

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**POVEZAVA MED MANAGERSKIM LASTNIŠTVOM IN
USPEŠNOSTJO VELIKIH SLOVENSКИH PODJETIJ**

Ljubljana, oktober 2016

NINA REPOVŽ

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Nina Repovž, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Povezava med managerskim lastništvom in uspešnostjo velikih slovenskih podjetij, pripravljenega v sodelovanju z izr. prof. dr. Simonom Čadežem.

IZJAVLJAM

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

V Ljubljani, dne _____

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 LASTNIŠTVO PODJETIJ.....	3
1.1 Opredelitev lastništva in pojmovanje lastništva skozi zgodovino	3
1.2 Zgodovina lastniške strukture v slovenskem gospodarstvu.....	4
1.3 Proces privatizacije in koncentracija družbene lastnine v Sloveniji.....	5
1.4 Managersko lastništvo	7
2 USPEŠNOST POSLOVANJA PODJETJA.....	8
2.1 Merjenje uspešnosti poslovanja podjetja	9
2.2 Analiziranje računovodskih izkazov.....	10
2.3 Računovodski kazalniki (kot merilo uspešnosti poslovanja).....	11
2.4 Skupine računovodskih kazalnikov merjenja uspešnosti poslovanja podjetja v skladu s Slovenskimi računovodskimi standardi	13
2.5 Obvezni računovodski kazalniki merjenja uspešnosti poslovanja podjetja v skladu s Slovenskimi računovodskimi standardi	14
2.5.1 Temeljni kazalnik stanja financiranja (vlaganja)	15
2.5.2 Temeljni kazalniki vodoravnega finančnega ustroja.....	16
2.5.3 Temeljni kazalniki gospodarnosti	18
2.5.4 Temeljni kazalniki dobičkonosnosti.....	19
2.6 Kritika računovodskih kazalnikov merjenja uspešnosti poslovanja podjetja	21
3 VPLIV LASTNIŠTVA MANAGERJEV NA USPEŠNOST PODJETIJ.....	22
3.1 Lastništvo managerjev in uspešnost podjetij v Sloveniji.....	22
3.2 Motivacija managerjev	24
3.3 Raziskave vpliva lastništva managerjev na uspešnost podjetij v preteklosti.....	25
3.4 Opredelitev hipotez.....	27
4 ANALIZA USPEŠNOSTI NAJVEČJIH SLOVENSkih PODJETIJ OD LETA 2008 DO LETA 2014 GLEDE NA LASTNIŠKO STRUKTURO.....	29
4.1 Opredelitev uporabljenih metod	29
4.2 Opredelitev vzorca največjih slovenskih podjetij in njihova lastniška struktura..	29
4.3 Izbor računovodskih kazalnikov za merjenje uspešnosti poslovanja največjih slovenskih podjetij	33
4.4 Rezultati empirične analize.....	34
4.4.1 Pregled števila podjetij v postopkih insolventnosti iz vzorca največjih slovenskih podjetij v obdobju od leta 2008 do leta 2014.....	34
4.4.2 Analiza izbranih računovodskih kazalnikov za merjenje uspešnosti podjetja glede na lastniško strukturo podjetja.....	35
5 UGOTOVITVE NA PODLAGI POSTAVLJENIH HIPOTEZ.....	47
SKLEP	51
LITERATURA IN VIRI	54
PRILOGA	

KAZALO TABEL

Tabela 1: Tradicionalni in sodobni sistem kazalnikov za merjenje učinkovitosti poslovanja.....	10
Tabela 2: Neposredne in posredne primerjave kazalnikov znotraj podjetja in med podjetji.....	12
Tabela 3: Obvezni računovodski kazalniki v skladu s Slovenskimi računovodskimi standardi	14
Tabela 4: Uvrstitev največjih podjetij/skupin po prihodkih od prodaje v skupino glede prevladujočega lastništva	30
Tabela 5: Opisna statistika izbranih kazalnikov v obdobju od 2008 do 2014.....	36

KAZALO SLIK

Slika 1: Lastniška struktura največjih slovenskih podjetij na dan 31.12.2008	33
Slika 2: Primerjava največjih slovenskih poslovnih subjektov (glede na prihodke od prodaje) v postopkih insolventnosti glede na prevladujočo lastniško strukturo v obdobju od 2008 do 2014.....	34
Slika 3: Povprečje deleža kapitala v financiranju glede na lastniško strukturo za vsako posamezno leto.....	37
Slika 4: Gibanje povprečne vrednosti pospešenega koeficienta glede na lastniško strukturo za vsako posamezno leto	38
Slika 5: Gibanje povprečne vrednosti koeficienta gospodarnosti poslovanja glede na lastniško strukturo za vsako posamezno leto	40
Slika 6: Gibanje povprečne vrednosti stopnje dobičkovnosti poslovnih prihodkov glede na lastniško strukturo za vsako posamezno leto	41
Slika 7: Gibanje povprečne stopnje rasti čistih prihodkov od prodaje.....	43
Slika 8: Gibanje povprečne vrednosti koeficienta čiste dobičkonosnosti kapitala glede na lastniško strukturo za vsako posamezno leto	44
Slika 9 : Gibanje povprečne vrednosti koeficienta čiste dobičkonosnosti sredstev glede na lastniško strukturo za vsako posamezno leto	46

UVOD

Razprave o merjenju in presojanju uspešnosti poslovanja podjetij so že v preteklih letih pritegnile veliko pozornosti strokovne javnosti. Različni avtorji so že v 20. stoletju začeli ugotavljati, ali obstaja povezanost med managerskim lastništvom in uspešnostjo poslovanja podjetja. Eden izmed osnovnih dejavnikov, ki označuje lastniške spremembe v slovenskem post privatizacijskem obdobju, je naraščanje managerskega lastništva v slovenskih podjetjih. Z začetki povečevanja managerskega lastništva se je tudi v Sloveniji začelo postavljati vprašanje, kako to vpliva na učinkovitost poslovanja podjetij.

Eden izmed mehanizmov usklajevanja nasprotij med managerji in lastniki podjetij je ravno lastništvo managerjev. S pridobitvijo deleža v kapitalu podjetja se namreč povečuje tudi motivacija managerjev za povečanje vrednosti podjetja in v tem primeru govorimo o učinku motivacije (angl. *incentive effect*), zaradi katerega se lahko managerji začnejo vesti celo kot zunanji lastniki (Jensen & Meckling, 1976). V skrajnem primeru imamo lahko torej podjetja, ki so v 100 % managerskem lastništvu, v katerem ni nasprotja med managerji in lastniki, ter spadajo po novejših raziskavah (Mueller & Spitz, 2002) med uspešnejša.

V slovenskem prostoru sta raziskavo glede vpliva konsolidacije managerskega lastništva na ekonomsko učinkovitost oz. finančno uspešnost slovenskih podjetij opravila Simoneti in Gregorič (2004) in prišla do spoznanja, da empirična raziskava ni potrdila pozitivne povezanosti med managerskim lastništvom in ekonomsko učinkovitostjo podjetja (na podlagi skupne factorske produktivnosti), se je pa pozitivna povezanost odrazila med managerskim lastništvom in finančno uspešnostjo podjetij. Natančne analize, ki bi lahko zagovarjale tezo, da je managersko lastništvo v slovenskih podjetjih pozitivno za uspešnost podjetij, nimamo. Kljub temu tezo zagovarjata Peklar in Podbevšek (2002, str. 49), saj menita, da bi se lahko ob ustrezni ureditvi ugoden učinek managerskega lastništva še povečal.

Svetovna kriza je prizadela tudi slovenska podjetja, saj smo bili priča izrazitim razlikam v uspešnosti poslovanja ter stečajem nekaterih največjih podjetij. Obnašanje podjetij in njihov odziv na dogajanje v času krize v Sloveniji kaže tudi na to, da je seznam propadlih podjetij v zadnjem obdobju vse večji. Proučevala bom uspešnost poslovanja podjetij v obdobju od začetka krize v letu 2008 do leta 2014. V obravnavanem obdobju bom proučila tudi, koliko podjetij, ki so bila analizirana, je bilo vključenih v postopke insolventnosti.

Namen magistrskega dela je preučiti povezavo med managerskim lastništvom in uspešnostjo poslovanja velikih slovenskih podjetij. Splošno prepričanje javnosti v slovenskem gospodarstvu je, da so podjetja v prevladujočem tujem lastništvu najuspešnejša, podjetja v prevladujočem državnem lastništvu pa najmanj uspešna. Svoje hipoteze bom poskušala dokazati s pomočjo historičnih podatkov od leta 2008 do 2014 za največja slovenska podjetja, po prihodkih od prodaje na dan 31.12.2008. Z magistrskim delom želim dopolniti

že opravljene raziskave in skozi prizmo izbranih računovodskih kazalnikov, ki so temelj računovodske analize, katera zagotavlja informacije o uspešnosti poslovanja podjetja, dokazati povezavo med managerskim lastništvom in uspešnostjo poslovanja podjetij. V svojem delu bom poskušala dokazati, da ima lastništvo vpliv na uspešnost podjetij. S pomočjo analize bom poskušala prikazati primerjave uspešnosti podjetij v prevladujočem managerskem lastništvu s podjetji v prevladujočem tujem in državnem lastništvu. Analizo poslovanja z uporabo računovodskih kazalnikov so v začetku 20. stoletja uporabljale finančne in bančne inštitucije za ugotavljanje finančnega premoženja in uspešnosti poslovanja podjetij. Za ugotavljanje uspešnosti poslovanja se je razvila še vrsta drugih kazalnikov, vendar so analitiki slabo poznali njihov pomen in omejitve, kar je povzročilo nepravilno interpretacijo posameznih kazalnikov. Sčasoma so uporabniki z zadostno mero pozornosti in presoje vendarle spoznali, kako posamezne kazalnike pravilno interpretirati, kar jim je omogočilo vpogled v uspešnost poslovanja kot celote (Ban & Tekavčič, 2011, str. 67).

Cilj magistrskega dela je na podlagi analize odgovoriti na vprašanje, ali lastništvo vpliva na uspešnost podjetij (kazalniki kot mera uspešnosti) ter med katerimi skupinami prihaja do razlik. Eden izmed ciljev je tudi preučitev, koliko izmed izbranih podjetij je bilo do konca leta 2014 vključenih v postopke insolventnosti ter v katero skupino prevladujočega lastništva so bila vključena.

Magistrsko delo je sestavljeno iz teoretičnega in empiričnega dela. V prvem delu bom predstavila različna pojmovanja lastništva ter zgodovino lastniške strukture v Sloveniji. Na kratko se bom dotaknila tudi samega pojmovanja managerskega lastništva. Posebej bom predstavila opravljene raziskave glede vpliva lastništva na uspešnost podjetij v tujini in Sloveniji. Sledi opredelitev uspešnosti in merjenja poslovanja podjetja skupaj z opredelitvijo računovodskih kazalnikov kot merila uspešnosti poslovanja. Teoretični del magistrskega dela bom zaključila s predstavitvijo izbranih računovodskih kazalnikov, s pomočjo katerih sem opravila nadaljnjo analizo uspešnosti poslovanja izbranih podjetij v obravnavanem obdobju.

V empiričnem delu bom najprej pregledala število podjetij vključenih v postopke insolventnosti v Sloveniji ter nato preverila, koliko izmed izbranih podjetij v analizi je bilo vključenih v te postopke. Zanimala me bo predvsem razlika med skupinami. V nadaljevanju bom opravila še osrednjo analizo glede vpliva uspešnost največjih slovenskih podjetij glede na lastniško strukturo. Predstavila bom opisne rezultate za skupine podjetij v obravnavanem obdobju od leta 2008 do 2014. Podrobnejšo primerjavo med skupinami bom naredila pri vsakem izbranem računovodskem kazalniku, pri katerem bom s pomočjo analize preverila, če lastništvo vpliva na posamezen kazalnik in če se te razlike razlikujejo glede na posamezna predhodno opredeljena obdobja. Magistrsko delo bom zaključila s povzetkom, ali sem uspela dokazati postavljene hipoteze in na kakšen način so bile le-te potrjene ali zavržene.

1 LASTNIŠTVO PODJETIJ

1.1 Opredelevitev lastništva in pojmovanje lastništva skozi zgodovino

Že v 80. in 90. letih se je zaradi sprememb v organizacijah in njihovem okolju (nove tehnologije, sestava delovne sile ter način organizacije dela) pokazala potreba po redefiniranju odnosov med akterji, ki delujejo znotraj, in tistimi, ki delujejo izven podjetja. Posledično se je zaradi tega začel spreminjati tudi pojem lastništva, ki ima na ravni organizacije poglobljen pomen in kot tak vpliva na organizacijske rešitve ter strukturo in kulturo organizacije (Ivanko et al., 1999, str. 83).

Spremembe v pojmovanju lastništva so vplivale tudi na teoretične raziskave različnih avtorjev, katerih definicije so se skozi zgodovino spreminjale. Pojmovanje lastništva skozi zgodovino je v svojem delu prikazala Kanjuo-Mrčela (1999), ki je na enem mestu zbrala vse definicije in na ta način prikazala sam razvoj pojma lastništva, katerega opisujem v nadaljevanju.

Po besedah avtorjev naj bi bilo lastništvo družbeni fenomen, saj odseva družbene dogovore oziroma razmerja moči v družbi in ga kot takega lahko definiramo kot sveženj pravic ali »sveženj pravic in obveznosti«. Najbolj razširjena utemeljitev definicije lastništva je t.i. delovna teorija lastništva, ki temelji na tem, da imajo ljudje s svojo inteligenco in delom pravico do tega, kar ustvarijo na lastno pobudo. Da je privatno lastništvo obvezen pogoj za učinkovito izrabo človekovih sposobnosti in učinkovitejšo izrabo virov je menil tudi Aristotel. Na njegovo teorijo se navezuje tudi John Locke, ki gre še dlje in pojem lastništva definira z vidika sistematičnega analitika ter zagovarja dejstvo, da lastništvo ni nastalo na osnovi dogovora, temveč dela vloženega v objekt lastništva. Njegovi argumenti in utemeljitve so se obdržali do te mere, da so jih tudi v nadaljnjem obdobju analitiki uporabljali pri dokazovanju različnih lastniških konceptov (Kanjuo-Mrčela, 1999, str. 19-35).

