregatno rast celotne faktorske produktivnosti.

Savignac (2006, str. 22) na podlagi anketnih podatkov preučuje vpliv finančnih omejitev na inovacije podjetij in pokaže, da finančne omejitve značilno zmanjšajo verjetnost izpeljave inovativnih projektov. Pokaže, da tržni delež podjetja, tehnologija potiska in sektor imajo pomemben vpliv na inovativnost podjetja.

Prav tako Aghion, Askenazy, Berman, Cette in Eymard (2007, str. 21) na podlagi podatkov za 1300 francoskih podjetij v obdobju 1993-2004 ugotovijo, da je delež investicij za raziskave in razvoj nižji v podjetjih, ki čutijo močnejše finančne omejitve. Pokažejo, da so finančne omejitve podjetij, ki v analiziranem obdobju niso bila sposobna poplačati

kreditov, bistveno večje, hkrati pa je za ta podjetja statistično značilno nižja tudi verjetnost dostopa do zunanjih finančnih virov v prihodnosti.

Avtorje pa poleg najpomembnejših dejavnikov zanimajo tudi drugi dejavniki, tako na primer Holtz-Eakin, Joulfaian in Rosen (1993, str. 23) preučujejo vpliv osebnega bogastva (v obliki zapuščine) podjetnikov na dostopnost ameriških podjetij do finančnih virov in preživetje teh podjetij. Rezultati kažejo, da dedovanje povečuje tako verjetnost preživetja, kot tudi rast prodaj v prihodnosti.

2 FINANČNE OMEJITVE IN FINANČNO-GOSPODARSKA KRIZA

Dostop podjetij do virov financiranja lahko označimo kot zadostni pogoj, ki podjetju omogoča delovanje in rast. Z upadanjem gospodarske aktivnosti, ko se cikel v gospodarstvu obrne navzdol in gospodarstvo prehaja v krizo, pa postanejo viri financiranja podjetij bolj omejeni. To pomeni, da mnogo podjetij ne razpolaga z nujnimi sredstvi za poslovanje in rast. Tako pride gospodarstvo v krizo, iz katere se marsikatero podjetje, ki ne uspe pridobiti virov financiranja, ne uspe rešiti.

Finančni sistem je srce sodobnega tržnega gospodarstva. V primeru delovanja sistema je gospodarstvo sposobno te razmere izkoristiti, saj je zaradi ustrezne alokacije virov možno maksimirati produktivnost celotnega gospodarstva. Finančni sistem pa je zelo občutljiv na spremembe v gospodarstvu. V primeru nastanka finančnega šoka celotna vlada deluje v smeri reševanja in spodbujanja finančnega sistema (Kapoor, 2010, str 1.).

2.1 Gospodarske krize in finančne omejitve podjetij

Gospodarske krize so se pojavljale ciklično kot konjunkture in depresije skoraj na vsakih 10 let. Kriza je zaradi cikličnosti kapitalističnega sistema njegov sestavni del. Zaradi tega je bilo v zgodovini prisotnih precej kriz, katerih moč je odvisna od različnih dejavnikov. Najbolj odmevne so bile leta 1847, 1873 in 1929. Nekatere so bolj izrazite, množične in svetovne, druge šibkejše in lokalnega pomena. Nekatere so spremljale velike in glasno odmevne družbene in politične spremembe, druge so zahtevale zgolj večje ali manjše gospodarske in socialne reforme. Poglavitni psihični elementi so zaupanje in nezaupanje v obstoječi sistem in sposobnost ali nesposobnost vladajoče družbe in posameznikov. Materialni elementi so proizvodnja in njena poraba, ponudba in povpraševanje (Borak & Lazarevič, 1999, str. 77).

V zadnjih letih pa je svetovno gospodarstvo priča novi gospodarski in finančni krizi. Kriza je nastala s pokom nepremičninskega balona v 2006-2007, ko so začele napihnjene cene nepremičnin padati. To je povzročilo tudi pok finančnega balona. Posojilojemalci so ugotovili, da je postal njihov kredit mnogo večji od njihovih dohodkov in znižane tržne vrednosti njihovih nepremičnin. Zaradi tega niso bili več sposobni odplačevati anuitet

posojil. Hipotekarne obveznice so začeli njihovi imetniki hitro prodajati. Zaradi povečanja ponudbe in zmanjšanja povpraševanja je njihova cena padla. Iz likvidnostnih razlogov so se začeli dodatno zadolževati na kreditnem trgu, kjer pa je likvidnosti zmanjkalo, saj banke niso bile več pripravljene posojati denarja (Štiblar, 2008 str. 1).

Gre za krizo likvidnosti in solventnosti. Solventnost bank je začela upadati, ker se je začela zmanjševati vrednost njihove aktive, v kateri so imetja novih finančnih inštrumentov, ki nimajo cene. Prav tako je začela upadati likvidnost. To je povzročilo nezmožnost uporabe nelikvidne aktive za plačilo depozitov na pasivi. Zaradi strahu pred nevračanjem medbančnih kreditov, se je kreditni trg v celoti izpraznil (Štiblar, 2008, str. 1).

Za finančnike finančna kriza ni ugodna zaradi negativnih posledic v obliki izgube vrednosti finančnega premoženja podjetja. Ni pa omejena le na finančni sektor. Negativne posledice nelikvidnosti in nesolventnosti finančnih družb se kažejo tudi v zmanjšanem kreditiranju realnega sektorja svetovnega gospodarstva, ki je že leta 2007 prehajal v fazo konjukturnega ciklusa, finančna kriza pa je padec gospodarske aktivnosti samo še poglobila (Štiblar, 2008, str. 1)

Pokazale so se številne slabosti finančnega sistema. Ne gre le za povečano nestabilnost finančnih trgov, ampak tudi za onemogočanje njihovega normalnega delovanja, ki je učinkovito alociranje resursov v gospodarstvu. Desetletja pred krizo so bila označena kot obdobje eksponentnega razvoja finančnega sektorja. Velikost finančnih institucij in število finančnih transakcij so bili pokazatelji gospodarske optimalnosti (Kapoor, 2010, str.1).

Zaradi tega je začelo finančnih sredstev primanjkovati tudi za podjetja, kar je povzročilo padec gospodarske aktivnosti in nastanek gospodarske krize. Omejenost financiranja podjetij je povzročila propad številnih malih, pa tudi velikih, svetovno znanih podjetij. Kriza je še dodatno pokazala, kako pomembna so finančna sredstva za podjetja.

2.2 Gospodarska kriza v Sloveniji in finančne omejitve slovenskih podjetij

Razmere na kapitalskih trgih in dostopnost finančnih virov v svetu in na evro območju so se v času trenutne finančno-gospodarske krize še zaostrile. To velja tudi za Slovenijo, kjer splošne krizne razmere še poglablja dolgotrajna kriza v bančnem sektorju in velika zadolženost slovenskih podjetij. V Sloveniji namreč podjetja, predvsem mala in srednja, posegajo izključno po bančnih kreditih, le malo pa je takih, ki denar za poslovanje pridobivajo preko kapitalskega trga. Kriza je razkrila veliko odvisnost podjetij od bančnih posojil, saj mnoga podjetja zaradi previdnosti bank ne morejo normalno financirati poslovanja (Pivk, 2010). Prašnikar (2012, str. 1) meni, da je kriza močno prizadela slovensko gospodarstvo. Obstajata dva vpliva krize. Zaradi izvozne usmerjenosti slovenskega gospodarstva in padca zunanjega povpraševanja je močno upadel denarni tok

podjetij. Po drugi strani pa je podjetja prizadel tudi učinek povečane zadolženosti pred krizo. Oba učinka delujeta hkrati, zato poteka razdolževanje podjetij v takih razmerah zelo počasi.

Pred nastopom gospodarske krize so imele slovenske banke manj stroge kriterije in so financirale veliko projektov, da so le dokazovali pozitiven prihodnji donos. V času finančne krize pa ni več tako. Banke vedno težje prihajajo do denarja, kreditiranje pa so omejile na najboljše projekte in na podjetja, ki jim najbolj zaupajo in ne pričakujejo težav v njihovem poslovanju. Slabša podjetja težko prihajajo do novih sredstev, kar pa zmanjšuje konkurenčnost na trgu in nasploh zavira gospodarski razvoj. Poslovne banke v zadnjem času kreditirajo samo stranke z najboljšo boniteto. Pokazalo se je namreč, da kreditiranje strank, ki imajo dvomljive projekte, ni modro, saj gospodarske razmere negativno vplivajo na poslovne cilje podjetij. Banke so v preteklosti odobrile vrsto naložb, saj niso pričakovale težav na splošnem gospodarskem področju. Sedaj ne samo, da omejujejo nova financiranja, ampak tudi poostreno upravljajo in kontrolirajo že dane kredite in kvaliteto zavarovanj, ki se je močno znižala (Hojnik, 2011, str. 1).

3 INDEKS FINANČNIH OMEJITEV SLOVENSKIH PREDELOVALNIH PODJETIJ V OBDOBJU 2007-2010

Da bi na podlagi empiričnih podatkov ugotovil, kako je nastop trenutne finančne in gospodarske krize vplival na finančno omejenost slovenskih podjetij, v nadaljevanju na podlagi podatkov za slovenska predelovalna podjetja v obdobju 2007-2010 izračunavam indeks finančnih omejitev. Metodološko pri izračunu indeksa izhajam iz dela Mussa in Schiava (2008, str. 141).

3.1 Podatki

Analiza temelji na podatkih finančnih izkazov slovenskih podjetij v predelovalnem sektorju v obdobju 2007-2010. Za izračun indeksa finančnih omejitev uporabljam podatke iz računovodskih izkazov predelovalnih podjetij v Sloveniji v obdobju 2007-2010, ki so dostopni na Agenciji Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve, v nadaljevanju AJPES (AJPES, 2012). Ker je moj namen preveriti, kako so se finančne omejitve podjetij spreminjale po letih, in tudi ali je pri tem prihajalo do razlik med različnimi panogami, za razvrščanje podjetij po panogah v analizi uporabljam Standardno klasifikacijo dejavnosti (Uradni list RS, št. 69/2007). Ker se je v letu 2008 le-ta spremenila, za analizo finančnih omejitev v letu 2007 uporabljam podatke, ki so jih podjetja navajala v zaključnih računih za leto 2008 kot podatke za preteklo leto. Taka rešitev pa seveda omeji možnost analize v letu 2007 le na tista podjetja, ki so oddala zaključne račune tudi v letu 2008. Izvzeta so torej podjetja, ki so med tem prenehala z delovanjem.

Nadalje, v analizi upoštevam zgolj tista predelovalna podjetja, ki imajo več kot nič zaposlenih. Izločitev podjetij brez zaposlenih iz analize omogoča namreč čistejše rezultate in bolj konsistentne rezultate analize, saj je v zaključnih računih omenjenih podjetij običajno največ nejasnosti oziroma ekstremnih vrednosti.

V nadaljevanju predstavljam osnovne značilnosti slovenskih predelovalnih podjetij z vidika zastopanosti po letih, po dejavnostih in po regijah. Podjetja v predelovalnem sektorju v Sloveniji so glede na Standardno klasifikacijo dejavnosti razvrščena v 24 panog (Uradni list RS, št. 69/2007). Tabela 1 prikazuje število podjetij po panogah v predelovalnem sektorju v obdobju 2007-2010, indeks rasti števila podjetij po panogah, ter indeks rasti števila podjetij v celotnem predelovalnem sektorju v preučevanem obdobju.

Tabela 1: Število podjetij po dejavnostih v obdobju 2007-2010

SKD	Panoga	2007	2008	2009	2010	Indeks 2010/2007
C10	Proizvodnja živil	264	307	396	417	1,58
C11	Proizvodnja pijač	30	32	45	45	1,50
C13	Proizvodnja tekstilij	84	92	130	130	1,55
C14	Proizvodnja oblačil	156	156	179	173	1,11
C15	Proizvodnja usnja, usnjenih in sorodnih izdelkov	31	32	37	38	1,23
C16	Obdelava in predelava lesa	288	314	400	401	1,39
C17	Proizvodnja papirja in izdelkov iz papirja	74	76	94	91	1,23
C18	Tiskarstvo in razmnoževanje posnetih nosilcev zapisa	338	358	479	483	1,43
C19	Proizvodnja koksa in naftnih derivatov	4	4	4	3	0,75
C20	Proizvodnja kemikalij, kemičnih izdelkov	73	77	98	103	1,41
C21	Proizvodnja farmacevtskih surovin in preparatov	6	8	8	9	1,50

se nadaljuje

nadaljevanje

SKD	Panoga	2007	2008	2009	2010	Indeks 2010/2007
C22	Proizvodnja izdelkov iz gume in plastičnih mas	300	315	410	403	1,34
C23	Proizvodnja nekovinskih mineralnih izdelkov	148	148	205	202	1,36
C24	Proizvodnja kovin	61	62	73	76	1,25
C25	Proizvodnja kovinskih izdelkov, razen strojev in naprav	830	912	1.197	1.238	1,49
C26	Proizvodnja računalnikov, elektronskih in optičnih izdelkov	140	144	177	178	1,27
C27	Proizvodnja električnih naprav	166	168	205	201	1,21
C28	Proizvodnja drugih strojev in naprav	283	291	387	384	1,36
C29	Proizvodnja motornih vozil, prikolic in polprikolic	71	73	91	94	1,32
C30	Proizvodnja drugih vozil in plovil	30	30	39	42	1,40
C31	Proizvodnja pohištva	215	231	285	291	1,35
C32	Druge raznovrstne predelovalne dejavnosti	110	118	145	154	1,40
C33	Popravila in montaža strojev in naprav	229	248	343	354	1,55
	Povprečno št. Podjetij	170,90	182,40	236,00	239,60	/
	SKUPAJ	**3.931**	**4.196**	**5.427**	**5.510**	**1,40**

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

V analizi je izvzeta panoga C12 - proizvodnje tobačnih izdelkov, saj v preučevanem obdobju v Sloveniji v tej panogi ni bilo nobenega podjetja. Podatki iz zaključnih računov

podjetij v predelovalnem sektorju v obdobju 2007-2010 pa kažejo, da so podjetja najbolj številčno zastopana v panogah C25 - proizvodnje kovinskih izdelkov, razen strojev in naprav, C18 - tiskarstvo in razmnoževanje posnetih nosilcev zapisa, C22 - proizvodnja izdelkov iz gume in plastičnih mas, C16 - obdelava in predelava lesa ter C10 - proizvodnja živil.

Na drugi strani pa imamo panoge v predelovalnem sektorju, ki so številčno slabše zastopane. To so panoga C19 - proizvodnja koksa in naftnih derivatov, C21 - proizvodnja farmacevtskih surovin in preparatov, C15 - proizvodnja usnja, usnjenih in sorodnih izdelkov, C30 - proizvodnja drugih vozil, prikolic in polprikolic ter C11 - proizvodnja pijač. Nadpovprečni indeks imata samo C19 - proizvodnja koksa in naftnih derivatov ter C21 - proizvodnja farmacevtskih surovin in preparatov.

Število podjetij v predelovalnem sektorju se je v obdobju 2007-2010 stalno povečevalo. Tako se je v preučevanem obdobju na ravni predelovalnega sektorja število podjetij povečalo za 40 odstotkov. Najbolj se je v preučevanem obdobju povečalo število podjetij v panogi C10 - proizvodnje živil, in sicer za 58 odstotkov. Več kot 50 odstotno rast števila podjetij med letoma 2007 in 2010 so zabeležile še panoga C33 - popravila in montaža strojev in naprav, C13 - proizvodnje tekstilij, C21 - proizvodnje farmacevtskih surovin in preparatov ter C11 proizvodnje pijač. Edina panoga znotraj predelovalnega sektorja, pri kateri je prišlo v proučevanem obdobju do upada števila podjetij, je bila panoga C19- proizvodnja koksa in naftnih derivatov.