V 18. stoletju so imeli pri utemeljevanju lastništva pomembno vlogo teoretiki Jean Jacques Rousseau, J. W. F. Hegel in John Stewart Mill. Rousseau je zagovarjal stališče, da je privatna lastnina vir vseh slabosti civilizirane družbe in ponazarja razvoj družbe od naravnega stanja (ljudje so enaki med seboj in živijo v miru) do sodobne družbe (začela so se prva razslojevanja, ki so pripomogla k nastanku privatne lastnine, zaradi katere je nastala država). Hegel je ravno nasprotno dokazoval, da posest in lastnina nista avtomatično pogojeni ena z drugo in se med seboj razlikujeta. Trdi namreč, da je privatna lastnina osnova človekove svobode in predpostavka delovne družbe. Mill je privatno lastnino opredelil kot pravico posameznika, da lahko razpolaga s svojimi zmožnostmi in kar lahko s pomočjo le-teh naredi. Zagovarjal je prepričanje, da je institucije privatne lastnine potrebno razvijati in izpopolnjevati, posledično bi to združene delavce spremenilo v »kolektivne lastnike kapitala, s katerimi poslujejo in delujejo pod vodstvom managerjev, ki jih bodo sami izbirali in zamenjavali«. V tako organiziranem podjetju bi moral delavec, po mnenju Milla, delovati v

konkurenci in na ta način preprečiti monopol posameznih akterjev (Kanjuo-Mrčela, 1999, str. 36-39).

V 19. stoletju je prevladovala definicija teoretika Karla Marxa, ki je v definiranju lastništva postavil ločnico med delovno teorijo lastništva (delo kot osnova prilastitve) in delovno teorijo vrednosti (tu ločimo stališče do dela kot vira vrednosti in dela kot merila vrednosti). Kapitalistični sistem je kritiziral iz vidika, da je to sistem, ki sloni na privatni lastnini, ki služi kot osnova za prilastitve presežka vrednosti ustvarjene v proizvodnji (Kanjuo-Mrčela, 1999, str. 38-39).

Konec 20. stoletja je prišlo do novega trenda oz. novih oblik lastništva, saj se je spremenila njegova narava. S pojavom delničarskega lastništva je postalo lastništvo pravica do dohodka. K temu je pripomogla tudi vse večja odvisnost posameznikov in podjetij od države, tako zaradi zakonodaje kot licenc. Ralf Dahrendorf pojem lastništva ločuje v ožjem in širšem pomenu, in sicer naj bi v obdobju managerskega kapitalizma prišlo do ločevanja med pravno priznanim lastništvom (ožji pomen) in kontrolo sredstev za proizvodnjo (širši pomen). Značilnost teoretičnega razmišljanja o lastništvu v 20. stoletju je odziv na prakso ter posledice privatnega in delničarskega lastništva, ki predstavljata pomembne spremembe za sodobno industrijsko družbo. A. M. Hore je trdil, da je sistem privatne lastnine tudi inherentno distributiven, kar pomeni, da je lastnik lahko oseba z večjimi pravicami do uporabe predmeta lastništva kot ostali. Lockovo definicijo lastništva je C. B. Macpherson razširil z združitvijo političnih in ekonomskih pravic, pri čemer je šla V. Held še dlje in je trdila, da je lastništvo potrebno utemeljevati z osnovnim moralnim principom, ki temelji na ideji, da mora imeti poleg političnih vsak posameznik v družbi, zagotovljene tudi osnovne ekonomske pravice - zadostno število ekonomskih in socialnih dobrin potrebnih za dostojno življenje (Kanjuo-Mrčela, 1999, str. 19-40).

Na podlagi preučene literature lahko sklepamo, da so spremenjeni koncepti lastništva v 20. stoletju še vedno stremeli k doseganju že zdavnaj zastavljenih kriterijev moralnosti, kot sta jih v svoji definiciji lastništva izpostavljala že Rousseau in Hegel. Ne glede na spreminjanje pojma lastništva skozi zgodovino se je le-ta danes dodobra uveljavil (Ivanko et al., 1999, str. 88-90).

1.2 Zgodovina lastniške strukture v slovenskem gospodarstvu

Do konca prve svetovne vojne so bili lastniki večine podjetij v Sloveniji nemško govoreči tujci. Po vojni so narodnoosvobodilni borci na starih temeljih podjetij postavili ali ustanovili » novo« podjetje. Uspešnost teh vodij kot podjetnikov so merili z vidika števila delovnih mest in višine dohodka le teh (Hočevar & Jaklič, 1999). Uspešnost svojih managerjev v posameznih lokalnih skupnostih so delavci v podjetjih in prebivalci lahko ocenjevali v sklopu štirih meril (Hočevar & Jaklič, 1999, str. 55):

- sposobnost managerjev, da so zagotavljali finančne in druge vire,
- sposobnost managerjev, da so z uporabo teh virov ustvarjali nova delovna mesta in omogočali plače,
- možnost gradnje stanovanj in hiš (ugodni stanovanjski krediti za zaposlene),
- možnost štipendiranja otrok zaposlenih, ki so odhajali na šolanje v večja slovenska mesta.

V primeru, da so pripadniki posamezne lokalne skupnosti ocenili, da so njihovi managerji slabši od sosednjih, so lahko uporabili postopke jugoslovanskega samoupravnega sistema in jih odpoklicali. Slovenski managerji, ki niso bili lastniki, so bili v takem položaju oziroma sistemu zaradi hkratne konkurence in sodelovanja motivirani za gradnjo velikih in močnih podjetij. Motivacija za večjo uspešnost in rast podjetij je bila predvsem zunanja – vplivi okolja (Hočevar & Jaklič, 1999, str. 55).

Kanjuc-Mrčela (Ivanko et al., 1999, str. 91) meni, da je kljub vsem kritikam glede privatne lastnine skozi zgodovino, privatizacija eden izmed najpomembnejših procesov, ki so zaznamovali konec 20. stoletja. Privatizacija je namreč gospodarski proces spreminjanja državnih in družbenih podjetij, ki je po vsem svetu prisotna že od 70-ih let naprej.

Na tem mestu se nam postavi vprašanje, kakšen je bil proces privatizacije nekdanje družbene lastnine v Sloveniji. Po mnenju Kordeža (2015, str. 57) naj bi veljalo prepričanje, da je bil to zgrešen proces, ki je omogočil razprodajo in krajo nekdanjega družbenega premoženja.

1.3 Proces privatizacije in koncentracija družbene lastnine v Sloveniji

Raven managerskega lastništva je v današnjem času v veliki meri povezana z načinom privatizacije družbene lastnine. Zavedati se moramo dejstva, da je bil ob osamosvojitvi Slovenije pretežni del gospodarstva v družbeni lastnini. S preučevanjem podrobnejšega procesa privatizacije se je bolj podrobno ukvarjal Kordež (2015, str. 57-68), čigar delo bom v nadaljevanju podrobneje predstavila.

Razdelitvena privatizacija se je v Sloveniji izvajala preko izdaje lastniških certifikatov. Raziskave, ki so bile narejene v ta namen, so pokazale, da se je med prebivalstvo Slovenije razdelilo okoli 60 % družbene lastnine, v neposredni lasti države je ostalo okoli 20 % podjetij, po 10 % vsakega podjetja pa sta prejela v upravljanje in last Kapitalska družba (v nadaljevanju KAD), ki je sredstva uporabila za potrebe in financiranje pokojninske blagajne, ter Slovenska odškodnina družba (v nadaljevanju SOD), ki je sredstva namenila za poplačilo obveznosti do denacionalizacijskih upravičencev (tistih, ki niso dobili premoženja vrnjenegega v naravi). Podjetja so se med prebivalstvo razdelila preko izdaje certifikatov. To so bila potrjena v vrednosti med 100 in 400 takratnih tolarjev, ki jih je, glede na starost, dobil vsak državljan in je lahko z njimi sodeloval v »nakupih« pri podjetjih. Zaposleni in njihovi

družinski člani so lahko te certifikate vnovčili v podjetjih, kjer so bili zaposleni, ali pa so sodelovali na javnih dražbah pomembnejših podjetij, ki jih je država neposredno prodajala. Najpogostejši način je bil pridobivanje lastništva preko pooblaščenih investicijskih družb. Ljudje so v sklade investicijskih družb vložili svoje certifikate, ki so nato sodelovali na dražbah, na katerih je država prodajala preostala podjetja in 20 % tistih podjetij, ki so jih sicer odkupovali zaposleni (Kordež, 2015, str. 57-59).

Podjetja so bila na dan 1.1.1993 dolžna izvesti cenitev. Skupno vrednost vsega družbenega premoženja so takrat ocenili na okoli 7,5 milijarde evrov. Celotni proces prenosa lastništva, kot prva faza privatizacije, je potekal dokaj transparentno in korektno. Zatem je sledila druga faza privatizacije in sicer konsolidacija lastništva, v kateri so se pojavili tudi tuji kupci. V Sloveniji je bila njihova vloga relativno šibka. Prišlo je sicer do nekaj odmevnejših nakupov (npr. Lek d. o. o.), toda do večjega obsega prodaje ni prišlo. Na začetku so bile cene podjetij relativno nizke zaradi pomanjkanja finančnih sredstev, negotovega gospodarskega okolja in dilem o bodočih gibanjih. Cene nekaterih podjetij so bile celo močno pod ocenjeno vrednostjo, saj so se zaradi možnosti polovične nakupne cene ob gotovinskem odkupu s strani zaposlenih v procesu notranjega odkupa zniževale. Vodstva družb so v zaupanju in navezanosti ljudi na podjetja videli priložnost in so do leta 2002 in še kakšno leto dlje, izvedla večji del managerskih odkupov podjetij. V tem obdobju je torej večina vseh srednjih in malih podjetij prešla v roke ožjega kroga ljudi, medtem ko večja podjetja, vsaj v začetnem obdobju, praviloma niso bila tarča prevzemov (Kordež, 2015, str. 59-60).

V tistem času so bili v večji meri izvedeni odkupi podjetij s strani vodstva. Po mnenju Kordeža (2015, str. 60) so bila v odkup praviloma zajeta tista podjetja, ki so se kasneje uspešno razvijala. V odkupe naj bi bila zajeta tudi podjetja, ki so zašla v finančne težave. Razlogi za to naj bi bili poslovna politika in zunanji razlogi, ne nakupna cena. Omenjeno velja predvsem za sektor gradbeništva, kjer razlog za propad ni bila previsoka nakupna cena ali obveznosti podjetja, temveč izključno naložbene aktivnosti podjetij, ki so bile v celoti financirane s posojili, ter več kot polovično zmanjšanje obsega poslovanja celotne panoge gradbeništva v obdobju 2008-2011. Zaradi relativno nizke tržne cene prevzemov podjetij, ugodnih gospodarskih razmer in pravilne razvojne politike so bili po mnenju Kordeža (2015, str. 62) izvedeni managerski prevzemi praviloma uspešni (z izjemo gradbeništva), saj se jih veliko še danes uvršča med nosilce gospodarskega razvoja (Hidria, Kolektor, Impol, TAB, BTC, Iskratel, Avtotehna, Dinos, Jub, Salus, Kemofarmacia,...). Podjetje je odkup praviloma plačalo samo iz svojega denarnega toka (Kordež, 2015, str. 60-62).

Damijan (2012) meni, da gre v primeru managerskega prevzema predvsem za izčrpavanje denarnih sredstev prevzetega podjetja, ki mora poplačati svoj lastni prevzem, oziroma naj bi bil pri prevzemih glavni cilj do konca izčrpati podjetje, kar pomeni, da podjetje ostane popolnoma brez denarnih sredstev, kar ga pripelje do bankrota in propada. Kovačič (1991) je opozoril še na dejstvo, da je pri managerskih odkupih podjetja največja nevarnost prizadevanje vodilnih struktur, da s slabšim poslovanjem najprej znižajo vrednost podjetja,

ki bi ga potem odkupili. V alternativnih modelih delitve dobička (angl. *profit sharing system*) si morajo managerske skupine najprej prizadevati za uspešno poslovanje oz. ustvarjanje dobička in na tak način izboljšati svoj finančni položaj v podjetju (Kovačič, 1991, str. 38).

V obdobju do leta 2002 je, poleg odkupov s strani tujcev in managementa, potekala še tretja faza privatizacije, ki se je izvajala preko pooblaščenih investicijskih družb. Le-te so zaznale priložnost ter v času nizkih cen delnic skladov in v nekaterih primerih preko odkupa delnic v lasti posameznikov postale pomemben lastnik. Z omenjeno preprodajo so si lahko nekateri upravljavci in ostali lastniki ustvarili določeno premoženje, ki je v primeru, da so se do leta 2007 (zlom borznih cen) umaknili iz dogajanja tudi ostalo v njihovi lasti. V času evforije borznih cen, koncentracije lastništva in priložnosti za pridobivanje zaslužka, so skladi najemali posojila, banke so jih, ne glede na nizke denarne tokove in že takrat precenjene naložbe, radodarno odobravale, in tako so od države, drugih podjetij ali posameznikov kupovali dodatne deleže v družbah. Po letu 2008 so zaradi padca cen delnic na borzi in zadolženosti podjetij skoraj vsi skladi zašli v finančne težave. Lastniki so večji del svojega premoženja izgubili, manjši delničarji so sicer imeli ugodne možnosti izstopa ali prodaje deležev, vendar se pogosto za to niso odločili, čakali so namreč na boljše in višje cene in na koncu vse izgubili (Kordež, 2015, str. 62).

Managersko vodstvo v javnih podjetjih je ob zlomu gospodarskega sektorja poskušalo izkoristiti priložnost za pridobivanje dodatne lastnine, še preden bi bil sprejet privatizacijski zakon. Knjigovodsko vrednost javnega kapitala v podjetjih, kjer so delovali, je s pomočjo različnih prijemov poskušalo znižati v upanju, da bodo managerske odkupe lahko izvedli po sprejemu privatizacijskega zakona. Nato so čakali, da se privatizacijski zakon ustali. Potemtakem so bili glavni povodi za prisvojitve javnega premoženja obstranska podjetja, kjer se je poleg vsega stekala v privatne roke tudi javna lastnina (Rus, 1999, str. 48-50).

Zaradi načrtnega umikanja iz lastništva se je lastniški delež države v podjetjih v času gospodarske rasti do leta 2008 postopno zmanjševal. V zadnjih petih letih krize se je zaradi poslovnih težav in prezadolženosti precejšnjega števila podjetij lastniška vloga države ponovno okrepila. Precej lastniških deležev so zasegle predvsem banke v državni lasti. V primerjavi z ostalimi tranzicijskimi državami je delež državne lastnine danes v Sloveniji relativno visok (Kordež, 2015, str. 355-356).

1.4 Managersko lastništvo

Managersko lastništvo je ena izmed oblik lastništva. Managerji lastništvo opredeljujejo kot motivacijo za izboljšanje učinkovitosti, procesa strateškega odločanja in spodbujanje strategije zniževanja stroškov (Green, 1992). Barle in Means (1932) sta s svojim delom med prvimi postavila vprašanje konflikta med managerji in lastniki. Njuna razlaga je preprosta, in sicer menita, da je potrebno funkcijo lastništva in nadzora v podjetju vzporedno z

razvejanostjo odnosa med lastninskimi pravicami in z njo povezane formalne moči ločiti. Po njunem mnenju je namreč vpliv managerskega lastništva na vrednost podjetja povezan s predpostavko, da je vrednost podjetja odvisna od razdelitve lastništva med managerji in ostalimi lastniki. V eni izmed novejših raziskav malih in srednjih podjetij v Nemčiji sta Mueller in Spitz (2002) prišla do spoznanja, da so podjetja v 100 % managerskem lastništvu uspešnejša. Po njunem mnenju uspešnost ne izhaja zgolj iz reševanja konflikta med managerji in lastniki, temveč tudi iz drugih psiholoških dejavnikov ter t. i. »podjetniških učinkov«, saj naj bi managerji, ki so hkrati tudi lastniki podjetja, bolje zaznavali in izkoriščali poslovne priložnosti (Mueller & Spitz, 2002).

Po mnenju Demsetza in Villalonga (2001, str. 17), Himmelberga et al. (1999, str. 357) in Kola (1996, str. 419) je managersko lastništvo določeno s strani lastnikov, medtem ko Mueller in Spitz (2002, str. 17) menita, da managerji sami določijo raven lastništva. Med najpogostejše determinante lastništva uvrščata lastne interese po zaslužku, stopnjo tveganosti družbe, signal o kvaliteti podjetja (managerji lahko po določenem nivoju tveganja upnike in delničarje le z lastnim lastniškim deležem v podjetju prepričajo o uspešnosti podjetja) ter velikost družbe (velika podjetja imajo več zunanjih lastnikov).

Še vedno aktualna tema, tudi v Sloveniji, se nanaša na vprašanje, kako uravnotežiti in optimizirati interese managerjev in lastnikov, da bi na ta način dosegli čim bolj učinkovit sistem vladanja v podjetju. Po mnenju Peklarja in Podbevška (2002, str. 46) je najbolj očitna in splošna rešitev tega problema vključitev managementa med lastnike. Ob predpostavki, da je lastništvo ustrezno veliko in da je razpolaganje z delnicami ustrezno razporejeno, se v trenutku, ko postane direktor podjetja tudi njegov delničar, konflikt interesov odpravi (Peklar & Podbevšek, 2002, str. 46).

Na podlagi preučene literature se je izkazalo, da ima managersko lastništvo različne vplive na uspešnost poslovanja podjetij, zato bom v nadaljevanju skozi preučevanje zakonodaje in zgodovinskega razvoja bolj podrobno opredelila, kako managersko lastništvo dejansko vpliva na uspešnost podjetij in kako pomembna je motivacija za uspešno delovanje managerja v podjetju.

2 USPEŠNOST POSLOVANJA PODJETJA

Pogled na uspešnost podjetij se je v svetu začel spreminjati predvsem zaradi razvoja gospodarstva in gospodarskega sistema, ki je pred teorijo in prakso postavljajal določene probleme (Bergant, 2010, str. 108). V najširšem smislu pomeni spremljanje uspešnosti merjenje, ocenjevanje in presojanje. Precej širše je sodobno razumevanje uspešnosti poslovanja. Številni viri opredeljujejo spremljanje uspešnosti poslovanja podjetja kot nenehen proces merjenja, ocenjevanja in presojanja uspešnosti podjetja s pomočjo izbranih finančnih in nefinančnih kazalcev. Sodobno spremljanje uspešnosti se v osnovi navezuje na

namen obstoja podjetja, oziroma na njegovo poslanstvo, in namenja veliko pozornost strategiji (Rejc, 2002, str. 66-68).

Za analiziranje je pomembno, da razlikujemo med učinkovitostjo in uspešnostjo. Uspešnost je za razliko od učinkovitosti pojem, ki pomeni doseganje zastavljenih ciljev in nam daje odgovor, ali delamo prave stvari (Bergant, 2010, str. 99). Podjetje je lahko učinkovito (posluje povsem normalno z ustvarjanjem izdelkov in prodajo storitev na trgu), vendar neuspešno, če na trgu ne doseže dobrih prodajnih cen (Turk, 1990, str. 288).

Mero uspešnosti lahko izrazimo z več t. i. delnimi merami ali kazalniki uspešnosti poslovanja (Tekavčič, 1995, str. 67-68):

- **produktivnost dela:** doseganje čim večje količine poslovnih učinkov v enoti del. časa;
- **ekonomičnost:** doseganje čim nižjih stroškov na izdelek;
- **rentabilnost:** doseganje čim večjega rezultata oziroma dobička na enoto sredstev.

Domači strokovnjaki opozarjajo, da zgolj njihova hkratna obravnava omogoča celovit vpogled v uspešnost poslovanja posameznega podjetja, medtem ko tuji strokovnjaki navajajo rentabilnost kot temeljno mero uspešnosti poslovanja (Tekavčič, 1995, str. 66-68). Še več, v svetovni literaturi lahko celo zasledimo potrebo po novih sodilih za presojanje uspešnosti poslovanja podjetij. Med le-te vključujejo nefinančne kazalce presojanja uspešnosti poslovanja, ki merijo učinkovitost posameznih delov poslovnega procesa (Tekavčič, 1995, str. 73).

2.1 Merjenje uspešnosti poslovanja podjetja

Merjenje uspešnosti poslovanja podjetja je največkrat usmerjeno na finančno analizo podjetja, saj ravno finančne rezultate največkrat tolmačimo kot odraz poslovanja podjetja. Finančni vidik lahko definiramo kot člen, ki povezuje poslovodni sistem in preizkuša ustreznost strategij ter vseh ostalih elementov poslovodnega sistema (Brewer, Chandra, & Hock, 1999, str. 9).

Splošno sprejete klasifikacije modelov merjenja uspešnosti podjetij ni, lahko pa povzamemo, da obstaja tradicionalni in sodobni način merjenja uspešnosti. V Tabeli 1 so prikazane temeljne razlike med tradicionalnim in sodobnim sistemom kazalnikov, ki se uporabljajo za merjenje učinkovitosti poslovanja.

Tabela 1: Tradicionalni in sodobni sistem kazalnikov za merjenje učinkovitosti poslovanja

Tradicionalno merjenje uspešnosti	Sodobno merjenje uspešnosti
Finančna naravnost	Naravnost na stranke
Usmerjen v preteklost	Usmerjen v prihodnost
Kratkoročni vidik	Dolgoročni strateški pogled
Delno prilagodljiv	Visoko prilagodljiv
Osredotočen navznoter	Osredotočen navzven
Po področjih	Združevalen
Ločeno obravnavanje rezultatov	Istočasno obravnavanje rezultatov
Nezadostna analiza odstopanja	Odstopanja so neposredno določena
Posamezno spodbujanje zmogljivosti	Skupinsko spodbujanje zmogljivosti
Posamezno učenje	Učenje celotne organizacije

Vir: A. Nemeč, Nekateri metode merjenja zmogljivosti poslovnega sistema, 2000, str. 498.

Sodobno merjenje uspešnosti, za razliko od tradicionalnega merjenja, opredeljuje merjenje na operativni ravni, kar pomeni, da je zajemanje podatkov veliko bolj razvejano, podrobno in celovito. Za uspešnost merjenja na operativni ravni je pomembna tudi razširjenost in strinjanje zaposlenih z vizijo in strateškimi cilji podjetja (Nemeč, 2000, str. 497).

V empiričnem delu naloge bom uporabila tradicionalno merjenje uspešnosti poslovanja podjetja, pri čemer se bom osredotočila na eno izmed metod analiziranja računovodskih izkazov, zato se bom v nadaljevanju posvetila opisovanju teh metod in pustila sodobne načine merjenja uspešnosti ob strani.

2.2 Analiziranje računovodskih izkazov

Računovodski izkazi vsebujejo največ informacij o finančnem položaju in uspešnosti poslovanja podjetij, zato so za interesirane skupine, ki so povezane s podjetjem (npr. lastniki, posojilodajalci, kupci, zaposleni, javnost itd.), tudi najpomembnejši vir podatkov. V računovodskih izkazih so podani absolutni podatki, kateri sami zase dajejo neko sliko poslovanja posameznega podjetja, vendar je ta velikokrat omejena in nepregledna, zato je potrebno absolutne podatke še podrobneje analizirati in jih ustrezno prikazati. Ko zbiramo računovodske podatke za več podjetij, moramo paziti, da so vzeti podatki veljavni in logični, zato je pomembno, da pri analiziranju podatkov upoštevamo še pojasnila k računovodskim izkazom. Pri analizi računovodskih izkazov se moramo tudi zavedati, da se le-ti nanašajo na preteklo poslovanje podjetja ter kot taki, še posebej bilanca stanja, kažejo stanje podjetja v določenem trenutku in se lahko hitro spremenijo. Hkrati pa podjetja zaradi želje po boljšem prikazovanju stanja konec leta izvajajo transakcije, ki kratkoročno »izboljšujejo« prikazani položaj podjetja (Igličar & Hočevnar, 1997, str. 219-221).

Za analiziranje računovodskih izkazov v podjetjih, se najpogosteje uporabljajo tri metode:

- vodoravna analiza,

- navpična analiza in
- analiza s kazalniki.

Z vodoravno analizo se ugotavlja vrednostni znesek in odstotek spremembe določene postavke v računovodskih izkazih. Pri tej analizi so postavke v predhodnem obdobju osnova za primerjanje s postavkami zadnjega leta. S to analizo dobimo informacijo o velikosti, smeri in relativni pomembnosti sprememb posameznih postavk oziroma skupine postavk. Tovrstne informacije nam podajo podatek o tem, ali se je poslovanje podjetja poslabšalo ali izboljšalo, oziroma lahko ugotovimo, na katerih področjih poslovanja so potrebne spremembe (Hočevar, Igličar, & Zaman, 2001, str. 401-402).

Z navpično analizo proučujemo pomembnost in smer sprememb. Postavke v računovodskih izkazih se pri tej analizi prikazujejo kot relativni deleži glede na izbrano celoto, kar omogoča primerjavo med dvema podjetjema v isti gospodarski panogi (Hočevar et al., 2001, str. 404-405).

Pri analizi računovodskih izkazov se največkrat uporablja analiza s kazalniki, ki so relativna števila, dobljena z delitvijo določene ekonomske kategorije s kako drugo. Kazalnike lahko razčlenimo na stopnje udeležbe (ali odstotke udeležbe), indekse in koeficiente. Ponavadi je izračun kazalnika najpreprostejši del, bistveno pomembnejša je vsebinska razlaga izračunane vrednosti. Posamezni kazalnik ima izrazno moč šele, ko ga primerjamo z vrednostjo kazalnikov iz preteklih obdobj ali pri konkurenčnih podjetjih. Pri primerjavi se velikokrat postavlja vprašanje priporočljive vrednosti posameznega kazalnika, za kar pa ni preprostega odgovora.

V zadnjem času se t.i. zlatega pravila o priporočljivi vrednosti posameznega kazalnika ne izpostavlja več, temveč se poudarjajo posebnosti poslovanja posameznega podjetja in presojanje vrednosti kazalnika s tega vidika (Hočevar & Igličar, 1997, str. 229-230).

2.3 Računovodski kazalniki (kot merilo uspešnosti poslovanja)

Slovenski računovodski standardi (Ur. l. RS, št. 118/05, 10/06-popr., 58/06, 112/06-popr., 112/06-popr., 3/07, 12/08, 119/08, 1/10, 90/10-popr., 80/11, 2/12, 64/12, 94/14, 2/15-popr., 95/15 in 98/15, v nadaljevanju SRS 2015) so do leta 2015 opredeljevali računovodske kazalnike, v letu 2016 so v veljavo stopili Slovenski računovodski standardi (Ur.l.RS, št. 95/15, v nadaljevanju SRS 2016), ki ne obravnavajo več nobenih kazalnikov. SRS so opredeljevali računovodske kazalnike kot relativna števila, ki se nanašajo na gospodarske kategorije, o katerih obstajajo računovodski podatki. So pregleden način podajanja informacij uporabnikom, ki se zanimajo za uspešnost poslovanja posameznega podjetja (v Ban & Tekavčič, Slapničar, b.1., str. 1).

Finančne in bančne institucije so na začetku 20. stoletja uporabljale analizo poslovanja z računovodskimi kazalniki za ugotavljanje finančnega premoženja in uspešnosti poslovanja podjetja ter za sposobnost odplačevanja posojil (Tyran, 1992, str. 135-136). Avtorji različno opredeljujejo namene analize poslovanja z računovodskimi kazalniki. Petty (1993, 450) meni, da analiza poslovanja z računovodskimi kazalniki omogoča standardizacijo določene kategorije in na podlagi tega različne primerjave. Tyran (1992) meni, da analiza prikazuje prednosti in pomanjkljivosti v povezavi z okoljem podjetja.

Vrednosti kazalnikov je smiselno preučevati glede na obdobje ter s sorodnim podjetjem ali povprečjem panoge (Igličar & Hočevnar, 1997, str. 229-230). S kazalniki lahko opravimo dva načina analize kazalnikov (Kavčič, 2001, str. 24):

- panožna primerjalna analiza (primerjamo vrednosti kazalnika posameznega podjetja),
- analiza trenda (opazujemo gibanje kazalnika v daljšem časovnem obdobju).

Finančna analiza je običajno analiza računovodskih kazalnikov (Turk, 2000, str. 17). Na podlagi primerjave kazalnikov so vidne spremembe ob koncu obračunskega obdobja, niso pa razvidni razlogi zanje. Obstaja tudi nevarnost, da analitik spregleda določene izjemne vplive in spremembe, ki so bistveno vplivale na izračunano velikost kazalnikov. Zato je potrebno opazovati kazalnike v več zaporednih obračunskih obdobjih, saj s tem izravnamo vplive in spremembe v posameznih obdobjih. Učinkovitost primerjave kazalnikov med različnimi podjetji povečamo tako, da uporabimo večje število podjetij in na podlagi tega ugotavljamo pozitivna in negativna odstopanja od povprečja (Košir, 2003, str. 16-17). Priporočljivo je tudi, da uporabimo sestavljene primerjave tako v podjetju kot tudi med podjetji. Te primerjave so posredne in neposredne (Košir, 2003, str. 17). V Tabeli 2. so prikazane posredne in neposredne primerjave kazalnikov znotraj podjetja in med podjetji.