Prav tako se je povprečno število podjetij na posamezno panogo v preučevanem obdobju povečevalo. Leta 2007 je znašalo povprečno število podjetij v posamezni panogi predelovalnega sektorja 170,90 podjetij. Do leta 2010 se je povprečno število podjetij povečalo na 239,60. Med posameznimi panogami pa v primerjavi s povprečjem ni prihajalo do sprememb. V vseh štirih letih je bilo nadpovprečno število podjetij v panogah C10 – proizvodnja živil, C16 – obdelava in predelava lesa, C18 - tiskarstvo in razmnoževanje posnetih nosilcev zapisa, C22 - proizvodnja izdelkov iz gume in plastičnih mas, C25 - proizvodnja kovinskih izdelkov, razen strojev in naprav, C28 - proizvodnja drugih strojev in naprav, C31 - proizvodnja pohištva in C33 - popravila in montaža strojev in naprav.

Nadalje, na podlagi razvrstitve Statističnega urada Republike Slovenije (2012, str. 5), pri svoji analizi razvrščam podjetja, ki delujejo v predelovalnem sektorju, v 12 statističnih regij. Tabela 2 prikazuje število podjetij v predelovalnem sektorju po regijah v obdobju 2007-2010, ter indeks rasti števila podjetij po posamezni regiji, izračunan kot kvocient med podatki za leto 2010 in podatki za leto 2007. Na koncu Tabela 2 prikazuje tudi povprečno število podjetij v predelovalnem sektorju na posamezno regijo za vsako leto posebej.

Tabela 2: Število podjetij po slovenskih statističnih regijah v obdobju 2007-2010

Regija	2007	2008	2009	2010	Indeks 2010/2007
Pomurska statistična regija	132	145	174	196	1,48
Podravska statistična regija	471	520	703	715	1,52
Koroška statistična regija	135	147	191	191	1,41
Savinjska statistična regija	443	481	622	638	1,44
Zasavska statistična regija	59	59	80	80	1,36
Spodnjeposavska statistična regija	99	108	138	147	1,48
Jugovzhodna statistična regija	295	304	401	415	1,41
Osrednjeslovenska statistična regija	1.285	1.360	1.711	1.691	1,32
Gorenjska statistična regija	455	474	634	643	1,41
Notranjsko-kraška statistična regija	123	132	172	176	1,43
Goriška statistična regija	258	278	346	351	1,36
Obalnokraška statistična regija	176	188	255	267	1,52
Povprečno št. podjetij	327,58	349,67	452,25	459,17	/
Skupaj	3.931	4.196	5.427	5.510	1,40

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Iz Tabele 2 lahko razberem, da imajo Osrednjeslovenska statistična regija, Podravska statistična regija, Gorenjska statistična regija, Savinjska statistična regija in Jugovzhodna statistična regija največ podjetij v predelovalnem sektorju. Na drugi strani pa so regije, katere imajo najmanjše število podjetij, ki delujejo v predelovalnem sektorju v preučevanem obdobju. To so Zasavska statistična regija, Spodnjeposavska statistična regija, Notranjsko-kraška statistična regija, Pomurska statistična regija ter Koroška statistična regija. V preučevanem obdobju se je povečalo število podjetij v predelovalnem sektorju v vseh regijah. Največji porast je viden v Podravski statistični regiji in Obalnokraški statistični regiji, v katerih se je leta 2010, v primerjavi z letom 2007, število podjetij v predelovalnem sektorju povečalo za več kot 50 odstotkov. V Zasavski statistični regiji, Osrednjeslovenski statistični regiji in v Goriški statistični regiji je prišlo do

podpovprečne rasti števila podjetij v predelovalnem sektorju, saj imajo omenjene regije indeks manjši od povprečnega, ki znaša 1,4.

Tudi povprečno število podjetij v predelovalnem sektorju po posamezni regiji se je v preučevanem obdobju povečevalo. Tako je prišlo do porasta povprečnega števila podjetij na regijo iz 327,58 podjetja v letu 2007, na 459,17 podjetja v letu 2010. Nadpovprečno število podjetij delujočih v predelovalnem sektorju, dosegajo Podravska statistična regija, Savinjska statistična regija, Osrednjeslovenska statistična regija in Gorenjska statistična regija.

3.2 Elementi indeksa finančnih omejitev

Kot sem že omenil, pri izračunu indeksa sledim metodologiji Mussa in Schiava (2008, str. 141), ki za izračun indeksa finančnih omejitev uporabljata sedem različnih elementov, ki vsebujejo pomembne informacije glede prisotnosti finančnih omejitev. Te elemente sta izbrala glede na njihov pomen pri ugotavljanju dostopa do zunanjih in notranjih virov financiranja. Avtorja tako indeks finančnih omejitev podjetja sestavita iz naslednjih sedmih elementov:

1. velikost podjetja, ki je merjena z vrednostjo celotnih sredstev,
2. donosnost celotnih sredstev podjetja,
3. likvidnost kot razmerje med vrednostjo kratkoročnih sredstev in kratkoročnimi obveznostmi podjetja,
4. denarni tok podjetja,
5. solventnost kot razmerje med lastnimi viri in celotnimi obveznostmi do virov sredstev podjetja,
6. delež obveznosti do dobaviteljev v celotnih sredstvih podjetja in celotnimi sredstvi in
7. zmožnosti povračila, kot razmerje med kratkoročnim finančnim dolgom in denarnim tokom podjetja.

V nadaljevanju ločeno predstavljam izračun vsakega od zgoraj navedenih elementov indeksa finančnih omejitev, v zadnjem delu pa še izračun samega indeksa finančnih omejitev.

3.2.1 Velikost podjetij

Prvi element indeksa finančnih omejitev, ki ga izračunavam v nadaljevanju, je velikost podjetja z vidika zaposlenih. Na podlagi definicije o velikosti podjetij, ki je določena v Zakonu o gospodarskih družbah (v nadaljevanju ZGD-1, Uradni list RS. Št. 42/2006), se v Sloveniji podjetja glede na velikost razvrščajo na mikro, mala, srednja in velika podjetja. Po ZGD-1 se velikost podjetij določi na osnovi povprečnega števila delavcev v poslovnem letu, čistih prihodkov od prodaje in vrednosti aktive. Pri tem morata biti izpolnjena vsaj

dva od treh pogojev. Družbe se razvrščajo v skupine na podlagi podatkov dveh zaporednih poslovnih let na bilančni presečni dan bilance stanja (55. člen ZGD-1). Zaradi poenostavitve v svojem magistrskem delu pri definiranju velikosti podjetij kot elementa indeksa finančnih omejitev uporabljam zgolj povprečno število zaposlenih, ki se računa na podlagi delovnih ur v obračunskem obdobju. Tabela 3 prikazuje podatke o številu podjetij, številu zaposlenih in povprečnem številu zaposlenih v predelovalni panogi v preučevanem obdobju.

Tabela 3: Povprečno število podjetij, povprečno število zaposlenih in skupno število zaposlenih v obdobju 2007-2010

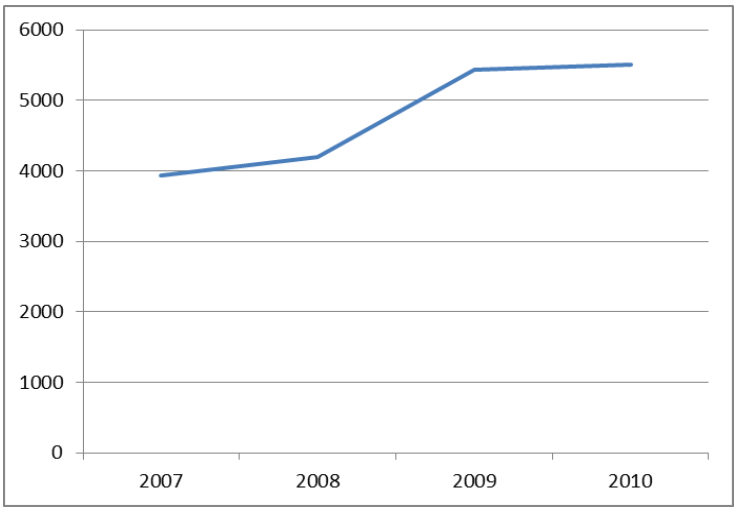
		Leto			
		2007	**2008**	**2009**	**2010**
Vsa podjetja *	Število podjetij	3.931	4.196	5.427	5.510
	Število zaposlenih	156.194	156.784	172.775	166.685
	Povprečno št. zaposlenih	39,7	37,4	31,8	30,3
Mikro podjetja *	Število podjetij	3.096	3.351	4.319	4.439
	Število zaposlenih	19.725	22.452	25.174	26.755
	Povprečno št. zaposlenih	6,4	6,7	5,8	6,0
Mala podjetja	Število podjetij	445	451	610	592
	Število zaposlenih	20.642	20.366	24.182	23.118
	Povprečno št. zaposlenih	46,4	45,2	39,6	39,1
Srednja podjetja	Število podjetij	212	216	279	271
	Število zaposlenih	28.557	28.536	32.937	32.097
	Povprečno št. zaposlenih	134,7	132,1	118,1	118,4
Velika podjetja	Število podjetij	178	178	219	208
	Število zaposlenih	87.270	85.430	90.482	84.715
	Povprečno št. zaposlenih	490,3	479,9	413,2	407,3

Opomba *: Izločena so podjetja z manj kot enim zaposlenim

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Iz Tabele 3 je razvidno gibanje števila podjetij v predelovalni panogi v preučevanem obdobju. V letu 2007 je bilo v predelovalnem sektorju 3.931 podjetij z več kot nič zaposlenimi. V naslednjih letih se je število podjetij povečalo, v letu 2010 je v slovenskih predelovalnih panogah delovalo 5.510 podjetij. Gibanje števila podjetij v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 prikazuje slika 1.

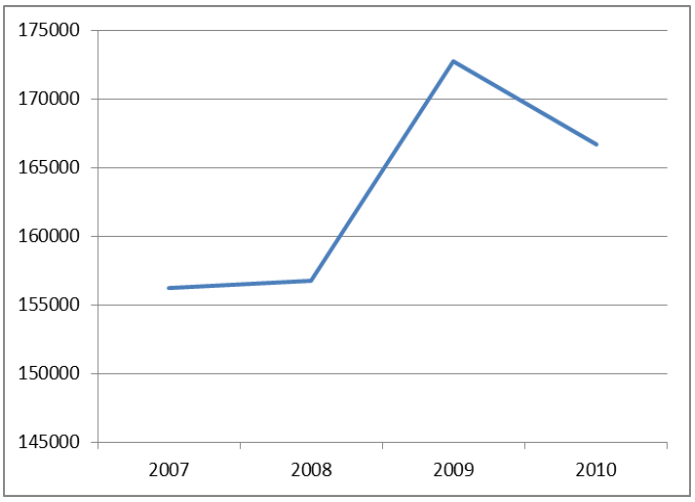
Slika 1: Gibanje števila podjetij v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010



Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Vzrok za precejšnje povečanje števila podjetij v predelovalni panogi gre morebiti iskati v gospodarski in finančni krizi, ki se je v tem obdobju začela poglabljati. Povzročila je odpuščanje zaposlenih v številnih podjetjih. Zaradi tega so morda številni brezposelni začeli ustanavljati nova, predvsem mala podjetja in mikro podjetja, kar je s svojo zaposlovalno politiko preko dodeljevanja subvencij za samozaposlitev spodbujala država. Na to kaže tudi spreminjanje števila zaposlenih. Kot prikazuje Slika 2, se je število zaposlenih povečevalo.

Slika 2: Gibanje skupnega števila zaposlenih v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010



Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Slika 2 prikazuje močan poskok števila zaposlenih v predelovalnem sektorju med letoma 2008 in 2009. Zmanjševanje povprečnega števila zaposlenih v predelovalnem sektorju v obdobju 2007-2010 napeljuje na to, da so morda z ustanavljanjem mikro in malih podjetij novi podjetniki zaposlovali dodatne delavce, predvsem take, ki so bili v prejšnjem obdobju brezposelni. Kot je razvidno iz Tabele 4, se je z upadanjem povprečnega števila zaposlenih zmanjšalo tudi variiranje v podatkih, saj je prišlo do prisotnosti večjega števila manjših podjetij.

Tabela 4: Meje kvintilnih razredov podjetij glede na število zaposlenih v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010

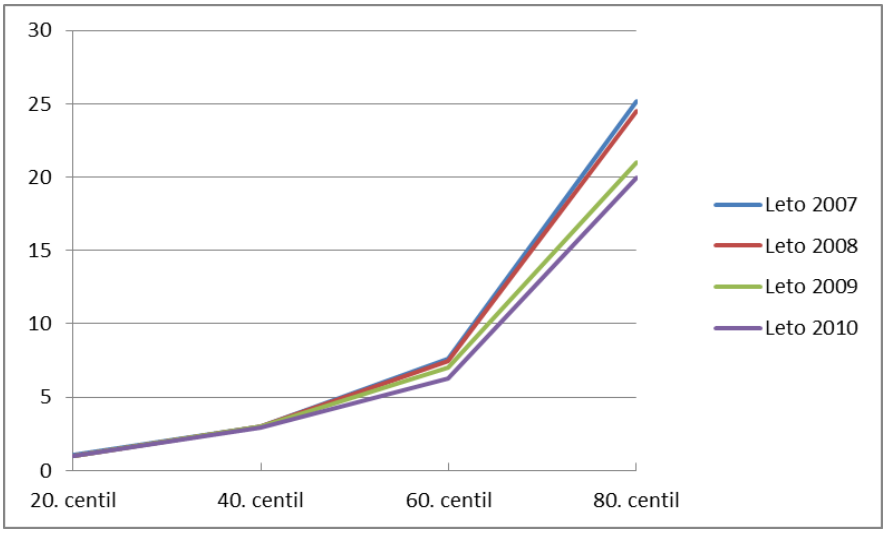
	Leto			
	2007	**2008**	**2009**	**2010**
20. centil	1,10	1,00	1,00	1,00
40. centil	3,00	3,00	3,00	2,90
60. centil	7,60	7,50	7,00	6,30
80. centil	25,20	24,50	21,00	20,00

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Tabela 4 prikazuje porazdelitev velikosti podjetij glede na število zaposlenih v kvintilne razrede. Opazno je padanje povprečne velikosti podjetij z vidika števila zaposlenih v obdobju 2007-2010. Velikost podjetij v prvem in drugem kvintilnem razredu se v

preučevanem obdobju ni bistveno spreminjala. V celotnem obdobju je imelo dvajset odstotkov najmanjših podjetij povprečno enega zaposlenega. Tudi štirideset odstotkov najmanjših podjetij je imelo v preučevanem obdobju v predelovalnem sektorju v Sloveniji manj kot 3 zaposlene. Glavne spremembe v preučevanem obdobju pa so nastale pri povprečni velikosti štiridesetih odstotkov največjih podjetij. Tako je na primer imelo povprečno število zaposlenih v dvajsetih odstotkih predelovalnih podjetij z največ zaposlenimi leta 2007 več kot 25 zaposlenih, leta 2010 pa le še več kot 20 zaposlenih. Gibanje mej kvintilnih razredov porazdelitve velikosti podjetij prikazuje Slika 3.

Slika 3: Velikost podjetij v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 po kvintilnih razredih



Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Iz Slike 3 vidimo, da sta se meji drugega in tretjega kvintilnega razreda v preučevanem obdobju zelo malo spreminjali. Glavna variabilnost v rezultatih je opazna pri meji četrtega in petega kvintilnega razreda.

Meje kvintilnih razredov iz Tabele 4 so podlaga za oblikovanje nove spremenljivke R_velikost, ki pri posameznem podjetju zajema oceno, tj. vrednost od ena do pet glede na uvrstitev podjetja v določen kvintilni razred z vidika velikosti. Pri tem ena prikazuje podjetja z najmanjšim številom zaposlenih, pet pa podjetja z največjim številom zaposlenih.

3.2.2 Dobičkonosnost

Drugi element, ki ga upoštevam pri izračunu indeksa finančnih omejitev je dobičkonosnost oziroma rentabilnost poslovanja podjetja. Pri analizi dobičkonosnosti podjetja, se v večini

primerov uporabljata dve meri. Prva je čista dobičkonosnost kapitala (ang. return on equity, v nadaljevanju ROE), ki je eden najpomembnejših in najpogosteje uporabljenih kazalnikov pri presojanju uspešnosti upravljanja s premoženjem gospodarske družbe. Kazalnik nam pove, koliko čistega dobička ali izgube je gospodarska družba ustvarila na evro vloženega kapitala. Vrednost kazalnika je negativna, v kolikor gospodarska družba izkazuje izgubo. Večja vrednost kazalnika pomeni poslovno uspešnejšo gospodarsko družbo, vendar pa po drugi strani lahko višji rezultat pomeni večje tveganje na račun velikega zadolževanja gospodarske družbe (Brigham & Ehrhardt, 2002, str. 86).

Dobičkonosnost kapitala je količnik med čistim dobičkom ali čisto izgubo podjetja v obdobju in povprečno vrednostjo kapitala podjetja (Brigham & Ehrhardt, 2002, str. 86).

$$\textit{Čista dobičkonosnost kapitala} = \frac{\textit{čisti dobiček/čista izguba}}{\textit{povprečni kapital}} \qquad (1)$$

Drugi kazalnik pa je dobičkonosnost sredstev (ang. return on assets, v nadaljevanju ROA), ki kaže, kako uspešno je poslovodstvo upravljalo s sredstvi. Razmerje pove, koliko čistega dobička oziroma čiste izgube je gospodarska družba izkazala na en evro sredstev. Čim večja je vrednost kazalnika, tem uspešnejša je gospodarska družba. V primeru, ko gospodarska družba izkazuje čisto izgubo, je vrednost kazalnika negativna. Dobičkonosnost sredstev se računa kot razmerje med čistim dobičkom ali izgubo in povprečnimi sredstvi (Brigham & Ehrhardt, 2002, str. 86).

$$\textit{Čista dobičkonosnost sredstev} = \frac{\textit{čisti dobiček/čista izguba}}{\textit{povprečna sredstva}} \qquad (2)$$

V skladu z metodologijo izračuna indeksa finančnih omejitev, kot sta jo predlagala Musso & Schiavo (2008, str. 141), kot mero dobičkonosnosti uporabljam dobičkonosnost sredstev podjetja. Zaradi omejene časovne serije podatkov dobičkonosnosti sredstev izračunavam v poenostavljeni obliki kot razmerje med tekočim poslovnim rezultatom podjetja in tekočo vrednostjo sredstev podjetja. Tabela 5 prikazuje vrednost sredstev in vsoto poslovnih izidov podjetij v predelovalnem sektorju v obdobju 2007-2010 ter na tej osnovi izračunano povprečno dobičkonosnost.

Tabela 5: Vrednost sredstev, dobička in dobičkonosnost sredstev v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010

	Leto			
	2007	**2008**	**2009**	**2010**
Sredstva skupaj (v milijon EUR)	17.518,50	18.920,60	22.001,70	22.311,50
Dobiček skupaj (v milijon EUR)	693,80	503,00	313,50	338,10
ROA	0,0396	0,0266	0,0142	0,0152

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Iz Tabele 5 je razvidno, da je vrednost sredstev slovenskih predelovalnih podjetij v preučevanem obdobju naraščala in se je v omenjenem obdobju povečala za 19,1 %. Na drugi strani pa se je vrednost dobička v predelovalnem sektorju v preučevanem obdobju zmanjšala s 693,8 milijona evrov v letu 2007 na 338,1 milijona evrov v letu 2010, kar predstavlja 51,3% padec. Glede na to, da se je celoten dobiček podjetij v predelovalnem sektorju zmanjšal za več, kot so se povečala sredstva, je razumljiv tudi padec dobičkonosnosti sredstev v obdobju 2007-2010, ki se je z 0,0396 v letu 2007 zmanjšala na 0,0152 v letu 2010, kar predstavlja 61,7% padec dobičkonosnosti.

Podobno kot pri prvem elementu indeksa finančnih omejitev, to je pri velikosti podjetij, tudi v tem primeru v Tabeli 6 predstavljam meje kvintilnih razredov z vidika vrednosti dobičkonosnosti predelovalnih podjetij. Vrednosti so zaokrožene na štiri decimalna mesta.

Tabela 6: Meje kvintilnih razredov z vidika dobičkonosnosti sredstev v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010

	Leto			
	2007	**2008**	**2009**	**2010**
20. centil	0,0000	0,0000	-0,0332	-0,0237
40. centil	0,0086	0,0058	0,0009	0,0015
60. centil	0,0319	0,0257	0,0129	0,0147
80. centil	0,0790	0,0742	0,0469	0,0534

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

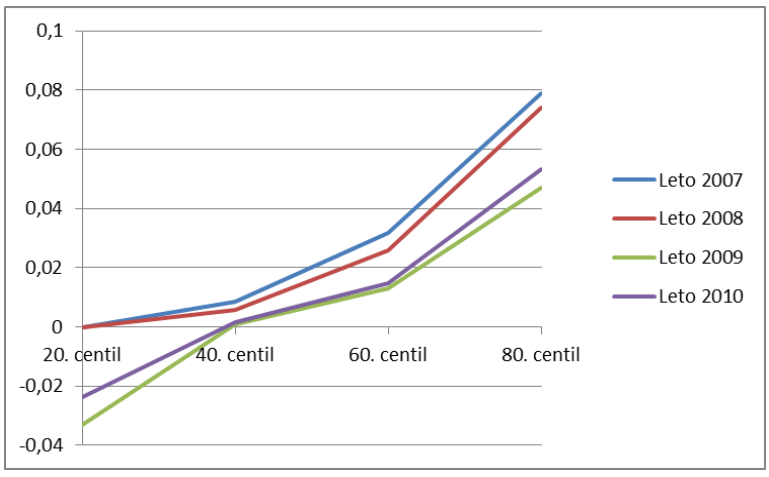
Iz Tabele 6 je mogoče razbrati, da je imelo v letu 2007 dvajset odstotkov najmanj uspešnih podjetij v predelovalni dejavnosti donosnost sredstev manjšo ali enako 0. Pri štiridesetem centilu je ta vednost 0,0086. To pove, da je imelo štirideset odstotkov podjetij v predelovalnem sektorju donosnost sredstev manjšo od 0,0086. Vrednost šestdesetega centila je 0,0319 medtem ko je imelo dvajset odstotkov najboljših podjetij donosnost sredstev večjo od 0,079.

Takoj v naslednjem letu je opazna prisotnost gospodarske krize. V naslednjem letu so se donosnosti sredstev v vseh kvintilnih razredov zmanjšale. Tako je imelo štirideset odstotkov najslabših podjetij donosnost sredstev manjšo od 0,0058. Tudi meja petega kvintilnega razreda se je nekoliko zmanjšala. Tako je dvajset odstotkov najbolj uspešnih podjetij imelo donosnost sredstev večjo od 0,0742.

Do še večjega upada dobičkonosnosti je prišlo leta 2009, ko se je gospodarska kriza še stopnjevala. Iz rezultatov lahko ugotovimo drastičen upad donosnosti sredstev. Tako je imelo v letu 2009 dvajset odstotkov najmanj uspešnih podjetij donosnost sredstev nižjo od -0,0339, medtem ko se je donosnost sredstev močno zmanjšala tudi pri najboljših podjetjih. Rezultati kažejo, da je imelo dvajset odstotkov najboljših podjetij donosnost sredstev večjo od 0,0469.

V letu 2010 so se razmere v primerjavi z letom 2009 nekoliko izboljšale. Kljub temu so bile donosnosti sredstev še vedno precej nižje kot v letu 2007. Iz rezultatov lahko ugotovimo, da je dvajset odstotkov najslabših podjetij v letu 2010 imelo donosnost sredstev manjšo od -0,0237, medtem ko je imelo dvajset odstotkov najboljših podjetij v predelovalni panogi donosnost večjo od 0,0534. Rezultate izračuna mej kvintilnih razredov prikazuje Slika 4.

Slika 4: Dobičkonosnost sredstev v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 po kvintilnih razredih



Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Slika 4 prikazuje na abscisni osi posamezna leta, na ordinatni osi pa dobičkonosnost sredstev v odstotkih. Krivulje prikazujejo, kako so se spreminjale meje kvintilnih razredov v letih analize. Oblika krivulj je po vseh kvintilnih razredih podobna, povsod je prisoten upad dobičkonosnosti sredstev po letih, pri čemer leto 2009 predstavlja najnižjo dobičkonosnost sredstev predelovalnih podjetij v Sloveniji. Iz slike je tudi razvidno, da je variiranje dobičkonosnosti sredstev na meji štiridesetega in šestdesetega centila precej manjše, kot je variiranje na meji dvajsetega in osemdesetega centila.

Meje kvintilnih razredov so osnova za oblikovanje nove spremenljivke R_dobičkonosnost, ki je drugi sestavni element indeksa finančnih omejitev podjetij, ki pri posameznem podjetju zajema oceno, tj. vrednost od ena do pet glede na uvrstitev podjetja v določen kvintilni razred dobičkonosnosti sredstev. Pri tem ena prikazuje podjetja z najnižjo dobičkonosnostjo sredstev, pet pa podjetja z največjo.

3.2.3 Kratkoročni koeficient likvidnosti

Sredstva so likvidna, kadar se z njimi trguje na aktivnem trgu in so lahko hitro zamenjana za denar. Podjetja se srečujejo z vprašajem sposobnosti pri poravnavi svojih obveznosti. Izpeljava popolne likvidnostne teorije, ki temelji na uporabi denarnega proračuna, je komplicirana, zato se v praksi uporablja hitrejša in tudi preprostejša metoda merjenja likvidnosti, in sicer z uporabo koeficienta likvidnosti (Brigham & Ehrhardt, 2005, str 444).

Koeficient kratkoročne likvidnosti nam pokaže, ali bi podjetje lahko pokrilo vse svoje trenutne kratkoročne obveznosti s kratkoročnimi sredstvi, ki jih ima. Po slovenskih računovodskih standardih (2006) ločimo tri kazalnike likvidnosti. Ti so kratkoročni, pospešeni in hitri. Priporočene vrednosti kratkoročnega koeficienta likvidnosti so 2, pospešenega koeficienta likvidnosti 1, medtem ko ima hitri koeficient likvidnosti priporočeno vrednost 0.5. Meje priporočenih vrednosti kazalnikov likvidnosti so precej visoke (Slovenski računovodski standard, 2006).

Če podjetje težko dostopa do finančnih sredstev, bo počasneje plačevalo svoje obveznosti. Sredstva si bo začelo izposojati pri bankah, kar bo povzročilo povečanje sedanjih obveznosti. Če sedanje obveznosti naraščajo hitreje kot sedanja sredstva, se bo koeficient likvidnosti začel zmanjševati. Koeficient sedanje likvidnosti je najboljši individualni indikator možnosti pokrivanja zahtev kratkoročnih kreditodajalcev s sedanjimi sredstvi, za katere se pričakuje, da bodo hitro in enostavno spremenjena v denar (Brigham & Ehrhardt, 2005, str. 444).

Za izračun likvidnosti podjetja kot tretjega elementa indeksa finančnih omejitev uporabljam kratkoročni koeficient likvidnosti, ki je količnik med vrednostjo kratkoročnih sredstev in vrednostjo kratkoročnih obveznosti podjetja (Slovenski računovodski standard, 2006, str. 176).

$$Koeficient\ kratkoročne\ likvidnosti = \frac{kratkoročna\ sredstva}{kratkoročne\ obveznosti} \quad (3)$$

Tabela 7 prikazuje vrednosti kratkoročnih sredstev, vrednosti kratkoročnih obveznosti in kratkoročni koeficient likvidnosti v preučevanem obdobju 2007-2010.

Tabela 7: Vrednosti kratkoročnega koeficienta likvidnosti v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010

	Leto			
	2007	**2008**	**2009**	**2010**
Kratkoročna sredstva (v milijon EUR)	7.844,70	8.407,80	9.406,60	10.139,40
Kratkoročne obveznosti (v milijon EUR)	6.331,30	7.233,70	7.844,70	8.286,70
Kratkoročni koeficient likvidnosti	1,2390	1,1623	1,1991	1,2236

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Vrednost kratkoročnih sredstev slovenskih predelovalnih podjetij se je v obdobju 2007-2010 stalno povečevala. V preučevanem obdobju se je povečala za 29,3 odstotka. Prav tako je iz Tabele 7 razviden porast vrednosti kratkoročnih obveznosti v preučevanem obdobju, ki znaša 30,9 odstotka. Vrednost kratkoročnega koeficienta likvidnosti je v preučevanem obdobju nihala, saj je v letu 2008 upadla glede na predhodno leto, potem pa zopet naraščala. V letu 2010 je vrednost koeficienta kratkoročne likvidnosti narasla na 1,22, kar pa je še vedno nižje od likvidnosti v letu 2007. Tabela 8 prikazuje vrednosti kratkoročnih koeficientov likvidnosti po mejah kvintilnih razredov.

Tabela 8: Meje kvintilnih razredov z vidika kratkoročnih koeficientov likvidnosti v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010

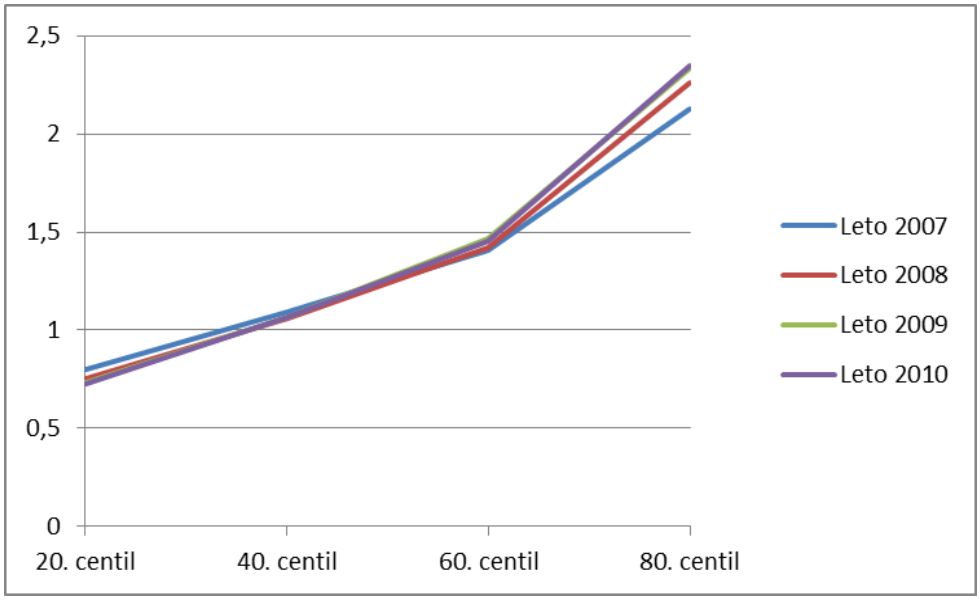
	Leto			
	2007	**2008**	**2009**	**2010**
20. centil	0,8010	0,7518	0,7339	0,7248
40. centil	1,0924	1,0568	1,0686	1,0682
60. centil	1,4074	1,4231	1,4660	1,4555
80. centil	2,1239	2,2610	2,3309	2,3464

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Iz Tabele 8 je razvidno, da je imelo v letu 2007 dvajset odstotkov najmanj likvidnih podjetij kratkoročni koeficient likvidnosti manjši od 0,8, kar torej pomeni, da so ta podjetja imela več kratkoročnih obveznosti v primerjavi z vrednostjo kratkoročnih sredstev. Na drugi strani pa vidimo, da je imelo dvajset odstotkov najbolj likvidnih slovenskih predelovalnih podjetij kratkoročni koeficient likvidnosti večji od 2,1239. Glede na vrednosti kratkoročnega koeficienta likvidnosti na mejah kvintilnih razredov lahko torej ugotovimo, da je kratkoročna likvidnost v celotnem obdobju proučevanja presegla priporočeno vrednost v manj kot štiridesetih, a več kot dvajsetih odstotkih predelovalnih podjetij.