Tabela 2: Neposredne in posredne primerjave kazalnikov znotraj podjetja in med podjetji

	Neposredne primerjave	Posredne primerjave
Znotraj podjetja	Primerjave kazalnikov različnih obračunskih obdobj in primerjave kazalnikov z načrtovanimi vrednostmi kazalnikov.	Primerjave posameznih kazalnikov z ostalimi kazalniki podjetja.
Med podjetji	Primerjave kazalnikov različnih podjetij v istem obračunskem obdobju, primerjave kazalnikov podjetij v različnih obračunskih obdobjih in primerjave kazalnikov različnih podjetij s »primernimi« vrednostmi kazalnikov.	Primerjave kazalnikov posameznih podjetij z drugimi kazalniki drugih podjetij.

Vir: A. Košir, Sistem kazalnikov za presojanje uspešnosti poslovanja v podjetju Telekom Slovenije, 2003, str. 17.

Temeljni problem, ki izhaja iz strokovne literature in se nanaša na računovodske kazalnike, je, da ni normativov, ki bi označevali optimalno velikost posameznega kazalnika (Košir, 2003, str. 17). Smiselna primerjava kazalnikov predpostavlja (Duhovnik, 2002, str. 177):

- podatkovno podlago za izračun kazalnikov, ki je oblikovana na primerljivih sodilih;
- prilagoditve podatkovne podlage za različna obračunska obdobja in različna področja poslovanja, ki so medsebojno primerljive.

Zgoraj navedeno pomeni, da morajo biti postavke iz računovodskih izkazov, ki jih vključujemo v izračune kazalnikov, primerljive tako po vsebini kot vrednotenju. Posebno pozornost moramo posvetiti tudi tehniki izračunavanja kazalnikov in razlagi dobljenih rezultatov, kar bom v nadaljevanju tudi izpostavila.

2.4 Skupine računovodskih kazalnikov merjenja uspešnosti poslovanja podjetja v skladu s Slovenskimi računovodskimi standardi

Glede na to, da v svojem magistrskem delu analiziram obdobje od leta 2008 do vključno 2014, bom pri svojem delu upoštevala SRS 2015, ki so bili v tistem obdobju še v veljavi. SRS 2015 so opredeljevali dvainšestdeset kazalnikov, ki so po vsebini razdeljeni v naslednje skupine računovodskih kazalnikov:

- temeljni kazalniki stanja financiranja (vlaganja),
- temeljni kazalniki stanja investiranja (naložbenja),
- temeljni kazalniki vodoravnega finančnega ustroja,
- temeljni kazalniki obračanja,
- temeljni kazalniki gospodarnosti,
- temeljni kazalniki dobičkonosnosti (v primeru izgube negativne dobičkonosnosti),
- temeljni kazalniki dohodkovnosti in
- računovodski kazalniki denarne tokovnosti.

Računovodske kazalnike za notranje potrebe izbere podjetje samo glede na posebnosti svojega poslovanja in objektivne možnosti merjenja. Obvezne računovodske kazalnike je opredeljeval SRS 30. Način izračunov kazalnikov je zapisan opisno, zato se v praksi zaradi poenostavljanja za osnove uporabljajo različne gospodarske osnove. Nekatere postavke, ki se vključijo v izračun kazalnikov, niso neposredno razvidne iz računovodskih izkazov, zato so potrebne prilagoditve pri izračunu. Smiselno bi bilo, da bi se vsebine posameznih gospodarskih kategorij določile bolj nedvoumno in da bi se v podrobnejšem navodilu navedli konti ali postavke iz računovodskih izkazov. Na ta način bi omogočili večjo primerljivost med izračunanimi kazalniki posameznih podjetij (Kavčič, 2001, str. 33).

Po mnenju Berganta (1998, str. 23) bi bilo potrebno SRS glede izboljšanja izrazne moči z vidika zunanjih pa tudi notranjih uporabnikov dopolniti. Ob tem se je potrebno zavedati, da je povečanje izrazne moči računovodskih izkazov za zunanje uporabnike neposredno povezano z možnimi stroški zmanjšanja konkurenčnih prednosti ali razkritij konkurenčnih

pomanjkljivosti. To dejstvo bo najbrž tudi še v prihodnje določalo oviro, da bi investitorji lahko na podlagi najboljših informacij učinkoviteje investirali svoj kapital.

2.5 Obvezni računovodski kazalniki merjenja uspešnosti poslovanja podjetja v skladu s Slovenskimi računovodskimi standardi

S poslovnim letom 2006 so bili v Slovenskih računovodskih standardih uvedeni obvezni računovodski kazalniki, ki so bili obvezna sestavina prilog k letnim računovodskih izkazom pri zunanjem poročanju. Obvezne računovodske kazalnike so opredeljevali SRS 30. V Tabeli 3 je prikazanih 11 obveznih računovodskih kazalnikov, ki so jih morala vsebovati letna poročila.

Tabela 3: Obvezni računovodski kazalniki v skladu s Slovenskimi računovodskimi standardi

Skupina kazalnika	Ime kazalnika	Izračun
Temeljni kazalnik stanja financiranja (vlaganja)	Stopnja lastniškosti financiranja	Kapital / obveznosti do virov sredstev
	Stopnja dolgoročnosti financiranja	Vsota kapitala in dolgoročnih dolgov (skupaj z rezervacijami) ter dolgoročnih pasivnih časovnih razmejitev / obveznosti do virov sredstev
Temeljni kazalniki stanja investiranja (naložbenja)	Stopnja osnovnosti investiranja	Osnovna sredstva (po knjigovodski vrednosti) / sredstva
	Stopnja dolgoročnosti investiranja	Vsota osnovnih sredstev in dolgoročnih aktivnih časovnih razmejitev (po knjigovodski vrednosti), naložbenih nepremičnin, dolgoročnih finančnih naložb in dolgoročnih poslovnih terjatev / sredstva
Temeljni kazalniki vodoravnega finančnega ustroja	Koeficient kapitalske pokritosti osnovnih sredstev	Kapital / osnovna sredstva (po knjigovodski vrednosti)
	Koeficient neposredne pokritosti kratkoročnih obveznosti (hitri koeficient)	Likvidna sredstva / kratkoročne obveznosti
	Koeficient pospešene pokritosti kratkoročnih obveznosti (pospešeni koeficient)	Vsota likvidnih sredstev in kratkoročnih terjatev / kratkoročne obveznosti

se nadaljuje

Tabela 3: Obvezni računovodski kazalniki v skladu s Slovenskimi računovodskimi standardi (nad.)

Skupina kazalnika	Ime kazalnika	Izračun
	Koeficient kratkoročne pokritosti kratkoročnih obveznosti (kratkoročni koeficient)	Kratkoročna sredstva / kratkoročne obveznosti
Temeljni kazalniki dobičkonosnosti (v primeru izgube negativne donosnosti)	Koeficient čiste dobičkonosnosti kapitala	Čisti dobiček obračunskega obdobja / povprečni kapital (brez čistega poslovnega izida obračunskega obdobja)
	Koeficient dividendnosti osnovnega kapitala	Vsota dividend za poslovno leto / povprečni osnovni kapital.

Vir: SRS 2015, Uradni list RS, št. 118/05, 10/06-popr., 58/06, 112/06-popr., 112/06-popr., 3/07, 12/08, 119/08, 1/10, 90/10-popr., 80/11, 2/12, 64/12, 94/14, 2/15-popr., 95/15 in 98/15, str. 210-216.

V nadaljevanju so opisani samo tisti obvezni kazalniki po SRS 2015, ki jih bom v nadaljevanju vključila v empirični del magistrskega dela.

2.5.1 Temeljni kazalnik stanja financiranja (vlaganja)

Temeljni kazalniki stanja financiranja so usmerjeni v analiziranje pasivne strani financiranja podjetja, kjer nas zanimajo predvsem delež kapitala, dolgovi in časovnih razmejitev v strukturi vseh virov financiranja. Kazalniki stanja financiranja so kot odraz tveganosti glede vračil glavnice in obresti pomembni pri dolgoročnih odločitvah glede politike financiranja podjetja in pri posojilodajalcih (Igličar & Hočevar, 1997, str. 231).

Način financiranja ima vpliv na velikost finančnega tveganja in s tem posledično na donos podjetja. Slapničar (v Ban & Tekavčič, 2001, str.9-10) navaja, da v primerih, ko podjetje uporablja cenejše vire financiranja od kapitala, v uspešnih obdobjih nadpovprečno poveča dobičkonosnost kapitala, v manj uspešnih obdobjih pa jo nadpovprečno zmanjša. S tem postane v nestabilnem okolju financiranje podjetja z zadolževanjem finančno tvegano, zato zahtevajo lastniki kapitala večjo dobičkonosnost glede na vložek. Pri financiranju s kapitalom velja obratno, saj je to razmeroma dražji vir financiranja, ki zagotavlja stabilnost donosov lastnikov in večjo varnost naložb upnikov (Ban & Tekavčič, 2001, str. 76).

Podjetje, ki zasleduje cilje lastnikov, poskuša doseči optimalno strukturo kapitala z dosegom najvišje tržne vrednosti delnice. Na podlagi tega določi ustrezno razmerje med dolgom in kapitalom (Brigham & Houston, 1998, str. 503-511). Ravno zaradi lažjega analiziranja strukture financiranja oz. presojanja ugodne sestave obveznosti do virov sredstev in

vplivanja donosov ter prikaza finančnega tveganja, Slapničar (v Ban & Tekavčič, 2001, str. 9-10) meni, da podjetja izračunavajo kazalnike financiranja.

2.5.1.1 Stopnja lastniškosti financiranja

Izračuna se po obrazcu:

$$\frac{\textit{kapital}}{\textit{obveznosti do virov sredstev}} \quad (1)$$

Kot je razvidno iz enačbe (1) se stopnja lastniškosti financiranja kaže kot delež kapitala v celotni pasivni strani podjetja, oziroma kolikšna je stopnja lastniškega financiranja, to je tistega trajnega financiranja, ki so ga omogočili lastniki kot prinašalci osnovnega kapitala. Kot kapital je potrebno upoštevati celotno stanje vseh postavk lastniškega kapitala v danem trenutku, kot obveznost do virov sredstev je potrebno vzeti celotno pasivno stran bilance zmanjšano za nevplačani vpisani kapital ali za znesek odkupljenih lastnih delnic (v primeru, ko je za to vrednost zmanjšan osnovni kapital). Glede na navedeno se razlikuje tudi izrazna moč kazalnika (Turk et al., 1999, str. 608-609).

Večja kot je vrednost kazalnika, večji je delež kapitala med celotnimi viri sredstev. Vrednost kazalnika 1 oz. 100 % pomeni, da podjetje nima dolgov in so vsa sredstva financirana s kapitalom podjetja. Vrednost tega kazalnika pove, kolikšna je finančna odvisnost podjetja od zunanjih virov financiranja, torej kolikšna je zadolžitev podjetja. Optimalno vrednost tega kazalnika je težko določiti predvsem zaradi dvojnega interesa v podjetju. Za posojilodajalce je pomembno, da je vrednost tega kazalca čim višja (v tem primeru je zadolžitev manjša), lastniki kapitala pa so zainteresirani, da je delež kapitala v financiranju čim manjši in da se podjetje financira tudi s posojili (obresti jim sicer zmanjšujejo dobiček podjetja, hkrati pa zmanjšujejo davčno osnovo oziroma davek iz dobička (Hočevar et al., 2001, str. 408-409).

2.5.2 Temeljni kazalniki vodoravnega finančnega ustroja

Kazalnike vodoravnega finančnega ustroja velikokrat imenujejo tudi kot kazalnike plačilne sposobnosti ali kazalnike plačilne sposobnosti in solventnosti (Hočevar et al., 2001, str. 415). Plačilna sposobnost pomeni sposobnost podjetja, da razpolaga z ustreznimi likvidnostnimi sredstvi za pravočasno izvedbo potrebnih plačil. To je mogoče doseči z usklajevanjem materialnih in finančnih tokov, z rastjo finančne moči ter ohranjanjem in vzpostavljanjem finančnega ravnotežja (Ban & Tekavčič, 2001, str. 77).

Plačilna sposobnost podjetja se ugotavlja s primerjavo časa zapadlosti obveznosti do virov sredstev, s časom, ki je potreben za unovčenje sredstev (v Ban & Tekavčič, Slapničar, b.1., str. 11). Pri financiranju sredstev lahko podjetje zasleduje tri politike (Brigham & Houston, 1998, str. 662-664):

- **izenačevanje ročnosti** (angl. *maturity matching*): dolgoročna sredstva so financirana z dolgoročnimi viri (kapital in dolgoročni dolg podjetja);
- **agresivno politiko** (angl. *agressive approach*): s kratkoročnimi viri je pokrit tudi del dolgoročnih sredstev;
- **konzervativno politiko** (angl. *conservative approach*): kratkoročna in dolgoročna sredstva so v celoti pokrita z dolgoročnimi viri.

Pri agresivni politiki ima podjetje nižje stroške financiranja, možnost hitrejšega pridobivanja virov financiranja in visoko stopnjo prilagodljivosti, vendar se zaradi zapadlosti dolga pred unovčenjem sredstev srečuje tudi s tveganjem plačilne sposobnosti. Obratno se dogaja pri konservativni politiki financiranja (Ban & Tekavčič, 2001, str. 77). Ravno zaradi želje po izenačevanju ročnosti sredstev in obveznosti do virov sredstev ter izogitvi plačilne nesposobnosti podjetja izračunavajo kazalnike plačilne sposobnosti (Turk et al., 1999, str. 616-617).

Pri temeljnih kazalnikih vodoravnega finančnega ustroja izhajamo iz podatkov na aktivni in pasivni strani bilance ter jih primerjamo med seboj (Turk et al. 1999, str. 614). Ti kazalniki so pomembni za posojilodajalce, predvsem pri odobritvi kratkoročnih posojil, saj je od vrednosti kazalcev odvisno njihovo tveganje. Manjša kot je vrednost teh kazalcev, večje je tveganje posojilodajalcev, da bodo od podjetja dobili povrnjeno glavnico in obresti. Za poslovodstvo podjetja so ti kazalniki pomembni kot pokazatelji kreditne sposobnosti podjetja pri posojilodajalcih. Od kreditne sposobnosti podjetja je namreč odvisna odobritev posojila in tudi višina obrestne mere. Slabost kazalnikov vodoravnega finančnega ustroja je njihova statičnost, oziroma izražanje ekonomske kategorije na določen dan (Hočevnar et al., 2001, str. 415).