V preučevanem obdobju se je kratkoročni koeficient likvidnosti spremenil različno po različnih razredih. Tako se je likvidnost v najmanj likvidnih podjetjih, to je podjetjih iz prvega in drugega kvintilnega razreda, v proučevanem obdobju slabšala, medtem ko so najbolj likvidna podjetja v tem obdobju svojo likvidnost še izboljšala. Primerjavo likvidnosti predelovalnih podjetij v Sloveniji v obdobju 2007-2010 prikazuje Slika 5, na podlagi katere lahko ugotovimo, da je bila pozitivna dinamika z vidika likvidnosti prisotna predvsem v razredu najbolj likvidnih podjetij, v ostalih razredih pa se likvidnost v proučevanem obdobju ni bistveno spreminjala.

Slika 5: Gibanje koeficienta kratkoročne likvidnosti sredstev v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 po kvintilnih razredih



Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Na podlagi ugotovljenih mej kvintilnih razredov lahko oblikujemo novo spremenljivko R_ likvidnost, ki je tretji sestavni element indeksa finančnih omejitev podjetij in pri posameznem podjetju zajema oceno, tj. vrednost od ena do pet glede na uvrstitev podjetja v določen kvintilni razred višine koeficienta kratkoročne likvidnosti. Pri tem ena prikazuje

podjetja z najnižjim koeficientom kratkoročne likvidnosti, pet pa podjetja z največjim koeficientom.

3.2.4 Solventnost

Podjetje mora v skladu z Zakonom o finančnem poslovanju podjetij ZFPP (Uradni list RS, št. 54/1999) poslovati tako, da je v vsakem trenutku sposobno pravočasno izpolnjevati zapadle obveznosti ter da je trajno sposobno izpolniti vse svoje obveznosti.

Po Slovenskih računovodskih standardih (2006, str. 176) se solventnost podjetja računa na dva načina. Prvi način izračuna solventnosti podjetja je izračun koeficienta kapitalske pokritosti osnovnih sredstev, ki je izračunana kot razmerje med kapitalom in osnovnimi sredstvi po knjigovodski vrednosti (Slovenski računovodski standardi, 2006, str 176).

$$\textit{Koeficient kapitalske pokritosti osnovnih sredstev} = \frac{\textit{kapital}}{\textit{osnovna sredstva}} \qquad (4)$$

Drugi način izračuna solventnosti podjetja pa je izračun dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev, računane kot razmerje med dolgoročnimi viri in dolgoročnimi sredstvi (Slovenski računovodski standardi, 2006, str 176). Pri tem so dolgoročni viri sestavljeni iz vsote kapitala, dolgoročnih dolgov ter rezervacij in dolgoročnih pasivnih časovnih razmejitev.

$$\textit{Koeficient dolgoročne pokritosti dolgoročnih sredstev} = \frac{\textit{dolgoročni viri}}{\textit{dolgoročna sredstva}} \qquad (5)$$

Musso in Schiavo (2008, str. 141) solventnost podjetja opredelita kot razmerje med lastnimi viri in celotnimi obveznostmi. Pri tem je solventnost podjetja merjena kot sposobnost podjetja za poravnavo dolgoročnih finančnih obveznosti. Ker pri izračunu indeksa finančnih omejitev metodološko sledim njunim opredelitvam, solventnost podjetja izračunavam na ta način, torej kot razmerje med lastnimi viri in obveznostmi do virov sredstev (Musso & Schiavo, 2008, str. 141).

$$\textit{Solventnost} = \frac{\textit{lastni viri}}{\textit{obveznosti do virov sredstev}} \qquad (6)$$

Med lastne vire podjetja štejem vrednost celotnega kapitala in rezervacij podjetja. Celotni kapital podjetja je njegova obveznost do lastnikov, ki zapade v plačilo, če podjetje preneha delovati, pri čemer se velikost kapitala popravi glede na tedaj dosegljivo ceno čistega premoženja. Opredeljen je z zneski, ki so jih vložili lastniki, ter z zneski, ki so se pojavili

pri poslovanju in pripadajo lastnikom. Zmanjšujejo ga izguba pri poslovanju, odkupljene lastne delnice in lastni poslovni deleži ter dvigi (Slovenski računovodski standardi, 2006, str. 51).
Rezervacije se oblikujejo za sedanje obveze, ki izhajajo iz obvezujočih preteklih dogodkov in se bodo po predvidevanjih poravnale v obdobju, ki ni z gotovostjo določeno, ter katerih velikost je mogoče zanesljivo oceniti. Obravnavati jih je mogoče kot dolgove v širšem pomenu, ker se razlikujejo od kapitala kot obveznosti do dobaviteljev. Med dolgoročnimi pasivnimi časovnimi razmejitvami se izkazujejo odloženi prihodki, ki bodo v obdobju, daljšem od leta dni, pokrili predvidene odhodke. Med dolgoročno odložene prihodke se uvrščajo tudi državne podpore in donacije, prejete za pridobitev osnovni sredstev oziroma za pokrivanje določenih stroškov. Namenjene so za pokrivanje stroškov amortizacije teh sredstev oziroma določenih stroškov in se porabljajo s prenašanjem med poslovne prihodke (Slovenski računovodski standardi, 2006, str. 62).
Obveznosti do virov sredstev so sestavljene iz kapitala, rezervacij in dolgoročnih pasivnih časovnih razmejitev, dolgoročnih obveznosti, kratkoročnih obveznosti in kratkoročnih pasivnih časovnih razmejitev.

Tabela 9 prikazuje vrednosti tako opredeljenih lastnih virov, vrednosti obveznosti do virov sredstev in povprečno solventnost podjetij v slovenskem predelovalnem sektorju v obdobju 2007-2010.

Tabela 9: Solventnost v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010

	Leto			
	2007	**2008**	**2009**	**2010**
Kapital (v milijon EUR)	7.829,60	8.036,80	9.619,20	9.534,00
Rezervacije in dolgoročne PČR (v milijon EUR)	709,80	722,60	776,70	751,10
Lastni viri (v milijon EUR)	8.539,40	8.759,40	10.395,90	10.285,10
Obveznosti do virov sredstev(v milijon EUR)	17.518,50	18.920,60	22.001,70	22.311,50
Solventnost	0,4875	0,4630	0,4725	0,4610

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

V preučevanem obdobju so se lastni viri predelovalnih podjetij povečevali zaradi povečevanja vrednosti kapitala ter rezervacij in dolgoročnih pasivnih časovnih razmejitev. V celotnem obdobju je tako vrednost lastnih virov narasla za 16,97 %. Na drugi strani so se tudi povečevale obveznosti do virov sredstev, v celotnem obdobju za 21,48 %.

Tabela 10 prikazuje meje kvintilnih razredov glede na solventnost predelovalnih podjetij.

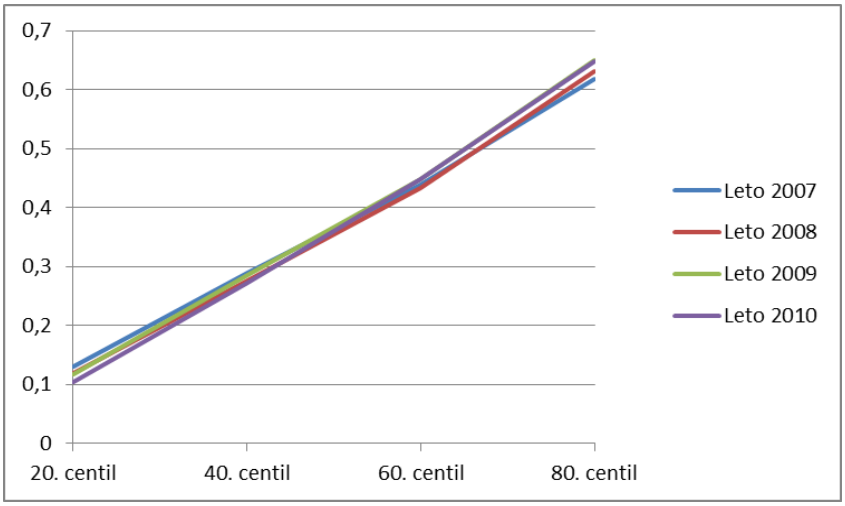
Tabela 10: Meje kvintilnih razredov z vidika solventnosti podjetij v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010

	Leto			
	2007	**2008**	**2009**	**2010**
20. centil	0,1311	0,1196	0,1175	0,1038
40. centil	0,2887	0,2765	0,2854	0,2716
60. centil	0,4393	0,4332	0,4488	0,4480
80. centil	0,6175	0,6309	0,6489	0,6471

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Vidimo, da se je solventnost v predelovalnem sektorju različno spreminjala. Tabela 10 kaže, da je imelo dvajset odstotkov podjetij solventnost manjšo od 0,1311, medtem ko je imelo dvajset odstotkov podjetij solventnost večjo od 0,6175. V tem obdobju je solventnost malo variirala. Dvajseti in štirideseti centil sta se zmanjševala, medtem ko sta se šestdeseti in osemdeseti centil nekoliko povečala. To pomeni, da je pri najmanj solventnih podjetjih (prvi kvintil) solventnost padala, pri tistih podjetjih, ki spadajo v srednje kvintile se ni bistveno spreminjala, medtem ko se je pri najbolj solventnih podjetjih solventnost še povečevala. To je posledica predvsem manjšega obsega lastnih, torej manjših vrednosti kapitala pri slabše likvidnih podjetjih. Ravno obratno je pri solventnih podjetjih, ki imajo večje vrednosti kapitala in s tem lastnih virov financiranja. Variiranje v solventnosti prikazuje Slika 6.

Slika 6: Solventnost v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010



Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Vidno je zelo majhno variiranje rezultatov. Največje variiranje je prisotno v dvajsetem in osemdesetem centilu. Prvi prikazuje največji padec solventnosti v preučevanem obdobju, drugi pa največje povečanje solventnosti v predelovalnem sektorju v preučevanem obdobju.

Glede na tako opredeljene meje kvintilnih razredov sem generiral novo spremenljivko R_ solventnost, ki je četrti sestavni element indeksa finančnih omejitev podjetij, ki pri posameznem podjetju zajema oceno, tj. vrednost od ena do pet glede na uvrstitev podjetja v določen kvintilni razred solventnosti. Pri tem ena prikazuje podjetja z najnižjo solventnostjo, pet pa podjetja z največjo.

3.2.5 Obveznosti do dobaviteljev

Peti element indeksa finančnih omejitev predstavlja razmerje med obveznostmi do dobaviteljev in vrednostjo celotnih sredstev podjetja (Musso & Schiavo, 2008, str, 141).

Spreminjanje razmerja je posledica različne dinamike vrednosti sredstev podjetja in njegovih obveznosti do dobaviteljev. Med obveznosti do dobaviteljev upoštevamo kratkoročne in dolgoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev, ki jih delimo s celotnimi sredstvi podjetja (Musso & Schiavo, 2008, str. 141).

$$Delež = \frac{kratkoročne\ posl.\ obveznosti\ do\ dobaviteljev + dolgoročne\ posl.\ obveznosti\ do\ dobaviteljev}{celotna\ sredstva} \qquad (7)$$

Tabela 11 prikazuje vrednosti kratkoročnih in dolgoročnih obveznosti do dobaviteljev, vrednost sredstev ter njuno razmerje v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010.

Tabela 11: Vrednosti obveznosti do dobaviteljev v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010

	Leto			
	2007	**2008**	**2009**	**2010**
Kratkoročne obveznosti do dobaviteljev (v milijon EUR)	2.614,40	2.500,70	2.691,60	3.031,80
Dolgoročne obveznosti do dobaviteljev (v milijon EUR)	30,00	37,80	33,40	26,70
Poslovne obveznosti do dobaviteljev (v milijon EUR)	2.644,40	2.539,00	2.725,00	3.058,00
Sredstva skupaj (v milijon EUR)	17.518,50	18.920,60	22.001,70	22.311,50
Delež obveznosti do dobaviteljev	0,1509	0,1342	0,1239	0,1371

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Iz Tabele 11 vidimo, da se je v preučevanem obdobju vrednost obveznosti do dobaviteljev v predelovalnem sektorju povečala, v celotnem obdobju za 15,7 odstotka. To povečanje je predvsem posledica povečanja vrednosti kratkoročnih obveznosti do dobaviteljev za 16 odstotkov, medtem ko se je vrednost dolgoročnih obveznosti do dobaviteljev v tem obdobju zmanjšala za 11 odstotkov. Vrednost sredstev slovenskih predelovalnih podjetij se je v tem obdobju povečala za 19,1 odstotka.

Delež obveznosti do dobaviteljev v celotnih sredstvih v sektorju se je v preučevanem obdobju najprej zmanjševal do leta 2009, nato pa je v letu 2010 ponovno porastel. Možen razlog tega spreminjanja je v poskušanju financiranja podjetij preko neporavnavanja svojih obveznosti do dobaviteljev.

Na osnovi deleža obveznosti do dobaviteljev v sredstvih podjetij sem na podlagi rangiranja podjetij izračunal meje kvintilnih razredov, ki so prikazane v Tabeli 12.

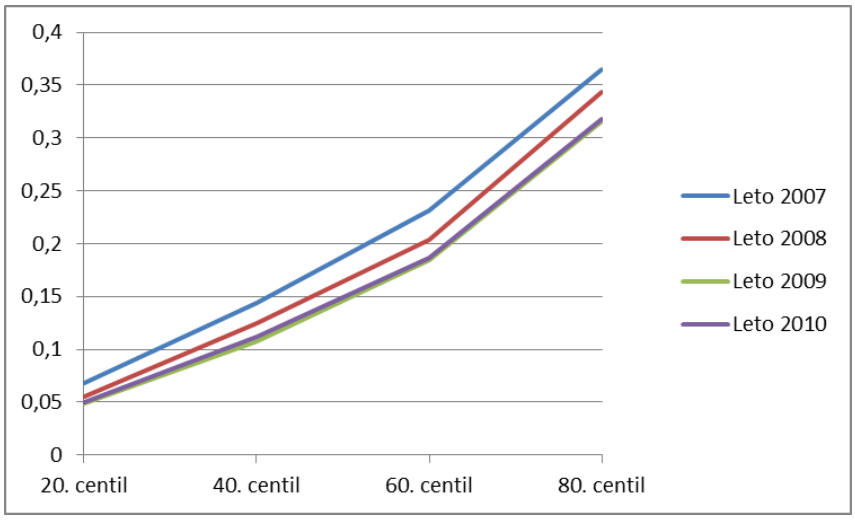
Tabela 12: Meje kvintilnih razredov z vidika deležev obveznosti do dobaviteljev v celotnih sredstvih podjetij v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010

	Leto			
	2007	**2008**	**2009**	**2010**
20. centil	0,0679	0,0548	0,0484	0,0497
40. centil	0,1435	0,1248	0,1077	0,1116
60. centil	0,2311	0,2041	0,1846	0,1870
80. centil	0,3653	0,3436	0,3153	0,3179

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Iz Tabele 12 je razvidno, da je delež obveznosti do dobaviteljev v celotnih sredstvih v vseh kvintilnih razredih v predelovalnem sektorju v obdobju 2007-2009 upadal, medtem ko je bil leta 2010 prisoten rahel enakomeren porast tega deleža v vseh kvintilnih razredih. Dinamiko mejnih vrednosti tega razmerja po kvintilnih razredih prikazuje slika 7.

Slika 7: Deleži obveznosti do dobaviteljev v celotnih sredstvih v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010



Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Na podlagi mej kvintilnih razredov porazdelitve obveznosti do dobaviteljev generiramo novo spremenljivko R_obveznosti, ki je peti sestavni element indeksa finančnih omejitev podjetij, ki pri posameznem podjetju zajema oceno, tj. vrednost od ena do pet glede na uvrstitev podjetja v določen kvintilni razred deleža obveznosti do dobaviteljev v celotnih sredstvih. Pri tem ena prikazuje podjetja z najvišjim deležem, pet pa podjetja z najnižjim.

3.2.6 Denarni tok

Prosti denarni tok je količina denarja, ki je razpoložljiv delničarjem in lastnikom obveznic podjetja po opravljenih nakupih in prodajah proizvodov in storitev, po poplačilu stroškov poslovanja in opravljenih kratkoročnih in dolgoročnih investicijah (Schweser, 2008). V literaturi lahko najdemo zelo različne definicije denarnega toka. Brigham & Ehrhardt (2005) pokažeta enačbo prostega denarnega toka kot:.

$$FCF = NOP + DEP - GFE - \Delta NOWK \qquad (8)$$

Po tej enačbi je prosti denarni tok (FCF) vsota čistega dobička (NOP) in amortizacije (DEP), zmanjšano za bruto porabo fiksnih sredstev (GFE) in spremembo obratnega kapitala (ΔNOWK).

Bergant (2004, str. 146) pri preučevanju denarnega toka, predstavi enačbo denarnega toka iz poslovanja (Operating cash flow - CFO). Enačba 9 prikazuje determinante izračuna denarnega toka podjetja.

$$CFO = ČD + Am - \Delta Z + \Delta PO \qquad (9)$$

Po tej enačbi je denarni tok iz poslovanja (CFO) vsota čistega dobička (ČD) in amortizacije (Am), odštejemo spremembo poslovnih terjatev in zalog (ΔZ) ter prištejemo spremembo obveznosti (ΔPO).

Zaradi poenostavitve in omejene časovne vrste podatkov, kar predstavlja oviro pri ugotavljanju sprememb vrednosti posameznih računovodskih kategorij, za izračun denarnega toka uporabljam manj natančno oceno, po kateri bo denarni tok vsota čistega dobička in amortizacije.

$$FCF = dobiček - izguba + amortizacija \qquad (10)$$

Tabela 13 prikazuje vrednost celotnega dobička, vrednost amortizacije in denarni tok v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010.

Tabela 13: Denarni tok v predelovalnem sektorju v obdobju 2007 – 2010

	Leto			
	2007	**2008**	**2009**	**2010**
Dobiček po davkih (v milijon EUR)	693,80	503,00	313,50	338,10
Amortizacija (v milijon EUR)	817,60	878,90	1.087,10	1.057,00
Denarni tok (v EUR)	1.511,40	1.381,90	1.400,60	1.395,10

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Iz Tabele 13 je razvidno, da je v preučevanem obdobju vrednost denarnega toka, ustvarjenega v predelovalnem sektorju, upadala. Največji padec je vrednost denarnega toka dosegla v letu 2008, ko je denarni tok padel iz 1.511 milijona EUR na 1.382 milijona EUR. To potrjuje, da je slabo gospodarsko stanje zaradi stopnjevanja gospodarske krize negativno vplivalo na denarni tok podjetij. K temu so najbolj pripomogli nižji dobički oziroma večje izgube podjetij. V preučevanem obdobju se je celoten dobiček znižal z 693,8 milijona EUR na 338,1 milijona EUR v letu 2010. To pomeni, da se je v treh letih dobiček znižal za 51,3 odstotka. V tem obdobju pa se je nekoliko povečala amortizacija, ki se je z 817,6 milijona EUR v letu 2007 dvignila na 1057 milijona EUR v letu 2010.

Tabela 14 prikazuje spreminjanje kvintilnih razredov podjetij glede na denarni tok v preučevanem obdobju.

Tabela 14: Meje kvintilnih razredov z vidika višine denarnega toka v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007 – 2010

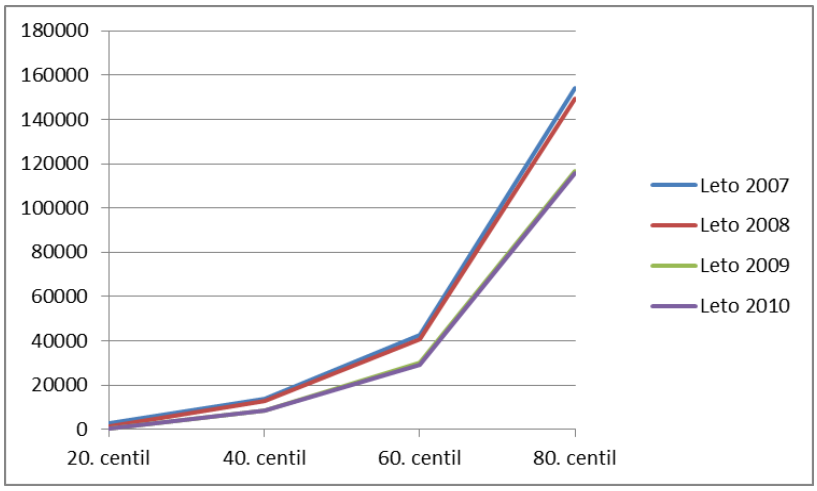
	Leto			
	2007	**2008**	**2009**	**2010**
20. centil	2.808,40	1.522,60	162,00	233,20
40. centil	13.787,00	12.900,00	8.426,20	8.414,80
60. centil	42.503,00	40.534,20	29.941,60	29.394,40
80. centil	153.941,20	149.475,00	116.552,80	115.637,80

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Iz Tabele 14 vidimo, da se je vrednost denarnega toka v omenjenem obdobju nižala. Tako je v letu 2007 dvajset odstotkov podjetij, ki so ustvarila najnižji denarni tok, imelo le-tega nižjega od 2808,4 EUR, medtem ko je imelo dvajset odstotkov podjetij, ki so ustvarila

najvišji denarni tok, imelo le-tega večjega od 153941,2 EUR. V letu 2010 je imelo dvajset odstotkov podjetij, ki so ustvarila najnižji denarni tok, le-tega nižjega od 233,2 EUR, medtem ko je imelo dvajset odstotkov podjetij, ki so ustvarila najvišji denarni tok, imelo le-tega večjega od 115637,8 EUR. Gibanje kvintilnih razredov v preučevanem obdobju prikazuje Slika 8.

Slika 8: Višina denarnega toka v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 glede na kvintilne razrede



Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Na podlagi ugotovljenih mej kvintilnih razredov, je bila generirana spremenljivka R_tok, ki je šesti sestavni element indeksa finančnih omejitev podjetij, ki pri posameznem podjetju zajema oceno, tj. vrednost od ena do pet glede na uvrstitev podjetja v določen kvintilni razred višine denarnega toka. Pri tem ena prikazuje podjetja z najnižjim denarnim tokom, pet pa podjetja z najvišjim.

3.2.7 Zmožnost povračila

Musso in Schiavo (2008) uporabljata zmožnost povračila kot sedmi element izračuna indeksa finančnih omejitev, kazalnik pa definirata kot razmerje med vrednostjo finančnega dolga podjetja in njegovim denarnim tokom (Musso & Schiavo, 2008, str. 141). Vsebinsko kazalnik torej kaže, kolikšen del denarnega toka se uporabi za poplačilo finančnega dolga.

$$Zmožnost\ povračila = \frac{finančne\ obveznosti}{denarni\ tok} \qquad (11)$$

Pri izračunu zgoraj predstavljenega kazalnika upoštevam, da so finančne obveznosti vsota kratkoročnih finančnih obveznosti in dolgoročnih finančnih obveznosti. Denarni tok je

opredeljen tako kot v prejšnjem poglavju. Tabela 15 prikazuje finančne obveznosti, denarni tok in zmožnost povračila podjetij v predelovalnem sektorju.

Tabela 15: Vednosti finančnih obveznosti, denarnega toka in deleži možnosti povračila v predelovanem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010

	Leto			
	2007	**2008**	**2009**	**2010**
Kratkoročne finančne obveznosti (v milijon EUR)	2.517,60	3.513,10	3.730,90	3.635,80
Dolgoročne finančne obveznosti (v milijon EUR)	2.184,70	2.517,20	3.307,10	3.345,60
Finančne obveznosti skupaj (v milijon EUR)	4.702,40	6.030,30	7.038,00	6.981,50
Denarni tok (v EUR)	1.511,40	1.381,90	1.400,60	1.395,10
Zmožnosti povračila	3,1113	4,3638	5,0250	5,0043

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Vrednost finančnih obveznosti se je v slovenskem predelovalnem sektorju v obdobju 2007-2009 povečevala in se povečala skupaj za 32,5 odstotka. Povečanje celotnih finančnih obveznosti je posledica povečanja tako kratkoročnih finančnih obveznosti, kot tudi dolgoročnih. V preučevanem obdobju so se kratkoročne obveznosti povečale za 44,4 odstotka, dolgoročne obveznosti pa za 52,1 odstotka. Izjema je leto 2010, ko je prišlo do rahlega upada v vrednosti finančnih obveznosti predelovalnih podjetij, in sicer za 0,81 odstotka oziroma 56,5 milijona EUR. Denarni tok se je, v nasprotju s finančnimi obveznostmi, v preučevanem obdobju znižal s 1511,4 milijona EUR v letu 2007 na 1395,1 milijona EUR v letu 2010, kar predstavlja 7,7 odstotni padec.

Kazalnik, ki kaže inverzno vrednost zmožnosti povračila, je leta 2007 znašal 3,11, kar pomeni, da so imela podjetja v predelovalnem sektorju v obdobju 2007-2010 3,11-krat več finančnih obveznosti, kot so ustvarila denarnega toka. Ta delež se je stalno povečeval in je v letu 2010 znašal 5. Hitro povečanje kazalnika je posledica rasti finančnih obveznosti podjetij na eni strani in padanja vrednosti denarnega toka na drugi strani. Tabela 16 prikazuje meje kvintilnih razredov glede na vrednost kazalnika, ki kaže inverzno vrednost zmožnosti povračila.

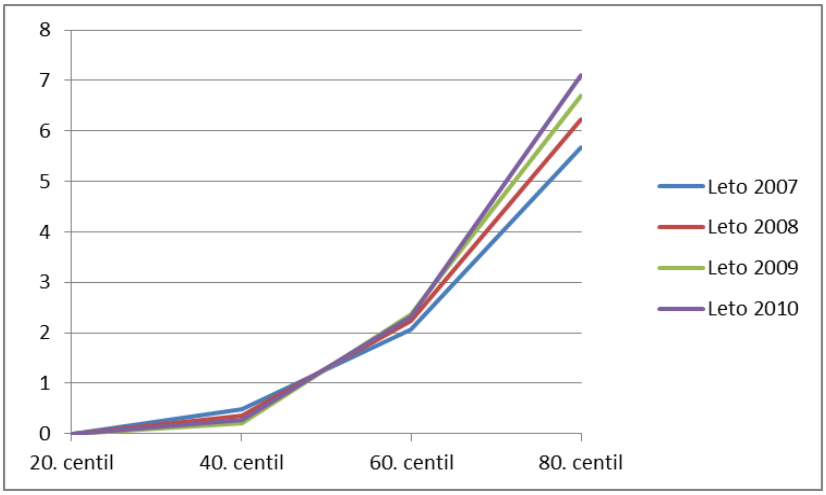
Tabela 16: Meje kvintilnih razredov glede na zmožnosti povračila v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010

	Leto			
	2007	**2008**	**2009**	**2010**
20. centil	0	0	0	0
40. centil	0,4889	0,3547	0,2013	0,2630
60. centil	2,0707	2,2367	2,3681	2,3129
80. centil	5,6818	6,2387	6,7042	7,1145

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

V Tabeli 16 vidimo, da se je vrednost kazalnika, ki kaže inverzno vrednost zmožnosti povračila, v zadnjih dveh kvintilih v proučevanem obdobju precej povečala. Štirideseti centil pa se je nekoliko znižal. To pomeni, da so najbolj zadolžena podjetja postajala vedno bolj zadolžena. Gibanje kvintilnih razredov prikazuje Slika 9, na kateri vidimo majhno variiranje v podatkih. Največje variiranje je prisotno pri petem kvintilnem razredu.

Slika 9: Zmožnosti povračila dolgov v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010 glede na kvintilne razrede



Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Na podlagi ugotovljenih mej kvintilnih razredov zmožnosti povračila, ustvarimo novo spremenljivko R_povračilo, ki je zadnji sestavni element indeksa finančnih omejitev podjetij, ki pri posameznem podjetju zajema oceno, tj. vrednost od ena do pet glede na uvrstitev podjetja v določen kvintilni razred zmožnosti povračila. Pri tem ena prikazuje podjetja z najvišjo zmožnostjo povračila, pet pa podjetja z najnižjo.

3.3 Izračun indeksa finančnih omejitev

Analiza iz poglavja 2.1. je pokazala naslednje značilnosti slovenskih predelovalnih podjetij v preučevanem obdobju 2007-2010:

1. Povečevalo se je število podjetij, ki so delovala v omenjenem sektorju, povprečno število zaposlenih pa se je skozi obdobje zmanjševalo.
2. Dobičkonosnost sredstev podjetij v sektorju je v omenjenem obdobju padala.
3. Likvidnost in solventnost podjetij sta se v povprečju v analiziranem obdobju le malenkost zmanjšali. Pri tem je potrebno poudariti, da sta se v tem obdobju likvidnost in solventnost slabih podjetij nižali, pri boljših podjetjih pa povečevali.
4. Delež obveznosti do dobaviteljev v celotnih sredstvih je med letoma 2007 in 2010 v povprečju rahlo upadel.
5. Denarni tok je v povprečju upadel pri večini podjetij v predelovalnem sektorju.
6. Zaradi povečevanja finančnih obveznosti podjetij skozi analizirano obdobje se je delež finančnih obveznosti v denarnem toku podjetij v povprečju povečeval.

V nadaljevanju na podlagi v prejšnjem poglavju opredeljenih sedmih elementov za izračun finančnih omejitev po metodologiji, ki sta jo predlagala Musso & Schiavo (2008, str. 141), izračunavam indeks finančnih omejitev. Avtorja uporabljata dva načina izračuna indeksa finančnih omejitev. Prvi način je izračun z enostavno vsoto ocen za vsakega od sedmih elementov indeksa. Pri drugem načinu pa indeks temelji zgolj na tistih elementih, pri katerih je posamezno podjetje razvrščeno v peti kvintilni razred, torej dosega najboljšo oceno 5. Avtorja ugotavljata, da je korelacija med obema indeksoma zelo visoka, kar pomeni, da oba različna načina izračuna indeksa finančnih omejitev pripeljeta do zelo podobnih ugotovitev. Zaradi tega v tem magistrskem delu uporabljam zgolj prvi način izračuna indeksa finančnih omejitev.

Indeks finančnih omejitev je vsota ocen sedmih elementov. To so velikost podjetja, njegova likvidnost, solventnost, dobičkonosnost, delež obveznosti do dobaviteljev v celotnih sredstvih, denarni tok in zmožnost povračila dolgov. Glede na mesto v porazdelitvi je bila vsakemu podjetju za vsakega od sedmih elementov pripisana ocena od 1 do 5, tovrstni izračun pa je bil ponovljen za vsako leto posebej. Tako je za vsako analizirano podjetje za vsako leto posebej izračunan indeks finančnih omejitev kot vsota teh ocen, njegova velikost pa se giblje med 7 in 35.