Kot ugotavlja Duhovnik (1995, str. 36) je finančno ravnotežje vprašanje usklajene ročnosti sredstev in obveznosti do njihovih virov in ne vprašanje razmerja med kapitalom in dolgovi. Na tej podlagi temeljijo pravila vodoravne finančne sestave, katere najožja opredelitev je zlato bilančno pravilo, ki zahteva, da so najmanj stalna sredstva financirana s kapitalom. Pri zlatem bilančnem pravilu je potrebna kritična presoja, saj ima lahko veliko vrst postavk kapitala kratkoročno naravo (na primer dobiček podjetja, namenjen za razdelitev), medtem ko dolgoročni dolgovi, ki presegajo dobo uporabnosti stalnih sredstev (na primer hipotekarna posojila), lahko pokrivajo stalna sredstva (Duhovnik, 1995, str. 36).

2.5.2.1 Koeficient pospešene pokritosti kratkoročnih obveznosti (pospešeni koeficient)

Izračuna se po obrazcu:

$$\frac{\text{vsota likvidnih sredstev in kratkoročnih terjatev}}{\text{kratkoročne obveznosti}} \quad (2)$$

Pospešeni koeficient je razmerje med kratkoročnimi sredstvi brez zalog in kratkoročnimi obveznostmi. V virih največkrat najdemo, da je logika pospešenega koeficienta zajeta v predpostavki, da so zaloge tako po ročnosti kot po vrednosti najbolj nelikviden del kratkoročnih naložb in s tem posledično tudi bolj tvegan del. V števcu koeficienta so zajete kratkoročne terjatve, z vključenimi denarnimi sredstvi, ki predstavljajo zanesljivejši način poplačila obveznosti podjetja. Od tu izhaja tudi razlog, da naj bi pospešeni koeficient bolje izražal plačilno sposobnost podjetja in ga velikokrat obravnavajo kot »boljšo informacijo za kratkoročnega upnika«. Toda kljub relativno visoki vrednosti pospešenega koeficienta je lahko račun podjetja v danem trenutku blokiran, kar pomeni, da kazalnik ne more izražati kratkoročne plačilne sposobnosti, temveč le njeno večje ali manjše tveganje v prihodnosti. To pomeni, da nam koeficient poda informacijo o dolgoročni plačilni sposobnosti (Bergant, 2012, 87-88). Tudi kratkoročne terjatve lahko ne zapadejo v enakih rokih kot kratkoročni dolgovi, zato je na podlagi tega kazalnika težko presojati, ali bo imelo podjetje težave glede plačilne sposobnosti (Turk et al., 1999, str. 617).

Glede na panogo se spreminja tudi vrednost pospešenega koeficienta (Igličar & Hočevar, 1997, 239). Optimalna vrednost pospešenega koeficienta naj bi bila 1, toda vse novejšje literature čedalje manj poudarjajo to vrednost kot optimalno. Pospešeni koeficient daje dodatne informacije o strukturi kratkoročnih naložb in njihovem financiranju predvsem pri analiziranju njegovega gibanja. To pomeni, da je neposredno povezan tako z obratnim kapitalom kot tudi s kratkoročnim finančnim položajem. Vrednost pospešenega kazalnika manjšega od 1 pomeni, da je obratni kapital manjši od zalog, vrednost kazalnika večjega od 1 pa pomeni, da je poleg zalog dolgoročno financiran tudi del kratkoročnih terjatev (Bergant, 2012, str. 87-91).

2.5.3 Temeljni kazalniki gospodarnosti

Temeljni kazalniki gospodarnosti izražajo učinkovitost poslovanja podjetja oziroma razmerje med prihodki in odhodki (Hočevar et al., 2001, str. 421). Pri gospodarnosti gre za vprašanje, kaj je bilo doseženo z določenim potroškom, ki se pojavlja v imenovalcu kazalnika (Turk et al., 1999, str. 625). S tehnično tehnološkega vidika kažejo na učinkovitost uporabe sredstev, s širšega gospodarskega vidika pa na njihovo uspešnost porabe. Pomembni so predvsem pri presojanju kvalitete poslovanja (Šuštar, 2009, str. 53). Večja kot je vrednost teh kazalnikov, bolj je podjetje gospodarno oziroma uspešno. Na splošno gospodarnost pomeni, da se neka dejavnost opravi v potrebnem obsegu z minimalnimi stroški (Robnik, 1996, str. 23-24).

2.5.3.1 Koeficient gospodarnosti poslovanja

Izračuna se po obrazcu:

$$\frac{\text{poslovni prihodki}}{\text{poslovni odhodki}} \quad (3)$$

Koeficient gospodarnosti poslovanja kaže na učinkovitost poslovanja podjetja iz dejavnosti, saj so iz koeficienta izločeni prihodki in odhodki iz financiranja ter izredni prihodki in odhodki (Hočevar et al., 2001, str. 421). Koeficient izraža intenzivnost odmikanja prihodkov od odhodkov; večje odmikanje pomeni boljšo gospodarnost pri celotnem poslovanju. Z namenom boljšega uvida v uspešnost poslovanja in v izogib napačnih sodb je pomembno, da se v vsakem primeru pojasni metoda izračuna kazalnika (Turk et al., 1999, str. 621).

2.5.3.2 Stopnja dobičkovnosti poslovnih prihodkov

Izračuna se po obrazcu:

$$\frac{\text{poslovni izid iz poslovanja}}{\text{poslovni prihodki}} \quad (4)$$

Ta kazalnik kaže, koliko dobička iz poslovanja (oziroma izgube iz poslovanja) je podjetje ustvarilo na vsakih 100 EUR doseženih prihodkov iz poslovanja. Podjetje je uspešnejše, če je vrednost tega kazalca višja in če hkrati izkazuje še čisti dobiček. Večji kot je delež poslovnih odhodkov, nižja je stopnja dobičkonosnosti prihodkov iz poslovanja. Vrednost tega kazalnika je običajno pri podjetjih iz delovno intenzivnih dejavnosti nižja kot pri podjetjih iz kapitalsko intenzivnih dejavnosti (Milavec, 2010, str. 15).

2.5.4 Temeljni kazalniki dobičkonosnosti

V primeru izgube negativne dobičkonosnosti so to najbolj sintetični kazalniki uspešnosti delovanja. Načeloma gre pri teh kazalnikih za pojasnjevanje, kaj je bilo doseženo z določenim vložkom, ki se pojavlja v imenovalcu. Tudi tu se pojavljajo različne možnosti opredeljevanja števca in imenovalca. Že opredeljevanje donosnosti s finančnega zornega kota, pri čemer gre za vprašanje dolgoročnih čistih prejemkov, ki so posledica dolgoročne naložbe denarnih sredstev, se razlikuje od donosnosti z gospodarskega zornega kota, pri čemer v posameznem letu primerjamo ustrezne računovodske izmerjene gospodarske kategorije med seboj (Turk et al., 1999, str. 625).

Čeprav morajo finančne odločitve temeljiti na donosu, se učinki teh odločitev izkazujejo v računovodskih izkazih. Zato moramo upoštevati tudi vpliv finančnih odločitev na njihovo računovodsko obravnavanje, kar pomeni na računovodsko izkazan poslovni izid: dobiček (Samuels, Wilkes, & Brayshaw, 1995, str. 47).

Rezultat poslovanja podjetja je dobiček, ki je pomemben iz naslednjih razlogov (Benedik, 2003, str. 33):

- če pričakovanega dobička ni, investitorji ne bodo vlagali;
- dobiček omogoča reprodukcijo, torej rast in ekspanzijo;

- če podjetje ne ustvarja zadovoljivega dobička ali ustvarja celo izgubo, obstaja velika verjetnost, da bo podjetje prenehalo delovati.

V izkazu poslovnega izida je dobiček izražen z absolutnim številom, zaradi česar je njegova primerljivost z ostalimi podjetji vprašljiva. Da dobimo ustrezne kazalnike, primerne za pojasnjevanje nekaterih vidikov poslovanja, ga je potrebno izraziti relativno glede na drugo kategorijo (Benedik, 2003, str. 33).

V strokovni literaturi se dolgoročno doseganje dobička navaja kot temeljni cilj poslovanja podjetja, vendar absolutni znesek dobička v določenem obračunskem obdobju ni zadovoljivo merilo uspešnosti podjetja. Zato je potrebno oblikovati relativno merilo uspešnosti, ki bi omogočalo primerjavo s poslovanjem v preteklosti ter s konkurenčnimi podjetji. Omogočalo naj bi tudi vpogled v prihodnje poslovanje, podlago za planiranje in doseganje željenih rezultatov ter tako opozarjalo tudi na morebitne nepravilnosti in večje spremembe v poslovanju (Tyran, 1992, str. 109-110).

Dobičkonosnost poslovanja je posledica odločitev v poslovodstvu oz. je del poslovne politike posameznega podjetja, zato se v njej odraža sposobnost poslovodstva pri upravljanju s sredstvi, možnosti za doseganje zadovoljivega donosa lastnikom kapitala in višina dobička ter poslovanje podjetja v prihodnosti (Ban & Tekavčič, 2001, str. 74).

2.5.4.1 Koeficient čiste dobičkonosnosti kapitala

Izračuna se po obrazcu:

$$\frac{\text{čisti dobiček obračunskega obdobja}}{\text{povprečni kapital (brez čistega poslovnega izida obračunskega obdobja)}} \quad (5)$$

Koeficient čiste dobičkonosnosti kapitala (angl. *Return on Equity – ROE*) prikazuje razmerje med čistim dobičkom (izgubo) in povprečnim kapitalom. V podjetju so lastniki kapitala zainteresirani za čim večjo dobičkonosnost, ki pomeni donose na vložena finančna sredstva lastnikov. Za lastnike je dobičkonosnost kapitala najpomembnejši in eden najpogosteje uporabljenih kazalnikov, saj prikazuje, kako uspešno poslovodstvo upravlja s premoženjem lastnikov (Ipavic, 2004, 21). Bodoči in sedanji delničarji lahko vrednosti izračunanega kazalnika primerjajo z obrestnimi merami dolgoročnih vezav pri banki ali obrestnimi merami državnih vrednosti papirjev, da ugotovijo, ali je oziroma ali bo njihova naložba uspešna (Hočevar et al., 2001, str. 424). Pri izračunu dobičkonosnosti je najpogostejša težava analitika v podjetju izračun imenovalca (Bergant, 2010, str. 81).

Pri izračunu koeficienta čiste dobičkonosnosti kapitala se upošteva knjigovodska vrednost kapitala, ki se običajno razlikuje od tržne vrednosti, zato je posledično vrednost kazalnika višja kot pri izračunu po tržni vrednosti. Pomanjkljivost kazalnika se kaže tudi v tem, da

prikazuje stanje za eno leto nazaj in s tem zanemarja uspešnost dolgoročnih odločitev, nekatere odločitve namreč (npr. uvedba novega proizvoda ali programa) dajejo pozitivne učinke šele čez določeno obdobje. Poleg tega kazalnik ne kaže poslovnega in finančnega tveganja povezanega z doseganjem izraženega dobička. Podjetje lahko recimo doseže visoko vrednost kazalnika z visokim zadolževanjem, pri tem pa je poslovanje zaradi visoke vrednosti dolga izredno tvegano. Višje tveganje je povezano tudi z ustreznim nagrajevanjem lastnikov, kar je razvidno v višjih pričakovanih kapitalskih dobičkih. Podjetje lahko vpliva na višje vrednosti kazalnika tudi v primeru hitre rasti, vendar lahko zaide v težave plačilne nesposobnosti, kar ponovno povečuje tveganje poslovanja podjetja (Benedik, 2003, str. 43).

2.5.4.2 Koeficient čiste dobičkonosnosti sredstev

Izračuna se po obrazcu:

$$\frac{\text{čisti dobiček ali izguba}}{\text{povprečna sredstva}} \quad (6)$$

Koeficient čiste dobičkonosnosti sredstev (angl. *Return on Total Assets – ROA*) nam prikazuje razmerje med čistim dobičkom (izgubo) in povprečnimi sredstvi. SRS 29 ga sicer ne opredeljuje, opredeljuje pa t. i. koeficient razširjene dobičkonosnosti sredstev, ki v števcu dobičku oz. izgubi prišteje še obresti obračunskega obdobja. Na ta način se povsem izključi vpliv financiranja na vrednost kazalnika.

Ta koeficient je za lastnike oziroma investitorje eden izmed najpomembnejših kazalnikov, saj izraža uspešnost poslovanja z uporabo obstoječih sredstev (Benedik, 2003, str. 34). Enotne opredelitve za kazalnik v strokovni literaturi ni, razlike so tako v imenovalcu kot v števcu. Slapničar (v Ipavic, 2004, str. 22) poudarja, da poleg zgoraj omenjene razlike, ki jo opredeljuje SRS 29, najdemo v literaturi tudi razlike v imenovalcu, kjer nekateri upoštevajo vsa sredstva, mnogi pa le sredstva, ki so financirana s kapitalom ali s posojili, izključujejo pa del sredstev financiran z brezobrestnim kreditom (dobaviteljev), saj le tako naredijo dobičkonosnost sredstev primerljivo s stroškom kapitala.

2.6 Kritika računovodskih kazalnikov merjenja uspešnosti poslovanja podjetja

Merjenje uspešnosti poslovanja podjetja s kazalniki je po mnenju Fosterja (1986, str. 67-68) bolj primerno za manjša, specializirana podjetja kot za velika in razvejana podjetja. Široka paleta raznolikih dejavnosti zmanjšuje primerljivost z ostalimi podjetji in povprečjem panoge.

Analiza poslovanja z računovodskimi kazalniki je osredotočena na uspešnost poslovanja v preteklosti. Čeprav so informacije o preteklosti koristen kazalnik prihodnje uspešnosti, uporabniki potrebujejo tudi informacije, ki so usmerjene v prihodnost (Kaplan, North, 2000,

str. 50-51). Pozorni moramo biti tudi na naravo pridobljenih informacij, ki lahko vplivajo na kakovost izdelave analize (Brigham, Gapenski, & Phillip, 1999, str. 23). Podjetja uporabljajo različne računovodske postopke, kot so vrednotenje zalog, prevrednotenje sredstev in dolgov ipd. , zaradi česar lahko vplivajo na bolj ali manj ugoden končen rezultat, ki se odraža v računovodskih izkazih. Posledično je tudi primerljivost med kazalniki posameznih podjetij manjša. Na kazalnike vplivajo tudi sezonski dejavniki in inflacija. Kadar primerjamo kazalnike v različnih obdobjih, moramo biti pozorni predvsem na inflacijo, saj lahko vpliva na vrednost kazalcev. V tem primeru je priporočljivo, da opravimo preračun s koeficientom inflacije, s čimer dosežemo večjo primerljivost kazalnikov (Foster, 1986, str. 67-68).

Po mnenju Berganta (1998, str. 24) računovodski izkazi pomenijo bolj konzervativen pogled na podjetje in zato praviloma primanjkuje tistih informacij, ki bi lahko spodbudile bolj optimistično oceno podjetja. Kljub temu v vsakem primeru računovodski izkazi dajejo pomembne informacije o podjetju, zato je lahko njihovo površinsko obravnavanje usodno zavajajoče.

3 VPLIV LASTNIŠTVA MANAGERJEV NA USPEŠNOST PODJETIJ

Velikost lastniškega deleža vodilnih v podjetjih je odvisen od številnih dejavnikov (Peklar & Podbevšek, 2002, str. 46):

- formalnopravnega in gospodarskega okolja, v katerem podjetje deluje;
- tveganosti družbe, ki se praviloma določa s stopnjo nihanja cene delnice (v bolj tveganih podjetjih so praviloma deleži managerjev večji);
- drugih dejavnikov: kapitalske intenzivnosti, intenzivnosti investiranja ter velikosti družbe (v največjih podjetjih po svetu so deleži managerjev razmeroma majhni – izjema je Microsoft, v majhnih in srednjih podjetjih pa so deleži zelo veliki ali pa jih sploh ni).

Pri preučevanju obravnavane problematike se pojavlja vprašanje ali lastništvo managerjev vpliva na uspešnost podjetja in če vpliva, kakšna je povezava med njima. Če gledamo iz zornega kota delničarjev, je optimalen lastniški delež managementa tisti, ki najbolj ugodno vpliva na vrednost podjetja in njegovo poslovanje (Peklar & Podbevšek, 2002, str. 46).

3.1 Lastništvo managerjev in uspešnost podjetij v Sloveniji

V slovenskem prostoru sta raziskavo glede vpliva managerskega lastništva na uspešnost slovenskih podjetij opravila Simoneti in Gregorič. Analizirala sta uspešnost podjetja na vzorcu 182 podjetij v obdobju od leta 1995 do leta 1999 (Simoneti & Gregorič, 2004, str. 217). V raziskavi sta na podlagi odgovorov, ki sta jih pridobila s pomočjo vprašalnika o optimalni lastniški strukturi podjetij s strani slovenskih managerjev, pripravila tudi oceno

zaželene oziroma optimalne lastniške strukture. Predvidevala sta, da se bo trend, ki je zaznamoval konec leta 1999, nadaljeval tudi v prihodnje in sicer, da se bo lastniški delež na račun povečanja lastništva strateških investitorjev in managerjev zmanjšal. Privatni in državni sklad naj bi se v drugi polovici leta 1999 prepletala, medtem ko naj bi nekdanji zaposleni obdržali svoj delež v prvi polovici leta 1999 in jih nato proti koncu leta 1999 začeli prodajati. Pričakovala sta tudi, da se bodo v drugi polovici leta 1999 na trgu strateških investitorjev začeli pojavljati še tuji investitorji (Simoneti & Gregorič, 2004, str. 224-225). Menita, da je konec privatizacije povezan z nestabilnostjo lastništva, kjer je bil realni delež v lasti managerjev (3,86 %) pod zaželeno ravni (21,8 %). Glede na takrat opravljene raziskave so slovenski managerji želeli povečati svoje deleže v podjetjih, medtem ko naj bi državni in zasebni skladi zmanjševali sodelovanje v kapitalu in se posledično odpovedali tudi delu nadzora nad trgom kapitala (Simoneti & Gregorič, 2004, str. 225-226).

Hipoteze glede managerskega lastništva sta testirala na podlagi petletnih kumulativnih podatkov izbranih podjetij. Rezultati so pokazali, da ima managersko lastništvo pomemben pozitiven vpliv na finančno uspešnost (temeljila na EBITDA/prodaja), medtem ko ni vidnega vpliva na ekonomsko učinkovitost. Vpliv managerskega lastništva na finančno uspešnost podjetja je pozitiven v neuvrščeni/neborzni podjetjih, medtem ko to razmerje ni statistično značilno za podjetja uvrščena na trgu kapitala. Pozitiven vpliv managerskega lastništva je potrjen samo v primerih, ko lastniški delež delnic presega 10 %. Za managerje, ki imajo v lasti manj kot 10 % delnic, so najbrž spodbude za dobro finančno uspešnost premajhne, da bi v njihovem primeru zasebne koristi prevladale. V nasprotju z razvitim ekonomskim trgom, na katerem je managersko lastništvo najprej imelo pozitiven vpliv, lahko v Sloveniji opazimo U-krivuljo. Vedeti moramo, da so ne glede na pasivno vlogo zunanjih vlagateljev slovenski managerji na koncu privatizacije, kljub relativno omejenim lastniškimi deležem, že uživali določeno moč. Zasebne koristi, ki izhajajo iz nadzora nad delnicami, niso direktno povezane z managerskim lastništvom temveč s pasivnostjo ostalih vpletenih. Managerji so se kot pravi lastniki začeli obnašati šele, ko so dosegli določeno višino lastništva, saj je to meja, pri kateri se lahko začnejo potegovati za zasebne koristi (Simoneti & Gregorič, 2004, str. 232-233). Negativen vpliv prevlada torej samo takrat, ko imajo managerji v lasti manj kot 10 % podjetniškega kapitala, medtem, ko pozitiven vpliv prevlada v podjetjih, kjer imajo managerji v lasti več kot 10 %. Ambicije managerjev po čim večjem lastništvu so zelo visoke, kar lahko povzroči nizko finančno uspešnost (Simoneti & Gregorič, 2004, str. 236-238).

Empirične analize glede povezovanja managerskega lastništva in uspešnosti podjetja v Sloveniji v post-privatizacijskem obdobju ne spodbujajo zaključka, da managersko lastništvo pozitivno vpliva na dolgoročno ekonomsko učinkovitost. Res je, da nekateri pozitivni učinki obstajajo, vendar velik vpliv negativnih učinkov odtehta pozitivne (Smith, Vodopivec, & Cin, 1997, str. 158-179).

Kljub temu, da natančne analize, ki bi lahko zagovarjala tezo, da je managersko lastništvo v slovenskih podjetjih pozitivno za uspešnost podjetja, nimamo na voljo, pa to tezo podpirata Peklar in Podbevšek (2002, str. 49). Menita namreč, da bi se lahko ob ustrezni ureditvi (opredelitev statusa delnic, ki so v rokah managementa, predvsem v smislu njihove neprenosljivosti med opravljanjem funkcije člana uprave in v dogovorjenem času po izteku te funkcije), ugoden učinek managerskega lastništva v slovenskih podjetjih še povečal. Po njunem prepričanju bi analize opravljene v slovenskem prostoru, pokazale podobne rezultate, kot so jih pridobili tuji strokovnjaki in ki tudi izpostavljajo pozitiven, morda celo optimalen, vpliv managerskega lastništva na uspešnost podjetja, do 24 % lastništva, ki bi nato zanihal navzdol, a bi bil še vedno pozitiven do pasu med 40 % in 50 %. Pri tem sta kritična in izpostavljata pomembno vprašanje, ali je verodostojno, da se vpliv managerskega lastništva na uspešnost podjetja, ob dejstvu, da se velikost družbe zanemarja, izraža v odstotkih (Podbevšek & Peklar, 2002, str. 49).

3.2 Motivacija managerjev

Popolno usklajenost interesov lahko zasledimo le v družbah, kjer je lastnik tudi manager. Kadar lastnik podjetja za vodenje poslov v podjetju določi managerja, se srečamo s problemom principala in agenta. V tem primeru lahko managerja definiramo kot agenta, lastnika pa kot principala, ki nadzira agentova dejanja, pri čemer nastanejo t. i. agentski stroški (Jensen & Meckling, 1976, str. 355). Teorija principala in agenta je teoretični vidik, ki se najpogosteje uporablja za utemeljevanje nagrajevanja managerjev (Devers, Cannells Jr., Reilly, & Yoder, 2007).

Za merjenje agentskih stroškov se uporabljajo približki, ki jih avtorji izračunavajo na različne načine, in sicer Prowse (1990, str. 51) kot približek agentskih stroškov uporablja kazalnik likvidnosti sredstev, Jensen (1986, str. 324) prosti denarni tok, Warbo (2001, str. 49) pa kazalnik, ki je določen kot količnik med prihodki od prodaje ter sredstvi.

Lastniška in managerska funkcija sta v malih in srednjih podjetjih velikokrat združeni, kar odpravi agencijske stroške (Chrisman, Chua, & Litz, 2004). V podjetjih kjer so disciplina in objektivna merila za merjenje uspešnosti managerjev, ki so hkrati lastniki, uveljavljena so zaznani manjši stroški (Dyer Jr., 2006). Ugotovitve raziskave Profiles International v sodelovanju z Združenjem Manager kažejo, da se slovenski managerji odlikujejo po usmerjenosti k rezultatom in prevzemanju akcije, obenem pa premalo izkoriščajo potencial sodelavcev (Združenje manager, 2015).

Enotnega mnenja o tem, kaj najbolj vpliva na motivacijo managerjev, ki niso lastniki, ni. Poleg nadzora managerjev je z vidika lastnikov podjetja pomembno tudi, da imajo vzpostavljen konkurenčen sistem plač in nagrajevanja managerjev, saj le na ta način lahko pridejo do ustreznih managerskih kadrov (Madon & Mestnik, 2014). Po mnenju

Kocabıykoğluja in Popescuja (2007) na uspešnost managerjev vpliva predvsem variabilni del plače. Managerje, ki niso lastniki, motivirajo tudi osebni neekonomski cilji, kot so avtonomnost in neodvisnost, osebno zadovoljstvo in dosežki, fleksibilnost dela in delovnega časa ter prispevek k družbi in okolici (Wang, Walker, & Redmond, 2007). Po mnenju Mehrana (1995) ter Kocabıykoğluja in Popescuja (2007) managerje bolj kot višina kompenzacije motivira oblika oziroma sestava kompenzacije. Jensen in Murphy (1990) dodajata, da je za doseganje višje vrednosti podjetja za managerja najboljša motivacija kompenzacija v obliki lastniških deležev.

3.3 Raziskave vpliva lastništva managerjev na uspešnost podjetij v preteklosti

Glede povezanosti med lastništvom managerjev in uspešnostjo poslovanja podjetij je bilo v preteklosti opravljenih veliko število analiz. Mnenja glede vpliva managerskega lastništva na uspešnost poslovanja podjetij so si med seboj različna. Teorija podjetništva zagovarja idejo, da managerji, ki so obenem tudi delniški lastniki podjetja, dosegajo boljše rezultate, saj s svojimi sposobnostmi podjetju zagotavljajo boljše poslovne priložnosti (Simoneti & Gregorič, 2004, str. 3). Bull (1989) gre s svojim razmišljanjem v isto smer in podpre teorijo podjetništva, saj trdi, da obstaja veliko primerov, ki govorijo temu v prid, da podjetja pod managerskim lastništvom postanejo bolj uspešna, vendar dodaja, da v situacijah, ko podjetja postanejo uspešna in so managerji večinski lastniki, se začnejo le-ti bolj kot na maksimizacijo dobička osredotočati na maksimizacijo denarnega toka. V ospredje kmalu pridejo zasebne koristi managerjev, katerih glavni cilj je razlastiti lastnike podjetniških skladov in si pridobiti večinski delež v podjetju in posledično tudi dobiček, kar ima na uspešnost poslovanja podjetij negativen vpliv. Nekateri teoretiki so drugačnega mnenja, in sicer trdijo, da med managerskim lastništvom in uspešnostjo poslovanja ni povezave, saj menijo, da je struktura lastništva endogena spremenljivka, ki jo določajo različni faktorji, kot so poslovno okolje, značilnosti podjetja, razlike v managerskem okolju in uspešnost podjetja (Demesetz & Lehn, 1985).

Peklar in Podbevšek (2002, str. 46) trdita, da lahko dosedanje študije raziskav, ki na podlagi povezanosti med lastništvom managerjev in uspešnostjo poslovanja podjetij, obravnavajo učinke managerskega lastništva podjetja na uspešnost podjetij, razdelimo v tri skupine, in sicer:

- pozitivna povezava,
- negativna povezava in
- mešan vpliv povezav.

Študije, ki dokazujejo pozitivno povezavo med lastništvom managerjev in uspešnostjo poslovanja podjetij, se osredotočajo na dva pozitivna učinka: usklajevani učinek (angl.

incentive alignment effect) in vpliv podražitve prevzema (angl. *takeover premium argument*). Usklajevalni učinek meri usklajenost vodstva z interesi delničarjev. Glede na to, da je management lastniško povezan s podjetjem, navadno ravna z njegovim premoženjem bolj skrbno. To se odraža predvsem v tem, da manager bolj pretehta odločitve za tvegane naložbe, ter da se znatno omejita zadolževanje družbe in izplačevanje denarnih zneskov (plače in nagrade). Večji kot je vložek managerja v podjetje, večja je usklajenost interesov. Na poslovanje podjetja ima ugoden učinek tudi vpliv podražitve prevzema, saj naj bi bili managerji, ki so tudi lastniki, praviloma manj obremenjeni z grožnjo sovražnega prevzema podjetja. V postopku prevzema je lahko njihov delež odločilen, vsekakor pa je prevzem brez njihove vključitve kot delničarja bistveno težji. To hkrati zagotavlja bistveno višjo prevzemno ceno za vse delničarje družbe, s tem pa se seveda povečuje korist za vse lastnike (Peklar & Podbevšek, 2002, str. 46-47).