4 DEJAVNIKI FINANČNIH OMEJITEV SLOVENSKIH PREDELOVALNIH PODJETIJ

V nadaljevanju predstavljam rezultate izračuna indeksa finančnih omejitev ter ugotavljam, ali posamezne značilnosti podjetij, kot so velikost podjetja, osnovna dejavnost podjetja ter regionalno okolje, statistično značilno vplivajo na višino finančnih omejitev podjetja. Za ugotavljanje vpliva omenjenih dejavnikov na indeks finančnih omejitev najprej predstavim rezultate izračuna finančnih omejitev, nato pa preverim statistično značilnost vpliva posameznega dejavnika na finančne omejitve podjetja s pomočjo analize variance (ang. Analysis of Variance, v nadaljevanju ANOVA).

Analiza variance je statistična metoda za testiranje enakosti povprečnih vrednosti med posameznimi skupinami (μ_{jt}), in sicer z razdelitvijo opazovane variance na različne dele (Christensen, 1996, str. 108). Najpogosteje uporabljena tehnika je razdelitev vsote kvadratov na posamezne dele glede na vpliv, ki ga ima v uporabljenem modelu. ANOVA predpostavlja, da je odvisna spremenljivka y_{ij} (indeks finančnih omejitev podjetja i v panogi j) merjena za n elementov (podjetij) naslednja:

$$y_{ij} = \mu + \alpha_j + \varepsilon, \quad j = 1, 2, ..., k, \quad i = 1, 2, ..., n_i, \qquad (12)$$

Pri tem sta α_j in ε_{ij} neodvisni slučajni spremenljivki s povprečjem nič, z varianco σ^2_α in σ^2_ε zaporedjem (Donner, 1986). Testiramo ničelne hipoteze:

$$H_0: \mu_{11} = \mu_{21} = ... \mu_{J1}; \ \mu_{12} = \mu_{22} = ... \mu_{J2}; ...; \mu_{1t} = \mu_{2t} = ... \mu_{JT} \qquad (13)$$
$$H_1: \text{vsi } \mu_{jt} \text{ niso enaki za dan } t$$

Na podlagi pregleda teoretične in empirične literature ter v prejšnjem poglavju predstavljenih izračunov indeksa finančnih omejitev pričakujem, da bo analiza potrdila naslednje:

1. Velikost podjetja statistično značilno vpliva na višino finančnih omejitev podjetja.
2. Finančne omejitve podjetij se statistično značilno razlikujejo po statističnih regijah.
3. Panožna razdelitev podjetij statistično značilno vpliva na višino finančnih omejitev podjetij.

4.1 Finančne omejitve podjetij in velikost podjetja

Da bi ugotovil, kakšna je velikost in variabilnosti indeksa finančnih omejitev po posameznih velikostnih razredih, v nadaljevanju predstavljam analizo finančnih omejitev različno velikih podjetij. Za ugotavljanje vpliva velikosti podjetja na višino indeksa finančnih omejitev podjetja delim v štiri velikostne skupine, in sicer mikro podjetja, mala

podjetja, srednje velika podjetja in velika podjetja v skladu z ZGD-1 (Uradni list RS. Št. 42/2006). Tabela 17 prikazuje izbrane opisne statistike indeksa finančnih omejitev po velikostnih skupinah slovenskih predelovalnih podjetij v obdobju 2007-2010.

Tabela 17: Indeks finančnih omejitev za slovenska predelovalna podjetja glede na njihovo velikost v obdobju 2007-2010

	Število opazovanj	**Povprečna vrednost indeksa FO**	**Indeks$_{skupina/povprečje}$**
Mikro podjetja	15.209,00	20,20	95,90
Mala podjetja	2.098,00	23,97	113,80
Srednje velika podjetja	978,00	25,16	119,50
Velika podjetja	783,00	24,94	118,40
Vsa podjetja	19.064,00	21,06	100,00

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Ugotavljam, da so povprečne vrednosti indeksa finančnih omejitev za večja podjetja večje kot za manjša podjetja. Najvišjo povprečno vrednost indeksa finančnih omejitev imajo srednje velika podjetja, in sicer 25,16, mala podjetja pa so v povprečju finančno bolj omejena kot velika. Zadnji stolpec prikazuje indeks, merjen z razmerjem med povprečno vrednostjo indeksa finančnih omejitev za posamezno velikostno skupino v primerjavi s povprečnim indeksom finančnih omejitev za vsa podjetja. Prikazan je v zadnji vrstici v tabeli in znaša 21,06. Iz rezultatov vidimo, da so imela samo mikro podjetja v povprečju indeks finančnih omejitev v preučevanem obdobju manjši od povprečnega indeksa finančnih omejitev. Finančne omejitve podjetij iz ostalih velikostnih skupin so bile podpovprečne, saj je bil njihov indeks skozi preučevano obdobje višji od povprečja.

V Tabeli 18 prikazujem spreminjanje indeksa finančnih omejitev v začetnem in končnem letu preučevanega obdobja ter spremembo indeksa finančnih omejitev v omenjenem obdobju. Rezultati prikazujejo podatke po velikostnih skupinah podjetij ter skupne podatke za vsa podjetja v posameznem letu.

Tabela 18: Primerjava velikosti povprečnega indeksa finančnih omejitev po velikostih podjetij med letom 2007 in letom 2010

	Indeks finančnih omejitev		
	2007	**2010**	**Sprememba**
Mikro podjetja	20,16	20,27	0,11
Mala podjetja	23,87	24,10	0,23
Srednje velika podjetja	25,71	24,73	- 0,98
Velika podjetja	25,64	24,50	- 1,14
Vsa podjetja	21,13	21,06	- 0,07

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Iz Tabele 18 lahko razberemo, da imajo podpovprečni indeks finančnih omejitev samo mikro podjetja. Razlog za to je dejstvo, da so ravno ta podjetja finančno najbolj omejena, poleg tega ta velikostna skupina predstavlja velik delež vseh podjetij v predelovalnem sektorju. Povprečni indeks finančnih omejitev se je v omenjenem obdobju malenkostno izboljšal samo za mikro in mala podjetja. Mikro podjetjem sem je povprečni indeks finančnih omejitev izboljšal za 0,11, malim podjetjem pa za 0,23. Na drugi strani pa so doživela srednja in velika podjetja precejšnji padec povprečnega indeksa finančnih omejitev. Tako se je povprečni indeks finančnih omejitev znižal srednje velikim podjetjem za 0,98, velikim pa za 1,14. Povprečni indeks finančnih omejitev za vsa podjetja skupaj pa je v preučevanem obdobju doživel malenkostno spremembo. Omenjeni povprečni indeks se je znižal za 0,07.

V nadaljevanju prikazujem izračun analize variance (ANOVA). V skladu s podatki iz Tabele 17 pričakujem, da bo analiza variance pokazala statistično značilne razlike v finančnih omejitvah različno velikih podjetij. Kot kažejo druge študije (npr. Kumar & Francisco, 2005 in Artola & Genre, 2011), so si namreč velika podjetja z dobrimi rezultati v preteklosti pridobila ugled v gospodarskem prostoru, kar bi se moralo pokazati tudi v njihovem lažjem dostopu do financ. Kreditiranje večjih podjetij tako predstavlja za posojilodajalce manjše tveganje kot pri kreditiranju manjših podjetij. Zaradi prisotnosti asimetrije informacij so kreditodajalci manj obveščeni o poslovanju takih podjetij, zato je mogoče pričakovati, da bo to imelo negativen vpliv na dostop manjših podjetij do finančnih sredstev.

Tabela 19: Analiza variance, ki kaže vpliv velikosti podjetja na indeks finančnih omejitev

Vir	SS	df	MS	F	Prob>F
Med skupinami	57.186,00	3,00	19.062,00	620,63	0,0000
Znotraj skupine	585.404,00	19.060,00	30,71		
Skupaj	642.590,00	19.063,00	33,71		

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Na podlagi vrednosti F-testa, ki znaša 620,63, lahko z zanemarljivim tveganjem zavrnemo ničelno domnevo o enakosti povprečnih vrednosti indeksa finančnih omejitev podjetij po velikostnih skupinah. To pomeni, da velikost podjetja statistično značilno vpliva na velikost indeksa finančnih omejitev. Na podlagi rezultatov analize variance ter izračunov indeksa finančnih omejitev iz Tabele 19 bi lahko sklepali , da so finančne omejitve torej res večje za manjša podjetja.

4.2 Finančne omejitve podjetij in vpliv gospodarske panoge

V nadaljevanju analiziram, če so se v proučevanem obdobju finančne omejitve podjetji razlikovale glede na to, v kateri predelovalni dejavnosti je poslovalo podjetje. Banke lahko namreč favorizirajo podjetja v določenih sektorjih in s tem omogočajo rast določenih panog. Panožni učinki lahko izhajajo tudi iz razlik v faktorski intenzivnosti, tako da se kapitalsko intenzivna podjetja z visokimi potrebami po kreditih lahko srečujejo z višjimi omejitvami (Kumar & Francisco, 2005). Podobna razlaga panožnega učinka je ta, da so nekatere panoge bolj odvisne od zunanjega financiranja kot druge, kar je odvisno od začetnega obsega projekta, denarnega toka in zahtev za nadaljnje investiranje (Rajan & Zingales, 1998).

Da bi ugotovil, kako se je v preučevanem obdobju razlikovala povprečna vrednost indeksa finančnih omejitev med predelovalnimi panogami, v Tabeli 20 najprej prikazujem povprečno vrednost indeksa finančnih omejitev po panogah v analiziranem obdobju 2007-2010. Indeks, ki je predstavljen v zadnjem stolpcu tabele, je izračunan kot količnik med povprečnim indeksom finančnih omejitev v posamezni panogi in povprečnim indeksom finančnih omejitev vseh slovenskih predelovalnih podjetij. Vrednosti indeksa, ki so manjše od 100, prikazujejo panoge, ki imajo podpovprečni indeks finančnih omejitev in so torej nadpovprečno finančno omejene. Panoge, ki imajo indeks nad 100, so pa manj finančno omejene.

Tabela 20: Povprečna vrednost indeksa finančnih omejitev slovenskih predelovalnih podjetij v obdobju 2007-2010 po panogah

SKD	Panoga	Število opazovanj	Povprečna vrednost indeksa	Indeks panoga/predelovalna dejavnost
C10	Proizvodnja živil	1.384,00	19,79	94,00
C11	Proizvodnja pijač	152,00	19,38	92,00
C13	Proizvodnja tekstilij	436,00	20,97	99,60
C14	Proizvodnja oblačil	664,00	18,94	90,00
C15	Proizvodnja usnja, usnjenih in sorodnih izdelkov	138,00	20,46	97,20
C16	Obdelava in predelava lesa	1.403,00	19,95	94,70
C17	Proizvodnja papirja in izdelkov iz papirja	335,00	21,71	103,10
C18	Tiskarstvo in razmnoževanje posnetih nosilcev zapisa	1.658,00	19,75	93,80
C19	Proizvodnja koksa in naftnih derivatov	15,00	23,33	110,80
C20	Proizvodnja kemikalij, kemičnih izdelkov	351,00	23,09	109,60
C21	Proizvodnja farmacevtskih surovin in preparatov	31,00	26,42	125,50
C22	Proizvodnja izdelkov iz gume in plastičnih mas	1.428,00	21,71	103,10
C23	Proizvodnja nekovinskih mineralnih izdelkov	703,00	21,25	100,90
C24	Proizvodnja kovin	272,00	21,52	102,20
C25	Proizvodnja kovinskih izdelkov, razen strojev in naprav	4.177,00	21,54	102,30
C26	Proizvodnja računalnikov, elektronskih in optičnih izdelkov	639,00	22,80	108,30

se nadaljuje

nadaljevanje

SKD	Panoga	Število opazovanj	Povprečna vrednost indeksa	Indeks panoga/predelovalna dejavnost
C27	Proizvodnja električnih naprav	740,00	22,89	108,70
C28	Proizvodnja drugih strojev in naprav	1.345,00	22,57	107,20
C29	Proizvodnja motornih vozil, prikolic in polprikolic	329,00	22,08	104,80
C30	Proizvodnja drugih vozil in plovil	141,00	18,42	87,50
C31	Proizvodnja pohištva	1.022,00	19,75	93,80
C32	Druge raznovrstne predelovalne dejavnosti	527,00	20,87	99,10
C33	Popravila in montaža strojev in naprav	1.174,00	21,06	100,00

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Iz Tabele 20 je razvidno, da so imela najvišje povprečne vrednosti indeksa finančnih omejitev podjetja v farmacevtski, kemični in energetski panogi. To pomeni, da so se podjetja v omenjenih panogah v preučevanem obdobju soočala z najnižjimi finančnih omejitvami. Najvišjo vrednost povprečnega indeksa ima panoga proizvodnje farmacevtskih surovin in preparatov, kjer v proučevanem obdobju indeks znaša 125,5. Tej sledi z indeksom 110,8 panoga proizvodnje koksa in naftnih derivatov, panoga proizvodnje kemikalij in kemičnih izdelkov pa ima indeks 109,6. Ti sektorji imajo povprečne vrednosti indeksa finančnih omejitev večje od 23. To pomeni, da so podjetja v naštetih panogah v povprečju najmanj finančno omejena. Panoge, v katerih imajo podjetja najvišje finančne omejitve, imajo povprečni indeks finančnih omejitev nižji od 20. To so predvsem podjetja, ki spadajo v panogo proizvodnje živil, proizvodnje pijač, proizvodnja oblačil, obdelava in predelava lesa, tiskarstvo in razmnoževanje posnetih nosilcev zapisa, proizvodnja drugih vozil in plovil (v to kategorijo ne spada proizvodnja motornih vozil, prikolic in polprikolic) ter podjetja, ki se ukvarjajo s proizvodnjo pohištva.

Da bi prikazal, kako se je položaj podjetij iz posameznih dejavnosti v proučevanem obdobju spreminjal, v Tabeli 21 prikazujem povprečne vrednosti indeksa finančnih omejitev v letih 2007 in 2010 ter spremembo le-tega v omenjenem obdobju. Pozitivne spremembe vrednosti indeksa finančnih omejitev označujem s krepkim tiskom.