Mehran (1995) je s pomočjo Tobinovega Q, ki določa delničarsko vrednost oz. odraža, kako trg vrednoti nematerialno premoženje, v 153 ameriških korporacijah analiziral razmerje med managerskim lastništvom in donosnostjo premoženja. Analiza je pokazala, da se Tobinov Q in neposredno donosnost premoženja z večanjem lastniškega deleža glavnega izvršnega direktorja (pri nas bi bil to predsednik uprave), opazno povečujeta. Pri deležih drugih izvršilnih in zunanjih direktorjev ni bilo zaznati opaznega pozitivnega vpliva (Peklar & Podbevšek, 2002, str. 47).

Študije, ki dokazujejo negativno povezavo med lastništvom managerjev in uspešnostjo poslovanja podjetij, se osredotočajo na dva negativna učinka: napeljevalni učinek (angl. *entrenchment effect*) in vpliv cene kapitala (angl. *cost of capital argument*). Managerji z večanjem lastniških deležev posledično vplivajo tudi na povečevanje vpliva in nadzora v podjetjih, zaradi česar se preko napeljevalnega učinka ostalim delničarjem in investitorjem zmanjšuje vrednost družbe. S tem, ko se povečuje delež managerskega lastništva, se povečuje tudi njegov nadzor nad upravljanjem podjetja, lastniškimi pravicami in možnostmi vpliva na odločitve skupščin delničarjev. Na ta način lahko managerji pripomorejo k izboljšavi svojega osebnega položaja in posledično k zmanjšanju vrednosti za vse delničarje. Osnovna ideja učinka vpliva cene kapitala je, da povečevanje koncentracije lastništva (s strani kogarkoli, ne le managementa) in posledično stroškov kapitala lahko privede do poslabšanja poslovanja podjetja. Negativen vpliv se namreč pokaže v likvidnosti podjetja na trgu lastništva in zmanjšani možnosti razpršenega iskanja zunanjih investitorjev (Peklar & Podbevšek, 2002, str. 47-48).

Barclay in Holderness (1991) menita, da managersko lastništvo negativno vpliva na uspešnost poslovanja podjetja. Navezala sta se namreč na trditev Bulla (1989), ki trdi, da z večinskim deležem managerjev v podjetju pridejo kmalu v ospredje njihove zasebne koristi, kar je po njunem mnenju eden izmed osnovnih razlogov za obstoj delniških lastnikov. Trdita namreč, da v trenutku, ko želja po pridobivanju zasebnih koristi iz podjetja prevlada nad učinkom usklajevanja, ki je eden izmed pozitivnih vplivov managerskega lastništva,

managersko lastništvo lahko negativno vpliva na uspešnost poslovanja (Barclay & Holderness, 1991).

Izsledki številnih raziskav praviloma kažejo, da managersko lastništvo pozitivno vpliva na vrednost in poslovanja družbe, dokler ne doseže določene stopnje. V teh primerih gre za nekakšno integralno teorijo, ki je pomembna predvsem z vidika postavljanja optimalne stopnje lastništva managerjev. Razlike med posameznimi raziskavami se kažejo predvsem v določitvi točke, kdaj se krivulja pozitivnih vplivov obrne navzdol. Faccio in Ameziane (1999) sta optimalno managersko lastništvo v svoji analizi določila pri 12 % (glede na nadzorno sposobnost nadzornih odborov), Morck, Shleifer in Vishny (1998) le pri nizkih, do 5 % lastniških deležev (s pomočjo Tobinovega Q), McConnell in Servaes (1990) pa pri 40 - 50 %. Rezultati McConnella in Servaes (1990) so v splošnem skladni z raziskavami Stulza (1988), ki napoveduje, da lastniški deleži preden dosežejo točko optimalnega managerskega lastništva naraščajo, zatem pa začnejo upadati. Te ugotovitve nasprotujejo tistim, do katerih sta prišla Hermalin in Weisbach (1987), ki sta analizirala 142 kotirajočih družb na newyorški borzi. Ugotovila sta namreč, da se Tobinijev Q viša z managerskim lastništvom do 1 %, nato je med 1-5 % lastništvom negativen, med 5 in 20 % ponovno pozitiven ter nato strmo padajoč. Na vzorcu malih in srednjih podjetij v Nemčiji, ki so jih preučevali Himmelberg etc. (1999) je bilo optimalno managersko lastništvo določeno pri 47%. Izsledki raziskav si med seboj torej niso povsem enotni. Do razlik prihaja tudi zato, ker so bile analize opravljene na različnih vzorcih tako po velikosti kot tudi dejavnosti. Na podlagi teh raziskav lahko opredelimo, da managersko lastništvo na uspešnost podjetja vpliva pozitivno, vendar le v točno določenem razponu - nekje med 12 in 20 % (Peklar & Podbevšek, 2002, str. 49).

Razlike v izvedenih raziskavah se pojavljajo tudi zaradi različnega definiranja dejavnikov, ki določajo uspešnost podjetja. Demsetz in Lehn (1985, str. 1163) na primer za mero uspešnosti uporabljata dobiček, medtem ko večina drugih avtorjev uporablja Tobinov Q. Pri teh dveh merah se razlika kaže v časovni perspektivi (dobiček izraža preteklo uspešnost podjetja, Tobinov Q pa bodoči uspeh podjetja) in načinu izračuna kazalnikov, kjer je dobiček izračunan na podlagi računovodskih standardov podjetja, Tobinov Q pa je primarno določen na podlagi pričakovanj investitorjev (Golob, 2006, str. 8). Da bi lahko bili ti dve meri med seboj povezani sta opozorila Demsetz in Villalonga (2001, str. 216).

3.4 Opredelitev hipotez

Raziskave, ki so bile narejene na področju preučevanja lastniške strukture največjih slovenskih podjetij, prikazujejo, kako raznolika je lastniška struktura. Ugotovljeno je bilo namreč, da je bilo med 300 največjimi podjetji (po skupnih prihodkih), v letu 2008, več kot 50 takih, ki so v polni tuji lasti. Ravno ta podjetja so se v obdobjih pred krizo dobro znašla in v povprečju poslovala bolje kot številna slovenska podjetja, ki niso bila v tuji lasti. Tudi sezname največjih slovenskih podjetij v obdobju od leta 2008 dalje prikazujejo pomembno

število največjih podjetij v prevladujočem tujem lastništvu (Bertoncelj Popit, 2009). Na podlagi tega sem se odločila preveriti, ali so podjetja v pretežno tujem lastništvu res najuspešnejša. Na podlagi tega sem si zastavila naslednjo hipotezo:

I. Hipoteza: Podjetja, v katerih prevladuje tuje lastništvo, so najuspešnejša.

Pri upravljanju podjetij v pretežno državnem lastništvu, se je od začetka krize dalje pokazalo kar nekaj slabih praks. Presenetljivo slabo je bilo poslovanje podjetij v državnem lastništvu tako po svetu kot tudi v Sloveniji. Od začetka krize v letu 2007 so namreč podjetja v državnem lastništvu, ki spadajo med 500 vodilnih svetovnih podjetij, izgubila med 33 in 37 odstotki tržne vrednosti. Vrednost teh delnic je medtem na globalni ravni v tem obdobju zrasla za pet odstotkov. Od leta 2007 dalje so v podjetjih v pretežno državnem lastništvu kapitalske naložbe poskočile. Razlog za slab položaj podjetij v državni lasti naj bi bil predvsem slaba razporeditev kapitala. Pri upravljanju največjih slovenskih podjetij v državnem lastništvu je namreč ključno vprašanje, kako in za čigav interes se upravljajo (Grapulin, Ugovšek, & Koražija, 2014). S pomočjo analize, ki jo bom v magistrski nalogi opravila in predstavila v empiričnem delu, bom poskušala ugotoviti, ali so podjetja z državnim lastništvom res neuspešna. Zastavila sem si naslednjo hipotezo:

II. Hipoteza: Podjetja, v katerih prevladuje državno lastništvo, so najmanj uspešna.

Eden izmed osnovnih dejavnikov, ki označujejo lastniške spremembe v slovenskem post-privatizacijskem obdobju, je naraščanje managerskega lastništva v slovenskih podjetjih. Z začetki povečevanja managerskega lastništva se je tudi v Sloveniji začelo postavljati vprašanje, kako to vpliva na učinkovitost poslovanja podjetij. Svetovna gospodarska kriza, ki smo jo doživeli tudi v Sloveniji, je prizadela tako razvita kot razvijajoča se gospodarstva. Še danes se porajajo številna vprašanja glede vzrokov, ki so privedla do nje. Razlike med največjimi slovenskimi podjetji so se kazale že pred začetkom krize. V obdobju od začetka krize in po njej so bile razlike med uspešnimi in neuspešnimi slovenskimi podjetji še bolj izrazite. To je tudi razlog, da sem se odločila, da bom skozi analizo, ki jo bom opravila in predstavila v empiričnem delu magistrske naloge, preverila, ali pri uspešnosti podjetij (kazalniki kot mera uspešnosti) prihaja do razlik med managerskimi podjetji ter podjetji v državnem in tujem lastništvu. Zastavila sem si naslednjo hipotezo:

III. Hipoteza: Podjetja, v katerih prevladuje managersko lastništvo, so bolj uspešna kot podjetja, v katerih prevladuje državno lastništvo ter manj uspešna kot podjetja, v katerih prevladuje tuje lastništvo.

4 ANALIZA USPEŠNOSTI NAJVEČJIH SLOVENSКИH PODJETIJ OD LETA 2008 DO LETA 2014 GLEDE NA LASTNIŠKO STRUKTURO

4.1 Opredelitev uporabljenih metod

Svoje hipoteze bom poskušala dokazati s pomočjo analize izbranih računovodskih kazalnikov, ki sem jih izračunala na podlagi predhodno zbranih podatkov iz baze Gvin, AJPES ter računovodskih izkazov posameznih podjetij. Na podlagi izračunanih kazalnikov sem izračunala povprečja vrednosti kazalnikov po skupinah za vsako posamezno leto. S pomočjo te analize bom preučila, na katere kazalnike (kot merilo uspešnosti poslovanja podjetja) vpliva lastništvo ter med katerimi skupinami podjetij prihaja do razlik. Zaradi obvladljivosti analize sem se pri njeni interpretaciji osredotočila predvsem na tri časovna obdobja glede na krizo. Rezultate bom prikazala tudi grafično s pomočjo programa Excel.

4.2 Opredelitev vzorca največjih slovenskih podjetij in njihova lastniška struktura

Empiričen del magistrske naloge temelji na sekundarni analizi podatkov 100-ih največjih slovenskih podjetij po prihodkih od prodaje iz zbirke FI-PO AJPES, javno dostopnih podatkov na spletnem portalu AJPES (JOLP), bazi Gvin ter letnih poročilih izbranih podjetij. Podatki o lastniški strukturi so pridobljeni s pomočjo aplikacije ePRS, podatkovne zbirke FI-PO AJPES, baze Gvin ter letnih poročil izbranih podjetij.

V analizo 100 največjih slovenskih podjetij po prihodkih od prodaje na dan 31.12.2008 je zajetih 71 skupin ter 29 podjetij. Glede na lastniško strukturo so obravnavana podjetja razdeljena v naslednje skupine:

- podjetja v pretežno državnem lastništvu,
- podjetja v pretežno managerskem lastništvu,
- podjetja v pretežno tujem lastništvu ter
- ostala podjetja.

Uvrstitev obravnavanih podjetij v skupine glede prevladujočega lastništva je prikazana v Tabeli 4, kjer so podjetja razvrščena po velikosti glede prihodkov od prodaje na dan 31.12.2008.

Tabela 4: Uvrstitev največjih podjetij/skupin po prihodkih od prodaje v skupino glede prevladujočega lastništva

Podjetje/Skupina	Prihodki od prodaje (2008) v €	Prevladujoče lastništvo na dan 31.12.2008
Skupina Petrol	2.949.634.054	Državno
Skupina Mercator	2.708.560.000	Managersko
Skupina Gorenje	1.330.753.000	Ostalo
Skupina Merkur	1.266.778.000	Managersko
Revoz d. d.	1.211.502.000	Tuje
Skupina Krka	949.920.000	Državno
OMW Slovenija, d. o. o.	890.371.000	Tuje*
Skupina HSE	872.762.328	Državno
Skupina Telekom Slovenije	842.356.000	Državno
Skupina Lek	802.077.040	Tuje
Skupina ACH	734.750.000	Managersko*
Skupina Engrotuš	705.271.035	Managersko
Skupina SIJ	702.851.130	Tuje
Skupina Istrabenz	661.703.147	Managersko
Spar Slovenija d. o. o.	641.497.833	Tuje
Salbating International, d. o. o.	591.026.334	Tuje
Skupina Eles	464.817.694	Državno
Skupina SCT	460.948.011	Managersko*
Skupina Cimos	460.130.382	Državno
Skupina Impol 2000	445.927.269	Managersko
Skupina Primorje Holding	443.007.000	Managersko
Skupina Geoplin	400.838.886	Državno
Skupina Pivovarna Laško	360.028.307	Managersko
Skupina Helios	353.911.000	Ostalo
Goodyear Dunlop Sava Tires, d. o. o.	346.795.344	Tuje
Skupina Unior	298.617.964	Državno
Skupina Avtotehna	291.150.048	Managersko
Skupina Viator & Vektor	278.965.690	Managersko*
Kemofarmacija, d. d.	276.916.229	Tuje
Skupina GEN	270.358.518	Državno
Skupina Intereuropa	265.875.000	Državno
Elektro Ljubljana, d. d.	263.930.813	Državno
Skupina Fond (koncern Kolektor)	240.160.000	Managersko
Skupina Kovintrade (Celje)	237.930.095	Managersko
Dars d. d.	237.907.159	Državno
Skupina Hit	233.492.168	Državno

se nadaljuje

Tabela 4: Uvrstitev največjih podjetij/skupin po prihodkih od prodaje v skupino glede prevladujočega lastništva (nad.)