Tabela 21: Primerjava velikosti povprečnega indeksa finančnih omejitev po panogah med letoma 2007 in 2010

SKD	Panoga	Indeks finančnih omejitev		
		2007	2010	Sprememba
C10	Proizvodnja živil	19,60	19,84	**0,24**
C11	Proizvodnja pijač	18,93	19,87	**0,94**
C13	Proizvodnja tekstilij	21,33	20,82	**- 0,51**
C14	Proizvodnja oblačil	19,36	19,06	**- 0,30**
C15	Proizvodnja usnja, usnjenih in sorodnih izdelkov	20,74	19,05	**- 1,69**
C16	Obdelava in predelava lesa	20,46	19,65	**- 0,81**
C17	Proizvodnja papirja in izdelkov iz papirja	21,42	21,79	**0,37**
C18	Tiskarstvo in razmnoževanje posnetih nosilcev zapisa	19,69	19,74	**0,05**
C19	Proizvodnja koksa in naftnih derivatov	26,25	18,00	**- 8,25**
C20	Proizvodnja kemikalij, kemičnih izdelkov	23,88	22,43	**- 1,45**
C21	Proizvodnja farmacevtskih surovin in preparatov	27,00	25,78	**- 1,22**
C22	Proizvodnja izdelkov iz gume in plastičnih mas	21,67	21,93	**0,26**
C23	Proizvodnja nekovinskih mineralnih izdelkov	21,24	21,03	**- 0,21**
C24	Proizvodnja kovin	21,92	21,80	**- 0,12**
C25	Proizvodnja kovinskih izdelkov, razen strojev in naprav	21,61	21,59	**- 0,02**
C26	Proizvodnja računalnikov, elektronskih in optičnih izdelkov	22,94	22,91	**- 0,03**

se nadaljuje

nadaljevanje

	Panoga	Indeks finančnih omejitev		
C27	Proizvodnja električnih naprav	22,93	22,88	**- 0,05**
C28	Proizvodnja drugih strojev in naprav	22,22	22,60	**0,38**
C29	Proizvodnja motornih vozil, prikolic in polprikolic	21,90	22,34	**0,44**
C30	Proizvodnja drugih vozil in plovil	17,93	19,17	**1,24**
C31	Proizvodnja pohištva	20,09	19,59	**- 0,50**
C32	Druge raznovrstne predelovalne dejavnosti	20,82	20,86	**0,04**
C33	Popravila in montaža strojev in naprav	20,89	21,17	**0,28**

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Iz Tabele 21 je razvidna razlika v povprečni vrednosti indeksa finančnih omejitev po panogah na začetku in na koncu preučevanega obdobja ter spremembe povprečnih indeksov. V večini panog se je povprečna vrednost indeksa v letu 2010 glede na vrednost v letu 2007 znižala. Največji padec je zabeležila panoga proizvodnje koksa in naftnih derivatov, ki je v letu 2007 zasedala drugo mesto med vsemi dejavnostmi, v letu 2010 pa je padla na zadnje mesto z vidika finančnih omejitev. Razvrstitve drugih panog se v omenjenem obdobju niso drastično spreminjale.

Pred izpeljavo analize variance pričakujem, kot Arteta in Hale (2008), povezavo med panogo in velikostjo finančnih omejitev. Menim, da vsekakor obstajajo razlike v razvitosti posameznih panog, ki se na koncu kažejo v možnostih za dostop podjetij do finančnih sredstev. Pričakujem, da bodo manj finančno omejena podjetja izhajala ravno iz razvitejših panog, predvsem visoko tehnoloških, kemijskih in panog ki ustvarjajo nove materiale. To so panoge, v katere se zaradi možnosti dodatnega razvoja v prihodnje steka veliko svetovnega denarja, kar potem podjetjem omogoča lažji dostop do financiranja. V Tabeli 22 predstavljam rezultate analize variance.

Tabela 22: Analiza variance, ki kaže vpliv panoge na indeks finančnih omejitev

Vir	SS	df	MS	F	Prob>F
Med skupinami	52.674,94	207,00	254,47	8,13	0,0000
Znotraj skupine	589.914,57	18.856,00	31,29		
Skupaj	642.589,51	19.063,00	33,71		

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Iz Tabele 22 je razvidno, da analiza variance s statistično značilnostjo kaže povezavo med panogo in indeksom finančnih omejitev. Vrednost F-testa je 8,13.

4.3 Finančne omejitve podjetij in vpliv regije

Empirična literatura (npr. Kumar & Francisco, 2005) potrjuje prisotnost regionalnega učinka, ki izhaja iz razlike v dostopnosti finančnih sredstev glede na lokacijo podjetij. Slednja nastaja zaradi razlik v gostoti bank po regijah, kar vpliva na razlike v prihodkih in ravni gospodarske dejavnosti

Regije v Sloveniji vsekakor niso enako gospodarsko razvite, zaradi česar prihaja tudi do različnih možnosti za razvoj podjetij. V manjših, manj razvitih regijah je razlog odmaknjenost in pomanjkanje finančnih sredstev za financiranje, s čimer je podjetjem otežen razvoj. Na drugi strani pa so v razvitejših regijah vsekakor boljši pogoji za dostop do finančnih sredstev. Predvsem zaradi razvitejšega trga, ki omogoča krepitev gospodarstva in finančnih sredstev za financiranje poslovanja podjetij, ki izhajajo ravno iz močnega trga. Tabela 23 prikazuje višino indeksa finančnih omejitev po statističnih regijah v Sloveniji (Kumar & Francisco, 2005, str. 4).

Iz Tabele 23 so razvidne majhne razlike v izračunanih finančnih omejitvah med slovenskimi statističnimi regijami. Povprečna velikosti indeksa finančnih omejitev po regijah se giblje med 20,42 in 22,36. Izračuni tudi kažejo nižje povprečne vrednosti indeksa ter s tem prisotnost večjih finančnih omejitev v Podravski, Savinjski, Osrednjeslovenski, Goriški in Obalnokraški statistični regiji. Pri teh regijah je indeks, ki je izračunan kot količnik med povprečnim indeksom finančnih omejitev v posamezni panogi in povprečnim indeksom finančnih omejitev vseh podjetij, namreč nižji od 100. Finančno manj omejena pa so podjetja v Pomurski, Zasavski, Spodnjeposavski, Jugovzhodni, Gorenjski in Notranjsko-kraški statistični regiji, ki imajo indeks večji od 100. Podjetja v Koroški statistični regiji izkazujejo najnižjo stopnjo finančne omejenosti, saj imajo podjetja v omenjeni regiji največji indeks, in sicer 106,2.

Tabela 23: Povprečna vrednost indeksa finančnih omejitev v obdobju 2007-2010 po slovenskih statističnih regijah

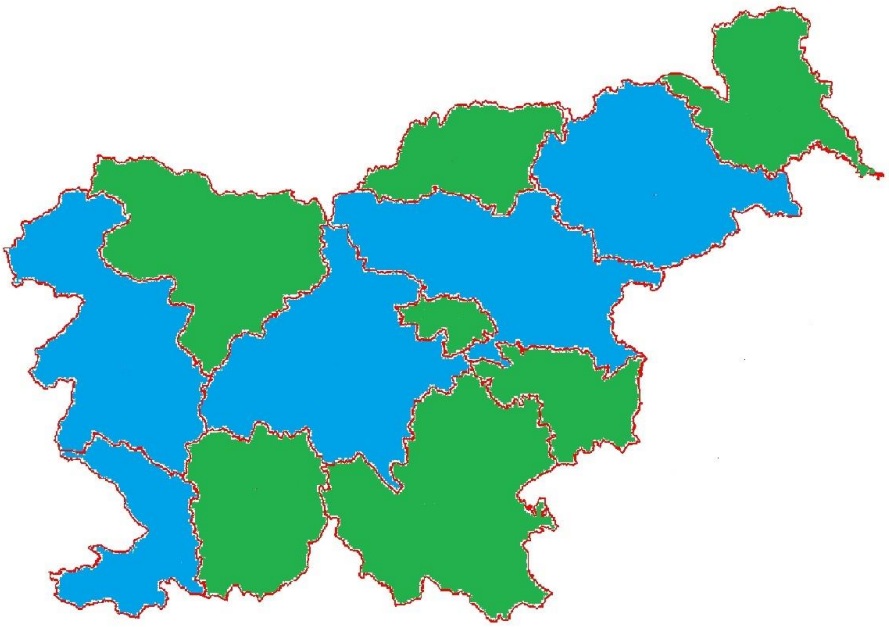
Regija	Število opazovanj	Povprečna vrednost indeksa	Indeks
Pomurska statistična regija	647,00	21,47	101,90
Podravska statistična regija	2.409,00	20,88	99,10
Koroška statistična regija	664,00	22,36	106,20
Savinjska statistična regija	2.184,00	20,98	99,60
Zasavska statistična regija	278,00	21,13	100,30
Spodnjeposavska statistična regija	492,00	21,41	101,70
Jugovzhodna statistična regija	1.415,00	21,90	104,00
Osrednjeslovenska statistična regija	6.047,00	20,72	98,40
Gorenjska statistična regija	2.206,00	21,41	101,70
Notranjsko-kraška statistična regija	603,00	21,47	101,90
Goriška statistična regija	1.233,00	20,92	99,30
Obalnokraška statistična regija	886,00	20,42	97,00

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Rezultati kažejo, da so podjetja v regijah, ki so sicer najbolj razvite v Sloveniji, med najbolj finančno omejenimi. To je sicer v nasprotju s pričakovanji, ki izhajajo iz povezave med finančnimi omejitvami in razvitostjo regij.

Zaradi lažje primerjave velikosti indeksa finančnih omejitev po statističnih regijah, prikazujem zemljevid, ki prikazuje vseh 12 slovenskih statističnih regij ter njihovo obarvanost glede na velikost indeksa. Statistične regije, pri katerih je razmerje med indeksom finančnih omejitev v regiji in indeksom finančnih omejitev na ravni Slovenije večje od 1, so obarvane v zeleno barvo, medtem ko modra prikazuje statistične regije z razmerjem nižjim od 1.

Slika 10: Velikosti indeksa finančnih omejitev po slovenskih statističnih regijah



Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Iz Slike 10 razberemo, da so finančno najbolj omejene razvitejše regije, v katerih je gostota podjetij večja. Podatki dodatno kažejo, da so to tudi tiste statistične regije, ki imajo največje število podjetij v predelovalnem sektorju. To so Osrednjeslovenska statistična regija, Podravska statistična regija in Savinjska regija. Edina izjema je Gorenjska statistična regija, ki je na eni strani v predelovalnem sektorju po številu podjetij ena vodilnih, na drugi strani pa ima razmerje med indeksom finančnih omejitev v regiji in indeksom finančnih omejitev na ravni Slovenije večje od 1.

V Tabeli 24 prikazujem spremembe v povprečni vrednosti indeksa finančnih omejitev po regijah v omenjenem obdobju.

Iz Tabele 24 lahko razberemo, da v preučevanem obdobju ni prišlo do drastičnih sprememb v povprečnih vrednostih indeksa finančnih omejitev po posameznih regijah. Do največjega porasta povprečne vrednosti indeksa finančnih omejitev je prišlo v Spodnjeposavski statistični regiji, medtem ko so se finančne omejitve v primerjavi z drugimi regijami najbolj povečale v Koroški regiji. Za ugotavljanje statistične značilnosti razlik v finančnih omejitvah med podjetji iz različnih regij v Tabeli 25 predstavljam izračun analize variance, ki testira ničelno hipotezo, da se povprečne vrednosti indeksa finančnih omejitev med regijami ne razlikujejo.

Tabela 24: Spremembe povprečne vrednosti indeksa po regijah med letoma 2007 in 2010

Regija	2007	2010	Sprememba
Pomurska statistična regija	21,36	21,59	**0,23**
Podravska statistična regija	20,84	20,89	**0,05**
Koroška statistična regija	22,78	22,35	**- 0,43**
Savinjska statistična regija	21,26	20,98	**- 0,28**
Zasavska statistična regija	21,14	21,26	**0,12**
Spodnjeposavska statistična regija	20,91	21,47	**0,56**
Jugovzhodna statistična regija	22,16	21,67	**- 0,49**
Osrednjeslovenska statistična regija	20,67	20,75	**0,08**
Gorenjska statistična regija	21,49	21,38	**- 0,11**
Notranjsko-kraška statistična regija	21,76	21,44	**- 0,32**
Goriška statistična regija	21,08	20,78	**- 0,30**
Obalnokraška statistična regija	20,59	20,48	**- 0,11**

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Tabela 25: Vpliv regije na indeks finančnih omejitev

Vir	SS	df	MS	F	Prob>F
Med skupinami	3.874,84	3,00	352,26	10,51	0,0000
Znotraj skupine	638.714,67	19.060,00	33,52		
Skupaj	642.589,51	19.063,00	33,71		

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Analiza variance potrjuje, da se višina finančnih omejitev podjetij statistično značilno razlikuje med slovenskimi statističnimi regijami. Tak sklep lahko sprejmemo z zanemarljivim tveganjem.

4.4 Multivariatna analiza variance

Z multivariatno analizo variance, ki jo predstavljam v nadaljevanju, pa preverjam, če so učinki velikosti podjetja, panoge in regije statistično značilni tudi, če v analizo vključim preostala dva dejavnika. Rezultate prikazuje Tabela 26.

Tabela 26: Multivariatna analiza variance

Vir	SS	df	MS	F	Prob>F
Panoga	39.397,00	207,00	190,30	6,60	0,0000
Regija	2.216,80	11,00	201,50	6,98	0,0000
Velikost	429.583,00	3,00	14.319,40	496,26	0,0000
Model	98.905,40	221,00	447,50	15,51	0,0000

Vir: AJPES, Letna poročila gospodarskih družb in zadrug, 2012.

Rezultati multivariante analize variance pokažejo, da tudi ko v modelu upoštevamo vse tri dejavnike višine finančnih omejitev, tj. velikost podjetja, njegovo dejavnost in regijo, v kateri posluje, hkrati, je vpliv vsakega posameznega dejavnika še vedno statistično značilen z zanemarljivim tveganjem. To npr. pomeni, da so finančne omejitve velikih podjetij iz določene regije, ki opravljajo določeno predelovalno dejavnost, statistično značilno različne od finančnih omejitev malih podjetij, ki v tej isti regiji opravljajo enako dejavnost. Tudi velika podjetja, ki opravljajo enako dejavnost, a delujejo v različnih statističnih regijah, imajo statistično značilno različno višino finančnih omejitev. In nazadnje tudi velika podjetja iz iste regije, ki opravljajo različno dejavnost, imajo statistično značilno različne možnosti dostopa do finančnih virov.

SKLEP

Magistrsko delo analizira finančne omejitve podjetij v predelovalnem sektorju v Sloveniji v obdobju 2007-2010. Analiza temelji na finančnih podatkih podjetij iz zaključnih računov, ki jih zbira AJPES.

Finančna sredstva igrajo ključno vlogo pri uspešnosti poslovanja podjetij, saj so na eni strani vir obstoja in preživetja podjetja, na drugi pa omogočajo njegovo rast in razvoj. Zato je za podjetje ključnega pomena, da se na trgu finančnih sredstev sooča s čim manj omejitvami.

Namen magistrske naloge je bil analizirati finančne omejitve slovenskih predelovalnih podjetij in ugotoviti, kako so se finančne omejitve spreminjale v obdobju 2007-2010

oziroma kako je nastop trenutne gospodarske krize vplival na omejenost slovenskih predelovalnih podjetij pri dostopu do finančnih virov. Finančne omejitve sem meril s pomočjo sintetičnega indeksa po metodologiji Musso in Schiavo (2008). Tako izračunani indeks sestavlja sedem elementov, in sicer velikost podjetij, kratkoročni koeficient likvidnosti, solventnost, zmožnost povračila, denarni tok, obveznosti do dobaviteljev v celotnih sredstvih in donosnost sredstev. Že analiza vsakega posameznega elementa po letih je pokazala, da se je vrednost elementov skozi leta v analiziranem obdobju slabšala, kar nakazuje, da se je v analiziranem obdobju dostopnost do finančnih virov slabšala, razmere na trgih posojil pa zaostrovale.

Zanimalo me je tudi, kako sta se v proučevanem obdobju višina finančnih omejitev in njena dinamika razlikovali po posameznih predelovalnih dejavnostih, po slovenskih statističnih regijah in med različno velikimi podjetji.

Najprej sem za vsako od teh spremenljivk ugotavljal odstopanja od povprečne velikosti indeksa finančnih omejitev. Pri ugotavljanju vpliva velikosti podjetij na indeks finančnih omejitev sem v skladu z ZGD-1 (Uradni list RS št. 42/2006) uporabil razvrstitev podjetij na mikro, mala, srednja in velika podjetja. Rezultati analize kažejo, da velikost podjetij določa njihovo omejenost pri dostopu do finančnih sredstev. Podobno kot ostali avtorji (Carpenter & Petersen, 2002; Becketti & Trovato, 2002; Beck, Demirguc-Kunt & Maksimovic, 2005) sem ugotovil, da so mala podjetja nadpovprečno finančno omejena. Analiza variance je pokazala, da so se finančne omejitve slovenskih predelovalnih podjetij v obdobju 2007-2010 po velikostnih skupinah podjetij statistično značilno razlikovale. Razlog za to gre iskati predvsem v poznavanju podjetja, njegovih dosežkih in kredibilnosti, ki posojilodajalce pritegnejo k investiranju v večja, uspešnejša podjetja.

Nadalje sem za ugotavljanje vpliva panoge na indeks finančnih omejitev podjetja razvrstil v panoge, kakor določa Standardna klasifikacija dejavnosti (Uradni list RS, št. 69/2007). Rezultati analize so pokazali, da vpliv panoge določa velikost finančnih omejitev podjetij. Podobno kot drugi avtorji (Worthington, 1995; Kumar & Francisco, 2005; Rajan & Zingales, 1998) sem ugotovil, da obstajajo razlike v dostopu do finančnih sredstev glede na panožno pripadnost podjetij. Nadpovprečno finančno omejene panoge so predvsem stare, tradicionalne panoge, kot so proizvodnja živil in pijač, proizvodnja oblek ter vozil in plovil. Medtem ko so najmanj finančno omejene novejše, razvijajoče se panoge, kot so proizvodnja farmacevtskih surovin in preparatov, proizvodnja koksa in naftnih derivatov, proizvodnja kemikalij in kemičnih izdelkov ter proizvodnja električnih naprav. Analiza variance je pokazala, da pripadnost posamezni panogi statistično značilno vpliva na velikost indeksa finančnih omejitev.

Tretjič, me je zanimalo, kakšen je vpliv regij, oziroma lokacije podjetja na finančno omejenost. Za ugotavljanje regionalnega vpliva, sem podjetja razvrstil v dvanajst statističnih regij. Ugotovitve kažejo, da vpliv regije določa velikost finančnih omejitev.

Podobno kot nekateri drugi avtorji (Kumar & Francisco, 2005) sem ugotovil, da obstajajo razlike v dostopu do finančnih sredstev glede na regijsko pripadnost. Rezultati so pokazali, da so finančno najmanj omejene Koroška statistična regija, Pomurska statistična regija ter Notranjsko-kraška statistična regija. Med tem ko so najbolj finančno omejene Obalno-kraška statistična regija, Osrednjeslovenska statistična regija, Podravska statistična regija in Goriška statistična regija. Analiza variance je pokazala statistično značilnost vpliva regije na velikost indeksa finančnih omejitev. Pričakoval sem, da so podjetja v slabše razvitih regijah bolj finančno omejena, predvsem zaradi težjih pogojev razvoja in pomanjkanja kapitala za investiranje. Ugotovil sem pa ravno nasprotno. Rezultati so pokazali, da imata dve najbolj razviti regiji, Osrednjeslovenska statistična regija in Goriška statistična regija, podpovprečne velikosti indeksa finančnih omejitev. Za nadaljnjo analizo bi bilo zanimivo iskati razloge za tako dobljene rezultate.

Na splošno lahko na podlagi rezultatov ugotovimo, da so se podjetja v predelovalnem sektorju v preučevanem obdobju srečevala z omejitvami pri dostopu do finančnih sredstev. Finančne omejitve slovenskih predelovalnih podjetij so se v analiziranem obdobju povečale, vendar različno po različnih regijah, panogah ter za različno velika podjetja.

LITERATURA IN VIRI

1. Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve. (2012). *Letna poročila gospodarskih družb in zadrug.* Ljubljana: Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve.

2. Aghion, P., Askenazy, P., Berman, N., Cette, G., & Eymard, L. (2007). *Credit constraints and the cyclicality of R&D investment: evidence from France: Working paper 2007-4*. Harvard: Weatherhead Center for International Affairs.

3. Akerlof, G. A. (1970). *The market for lemons: Quality Uncertainty of the market machanism.* Cambridge: Quarterly journal of economics.

4. Arteta, C., & Hale, G. (2008). Sovereign debt crises and credit to the private sector. *Journal of international economics, 74*(1), 53-69.

5. Artola, C., & Genre, V. (2011). *Euro area SMEs under financial constraints: Belief or reality? CESifo working paper No. 3650*. Leibniz: Leibniz information centre for economics.

6. Athey, M. J., & Reeser, W. D. (2000). *Asymetric information, industrial policy and corporate investment in India.* Qxford: Bulletin of economics and statistics.

7. Balling, M., Holm, C., & Poulsen, T. (2007). *Corporate governance ratings as a means to reduce asymmetric information*. Aarhus: Departnemt of accounting, finance and logistic, Aarhus school of business.

8. Becchetti, L., & Trovato, G. (2002). The determinants of growth of small and medium sized firms. The role of the availability of external finance. *Small Business Economics, 19*(4), 291-306.

9. Beck, T., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2005). Financial and legal constraints to firm growth: does firm size matter? *The journal of finance, LX*(1), 137–177.

10. Bellone, F., Musso, P., Nesta, L., & Schiavo, S. (2010). Financial constraints and firm export behaviour. *World economy, 33*(3), 347-373.

11. Bergant, Ž. (2004). Denarni tok iz drugačnega zornega kota. *Zbornik 10. strokovnega posvetovanja o sodobnih vidikih analize in organizacije* (str. 137-153). Portorož: Zveza ekonomistov Slovenije.

12. Bond, S., & Meghir, C. (1994). Dynamic investment models and the firm´s financial policy. *Review of economic studies, 61*(2), 197-222.

13. Borak, N., & Lazarevič, Ž. (1999). *Gospodarske krize in Slovenci*. Ljubljana: Inštitut za novejšo zgodovino, Zveza ekonomistov Slovenije.

14. Bougheas, S., Mizen, P., & Yalcin, C. (2006). Acess to external finance: Theory and evidence on the impact of monetary policy and firm-specific characteristics. *Journal of banking & finance, 30*(1), 199-227.

15. Brigham, E., & Ehrhard, M. (2005). *Financial management. Theory and practice.* London: Thomson south western.

16. Brigham, E., & Ehrhard, M. (2002). *Financial management. Theory and practice* (10th ed.). London: Thomson south western.

17. Buch, C. M., Kesternich, I., Lipponer, A., & Schnitzer, M. (2010). *Exports versus FDI revisited: Does finance matter? Discussion paper No. 340*. Berlin: Governance and the efficiency of economic system GESY.

18. Canton, E., Grilo, I., Monteragudo, J., & Van der Zwan, P. (2010). *Investigating the perceptions of credit constraints in the European union*. *ERIM report series No. ERS-2010-001-ORG*. Rotterdam: Erasmus University of Rotterdam.

19. Carpenter, R., & Petersen, B. (2002). Is the growth of small firms constrained by internal finance? *The Review of Economics and Statistics, 84*(2), 298–309.

20. Chen, M., & Guariglia, A. (2011). *Financial constraints and firm productivity in China: do liquidity and export behaviour make a difference? Research paper 2001/09*. Nottingham: The University of Nottingham.

21. Chirinko, R., & Schaller, H. (1995). Why does liquidity matter in investment equations? *Journal of money, credit and banking, 27*(2), 527-548.

22. Cleary, S. (2006). International corporate investment and the relationships between financial constraint measures. *Journal of banking & finance, 30*(5), 1559-1580.

23. Coluzzi, C., Ferrando, A., & Martinez-Carrascal, C. (2009). *Financing obstacles and growth: An analisys for euro area non-financial corporations*. *ECB Working paper No. 997*. Bruselj: European Cental Bank.

24. Christensen, R. (1996). *Analysis of Variance, Design and Regression*. London : Chapman and Hall.

25. Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1998). Law, finance, and firm growth. *The journal of Finance, LIII*(6), 2107-2137.

26. Devereux, M., & Schiantarelli, F. (1990). *Investment, financial factors and cash flow*. Evidence from U.K. panel data, v Hubbard, G., *Asymetric information, corporate finance and investment* (str. 279-306). Chicago: University of Chicago.

27. Donner, A. (1986). A Review of Inference Procedures for the Intraclass Correlation Coefficient in the One-Way Random Effects Model. *International Statistical Review, Harlow, 54*(1), 67-82.

28. Elbadry, A., Gounopoulos, D., & Skinner, F. S. (2010). *Governance quality and information alignment.* Barcelona: Multinational finance society.

29. Faggiolo, G., & Luzzi, A. (2006). *Do liquidity constraints matter in explaining firm size and growth? Some evidence from the Italian manufacturing industry.* Oxford: Oxford university press.

30. Fazzari, S. M., Hubbard, G. R., & Petersen, B. C. (1988). Financing Constraints and corporate investment. *Booking papers on economics activity, (1)*, 141-206.

31. Gelman, A. (2006). *Analysis of variance*. New York: Department of statistics and department of political science, Columbia University.

32. Gilchrist, S., & Himmelberg, C. (1995). Evidence on the role of cash flow for investment. *Journal of monetary economics, 36*(3), 541-572.

33. Greenaway, D., Guariglia, A., & Kneller, R. (2005). *Do financial factors affect exporting decisions? GEP Research paper 2005/28*. Nottingham: The University of Nottingham.

34. Hojnik, T. (2011, 20. Februar). Pridobivanje kredita v kriznih časih. Najdeno 3. decembra 2013 na spletnem naslovu http://mladipodjetnik.si/podjetniski-koticek/pridobivanje-sredstev/pridobivanje-kredita-v-kriznih-casih.

35. Holtz-Eakin, D., Joulfaian, D., & Rosen, H. S. (1993). *Sticking it out: Entrepreneurial survival and liquidity constraints.* Cambridge: National bureau of economic research.

36. Hubbard, G. (1998). Capital-market imperfections and investment. *Journal of economic literature, 36*(1), 193-225.

37. Israel, G. D., & Torres, N. I. (1991). *Sources of capital*. Florida: University of Florida. Cooperative Extension Service.

38. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics, 3*(4), 305-360.

39. Jeong, H., & Townsend, R. (2005). *Discovering the sources of TFP growth: occupational choice and financial deepening*. *Working paper 05.19, IEPR*. Los Angeles: University of Southern California.

40. Kadapakkam, P. R., Kumar, P., & Riddick, L. (1998). The impact of cash flows and firm size on investment: The international evidence. *Journal of banking & Finance, 22*(3), 293-320.

41. Kaplan, S., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensivities provide useful measures of financing constraints? *The quarterly journal of economics, 112*(1), 169-215.

42. Kapoor, S. (2010). *The financial crisis-causes and cures*. Bruselj: European trade union institute.

43. Kumar, A., & Francisco, M. (2005). *Enterprise size, financing patterns and credit constraints in Brazil: Analisys of data from the investment climate assessment survey. World bank working paper No. 49*. Washington: World Bank.

44. Lamont, O., Polk, C., & Saa-Requejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns. *Review of financial studies, 14*(2), 529-554.

45. Levine, R. (2005). *Finance and growth: theory and evidence*. *NBER Working Paper No. 10766.* Cambridge: The National bureau of economic research.

46. Love, I., & Mylenko, N. (2003). *Credit reporting and financing constraints*: *World bank policy research working paper 3142*. Washington: World Bank.

47. Love, I., & Sanchez, S. (2009). *Credit constraints and investment behavior in Mexico´s rural economy*. *Policy research working paper*. Washington: World Bank.

48. McIntosh, C., & Wydick, B. (2004). *A decomposition of screening and incentive effects in credit information systems*. *Working paper*. California: University of California.

49. Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics, 13*(1), 197-221.

50. Mramor, D. (1991). *Finančna politika podjetja. Teoretični prikaz*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.

51. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.

52. Muske, G., Holcomb, R., Urbach, S., & Woods, M. (2005). *Financing your small business*. Oklahoma: Oklahoma state university.

53. Musso, P., & Schiavo, S. (2008). The impact of financial constraints on firm survival and growth. *Journal of evolutionary economics, 18*(2), 135-149.

54. Oliner, S. D., & Rudebusch, G. D. (1992). Source of the financing hierarchy for business investment. *Review of economics and statistics, 74*(4), 643-654.

55. Pivk, B. (2010). *Slovenska podjetja premalo izkoriščajo možnosti kapitalskega trga za svoje financiranje*. Ljubljana: STA.

56. Ponikvar, N., Zajc Kejžar, K., & Morec, B. (2013). *Financial crisis and financial constraints of the firm: The role of firm-specific and industry specific factors*. Reka: Konferenca Reka.

57. Prašnikar, J. (2012, 16. marec). Reševanje kreditnega krča bi morala biti prednostna naloga vlade. Najdeno 5. decembra 2013 na spletnem naslovu http://www.mladina.si/110331/dr-janez-prasnikar-resevanje-kreditnega-krca-bi-morala-biti-prednostna-naloga-vlade.

58. Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). *Financial dependence and growth.* Chicago: University of Chicago.

59. Rebernik M., & Repovž L. (2000). *Od ideje do denarja: podjetniški proces*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.

60. Savignac, F. (2006). *The impact of financial constraints on innovation: Evidence from French manufacuring firms.* Paris: Paris University.

61. Scherer, F. M., & Ross, D. (1990). *Industrial market structure and economic performance*. Boston: Houghton Mifflin.

62. Schweser, K. (2008). *Free cash flow valuation*. London: CFA Institute.

63. Silva, A. (2011). Financial constraints and exports: Evidence from Portuguese manufacturing firms. *International journal of economics sciences and applied research, 4*(3), 7-19.

64. *Slovenski računovodski standardi* (2006). Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo, Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2006.

65. Statistični urad Republike Slovenije. (2012). *Slovenske regije v številkah*. Ljubljana: Statistični urad Republike Slovenije.

66. Stiglitz, J., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review, 71*(3), 393–410.

67. Štiblar, F. (2008). *Globalna kriza in Slovenija*. Ljubljana: Pravna fakulteta Univerze v Ljubljani.

68. Štiblar, F.(2008). *Svetovna kriza in Slovenci. Kako preživeti?* Ljubljana: Založba ZRC.

69. Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (junij, 2013). *Vpliv finančne krize na kreditni trg v Sloveniji.* Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize razvoj, 2013.

70. Uredba o standardni klasifikaciji dejavnosti. *Uradni list RS* št. 69/2007, št. 17/2008.

71. Uredba o standardni klasifikaciji teritorialnih enot. *Uradni list RS* št. 9/2007.

72. Yang, J. (2008). *Causes and aolutions of information asymmetry in stock market*. China: School of Kexin Hebei.

73. Wagner, J. (2012). *Credit constraints and exports: Evidence for German manufacturing enterprises*. *CESIS electronic working paper series No. 286.* Stockholm: Leuphana Universita Lueneburg and CESIS.

74. Whited, T., & Wu, G. (2006). *Financial constraints risk: The review of financial studies.* Oxford: Oxford University press.

75. Worthington, P.R. (1995). Investment, cash flows and sunk costs. *Journal of industrial economics, 43*(1), 49-61.

76. Zakon o finančnem poslovanju podjetij. *Uradni list RS* št. 54/1999, 110/1999, 97/2000 Odl.US: UI 264/99-40, 50/2002 Skl.US: U-I-135/00-60, 93/2002 Odl.US: U-I-135/00-

77, 117/2006-ZDDPO-2, 31/2007, 33/2007-ZSReg-B, 38/2007 Skl.US: U-I-117/07-7, 58/2007 Odl.US: U-I-117/07-19, 126/2007-ZFPPIPP.

77. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 42/2006, 60/2006 popr., 26/2007-ZSDU-B, 33/2007-ZSReg-B, 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 10/2008, 68/2008, 23/2009; Odl. US: U-I-268/06-35, 42/2009, 65/2009-upb3, 83/2009 Odl. US: U-I-165/08-10, Up-1772/08-14, Up-379/09-8, 33/2011, 91/2011, 100/2011 Skl. US: U-I-311/11-5, 32/2012, 57/2012, 44/2013 ODL. US: U-I-311/11-16, 82/2013.