Podjetje/Skupina	Prihodki od prodaje (2008) v €	Prevladujoče lastništvo na dan 31.12.2008
Skupina Perutnina Ptuj	233.263.635	Managersko*
Skupina Sava	231.754.000	Ostalo
BSH Hišni aparati, d. o. o.	228.266.521	Tuje
Skupina Slovenske železnice	225.592.670	Državno
Skupina Prevent Global	221.208.612	Managersko*
Vegrad d. d.	220.426.783	Managersko*
Skupina Hidria	215.405.276	Managersko*
Skupina Splošna plovba	214.071.000	Tuje
Skupina Trimo	212.783.116	Managersko
Skupina Kompas	212.435.338	Managersko
Salus, d. d.	211.001.758	Managersko
Adria Airways, d. d.	205.389.797	Državno
Skupina Lesnina	196.835.629	Managersko
Simobil, d. d.	195.781.660	Tuje
Skupina Javni Holding Ljubljana	191.934.612	Državno (lokalna skupnost)
Skupina Toyota Adria	187.668.000	Tuje
Elektro Maribor, d. d.	181.280.285	Državno
Skupina Ljubljanske mlekarne	178.667.676	Ostalo
Danfoss Compressors d. o. o. (Secop Kompresorji)	171.457.000	Tuje*
Skupina Iskratel	167.381.000	Tuje
Henkel Slovenija, d. o. o.	161.731.996	Tuje
Elektro Celje, d. d.	157.987.302	Državno
Skupina DZS	157.592.811	Managersko
Skupina Tobačna Ljubljana	156.557.796	Tuje
Hofer trgovina, d. o. o.	155.873.360	Tuje
Skupina ALPOS	142.730.777	Tuje
Skupina Julon	141.162.365	Tuje*
Skupina TCG Unitech	139.779.626	Tuje
Skupina Mladinska knjiga	139.241.300	Ostalo
Skupina Salonit Anhovo	138.434.837	Tuje
Skupina CPM	136.724.816	Managersko*
Skupina Elektro Primorska	134.470.540	Državno
Skupina Luka Koper	133.331.964	Državno
Skupina Iskra	120.204.526	Managersko
Skupina Poslovni sistem Zupanc	120.180.057	Managersko

se nadaljuje

Tabela 4: Uvrstitev največjih podjetij/skupin po prihodkih od prodaje v skupino glede prevladujočega lastništva (nad.)

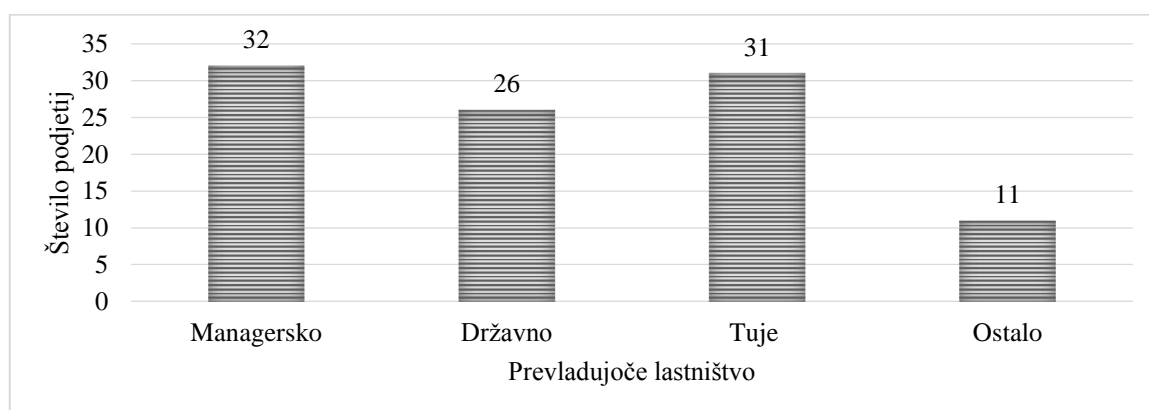
Podjetje/Skupina	Prihodki od prodaje (2008) v €	Prevladujoče lastništvo na dan 31.12.2008
Johnson & Johnson, d. o. o.	117.990.546	Tuje
Skupina A1	116.943.125	Ostalo*
Skupina TAB	116.202.835	Managersko*
Skupina CGP	114.122.129	Managersko
Skupina Konstruktor VGR	109.903.448	Managersko
Skupina SGP Pomgrad	106.753.080	Managersko
Skupina S & T Slovenija	106.010.220	Tuje*
Skupina Kraški zidar	101.391.261	Managersko
Skupina Elan	99.995.000	Državno
Količevo Karto, d. o. o.	99.576.099	Tuje
Skupina Kovinoplastika Lož	98.875.945	Managersko*
Skupina ETI	98.401.549	Ostalo*
Vipap Videm Krško, d. d.	97.064.194	Tuje
Skupina Elektro Gorenjska	97.062.975	Državno
Papirnica Vevče, d. o. o.	96.149.075	Tuje
Eta, d. o. o.	90.892.952	Tuje
Dinos, d. d.	90.403.838	Tuje*
Skupina Iskraemeco	90.191.599	Tuje
Skupina Paloma	86.503.610	Državno
Skupina MLM	86.273.703	Ostalo
Skupina Energoplan	80.677.415	Ostalo*
Arcont, d. d.	79.229.519	Tuje

*podatki o lastništvu na dan 31.12.2008 niso znani (upoštevano drugo stanje)

Vir: Bismode (Gvin-Finančni podatki: finančni izkazi), 2016.; AJPES (Fi-Po-Finančni podatki: ePRS-poslovni register Slovenije), 2016a; AJPES (JolP-javna objava letnih poročil), 2016b.

Podjetja so bila v posamezno skupino uvrščena na podlagi prevladujočega lastništva na dan 31.12.2008, pri podjetjih, kjer ni bilo mogoče pridobiti podatkov o lastništvu za leto 2008 so bili uporabljeni razpoložljivi podatki iz kasnejših mesecev oziroma let. Nekatera podjetja, ki sicer niso imela formalne večine za določeno skupino prevladujočega lastništva, so bila uvrščena v določeno skupino na podlagi lastne presoje glede dejanskega upravljaljskega vpliva v podjetju. V skupini Krka recimo država nima večinskega lastniškega deleža (samo okrog četrtino), ker pa so preostali deleži razpršeni, *de facto* vedno predstavlja večino na skupščini. Prevladujejo podjetja v pretežno managerskem lastništvu, takoj za njimi podjetja v pretežno tujem lastništvu, sledijo podjetja v pretežno državnem in ostalem lastništvu. Podrobnejši prikaz uvrstitve izbranih podjetij oz. skupin glede na lastniško strukturo prikazuje Slika 1.

Slika 1: Lastniška struktura največjih slovenskih podjetij na dan 31.12.2008



4.3 Izbor računovodskih kazalnikov za merjenje uspešnosti poslovanja največjih slovenskih podjetij

Uspešnost poslovanja izbranih podjetij sem analizirala s pomočjo štirih izbranih obveznih računovodskih kazalnikov za merjenje uspešnosti poslovanja podjetij na podlagi tedaj veljavnih SRS 2015 ter dvema izbranim računovodskima kazalnikoma, ki nista obvezna na podlagi SRS 2015 in sicer:

- stopnja lastniškosti financiranja (v nadaljevanju delež kapitala v financiranju),
- koeficient pospešene pokritosti kratkoročnih obveznosti (v nadaljevanju pospešeni koeficient),
- koeficient gospodarnosti poslovanja,
- stopnja dobičkovnosti poslovnih prihodkov,
- koeficient čiste dobičkonosnosti kapitala in
- koeficient čiste dobičkonosnosti sredstev.

Z zgoraj omenjenimi kazalniki ne zajamem vseh možnih kazalnikov, ampak zasledujem le osnovni namen, ki je pregled finančnega stanja in uspešnosti poslovanja izbranih največjih slovenskih podjetij. Za vseh 100 obravnavanih podjetij sem izračunala povprečne vrednosti izbranih kazalnikov za obdobje od vključno leta 2008 do vključno 2014. Ker vrednosti izbranih kazalnikov za nekatera podjetja v posameznih letih ne obstajajo zaradi vključenosti podjetij v postopke insolventnosti oz. prenehanja delovanja ali jih ni bilo mogoče pridobiti, ker podjetja v stečajnem postopku od lete prijave stečajnega postopka dalje niso več zavezana k oddaji zaključnih računov, sem pri izbranih kazalnikih za ta podjetja izračunala povprečne vrednosti tistih podatkov, ki jih je bilo moč pridobiti na podlagi podatkov iz let, ko so bila podjetja še delujoča. Za nekaj podjetij v nekaterih letih ni bilo moč pridobiti določenih podatkov, ki so bila v nadaljevanju podlaga za izračun kazalnikov. Zato so bila ta podjetja v tistem obdobju izločena iz analize, kljub temu, da so bila še delujoča. Na podlagi

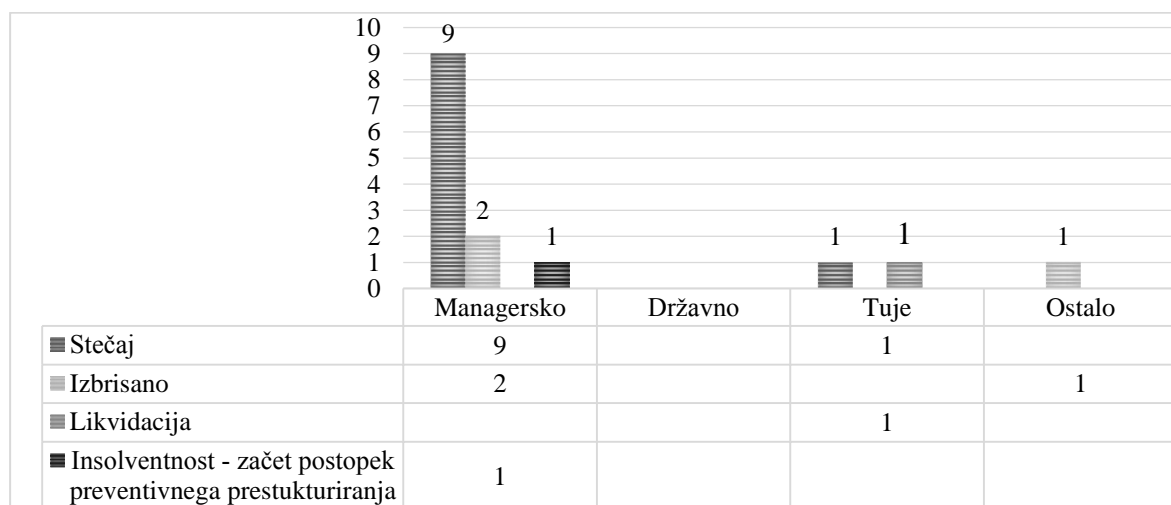
preučene literature sem se odločila, da v analizo dodam še stopnjo rasti čistih prihodkov od prodaje, s katerim sem analizirala rast prodaje storitev in proizvodov obravnavanih podjetij.

4.4 Rezultati empirične analize

4.4.1 Pregled števila podjetij v postopkih insolventnosti iz vzorca največjih slovenskih podjetij v obdobju od leta 2008 do leta 2014

Izmed 100 po prihodkih od prodaje največjih slovenskih podjetij, ki so bila vključena v analizo, jih je bilo v opazovanem obdobju od leta 2008 do vključno 2014 v postopke stečaja, likvidacije, izbrisa ali začetka preventivnega prestrukturiranja vključenih kar 15. Slika 2 prikazuje število stečajev, izbrisov, začetih postopkov likvidacije ter začetega postopka preventivnega prestrukturiranja glede na lastniško strukturo. V opazovanem obdobju je bilo največ podjetij v stečaju in sicer kar 10 %, od tega 9 podjetij, ki so bila v prevladujočem managerskem lastništvu ter eno podjetje, ki je bilo v prevladujočem tujem lastništvu. Izbrisana so bila tri podjetja, od tega dve podjetji v prevladujočem managerskem lastništvu. V podjetju Danfoss Compressors, ki spada v skupino podjetij s prevladujočim tujim lastništvom, je bil v letu 2014 začet likvidacijski postopek. Pri Skupini Engrotuš, ki spada v skupino s prevladujočim managerskem lastništvu, je bil v letu 2014 začet postopek preventivnega prestrukturiranja. Pri skupini, ki predstavlja podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu, so bila v stečaj vključena naslednja podjetja oz. skupine: Skupina CPM, Skupina Konstruktor VGR, Skupina Kraški zidar, Skupina Merkur, Skupina Prevent Global, Skupina Primorje holding, Skupina SCT, Skupina Viator & Vektor ter Vegrad d. d.. V skupini, ki predstavlja tuje lastništvo, je bila v stečaj vključena Skupina Alpos. V skupini prevladujočega managerskega lastništva sta bili izbrisani Skupina Poslovni sistemi Zupanc ter Skupina Iskra, v skupini prevladujočega ostalega lastništva pa Skupina Energoplan.

Slika 2: Primerjava največjih slovenskih poslovnih subjektov (glede na prihodke od prodaje) v postopkih insolventnosti glede na prevladujočo lastniško strukturo v obdobju od 2008 do 2014



Če povzamem, izmed izbranih največjih slovenskih podjetji je bilo v postopkih insolventnosti največ tistih, ki so v prevladujočem managerskem lastništvu. V postopkih insolventnosti je pristalo skupaj 15 % podjetij/skupin, od tega kar 12 % takih, ki so v prevladujočem managerskem lastništvu.

4.4.2 Analiza izbranih računovodskih kazalnikov za merjenje uspešnosti podjetja glede na lastniško strukturo podjetja

S pomočjo baze Gvin in programa Excel sem pripravila ter obdelala izbrane kazalnike. Osrednja analiza je bila izračun in analiza povprečja vrednosti izbranih kazalnikov po skupinah podjetij, za vsako posamezno leto obravnavanega obdobja. S pomočjo te analize sem proučila, ali se povprečja vrednosti izbranih kazalnikov v celotnem obravnavanem obdobju razlikujejo med skupinami. V nadaljevanju sem obravnavano obdobje razdelila še na tri časovna obdobja glede na krizo, in sicer:

- časovno obdobje za leto 2008 kot zadnje »običajno« leto pred krizo (v nadaljevanju zadnje običajno obdobje pred krizo),
- časovno obdobje za leto 2009 kot obdobje »največje« svetovne krize, ki je zajelo evropsko gospodarstvo (v nadaljevanju obdobje največje krize) ter
- časovno obdobje za leto 2014 kot obdobje po »koncu« krize (v nadaljevanju obdobje po krizi).

Na podlagi predhodno opredeljenih časovnih obdobjij glede na krizo sem nato preverila, ali se uspešnost po skupinah razlikuje še znotraj posameznega časovnega obdobja glede na krizo, torej zadnje običajno obdobje pred krizo, v obdobju največje krize ter v obdobju po krizi.

V prvem delu v Tabeli 5 predstavljam opisno statistiko za naslednje spremenljivke:

- delež kapitala v financiranju,
- pospešeni koeficient,
- koeficient gospodarnosti poslovanja,
- stopnja dobičkovnosti poslovnih prihodkov,
- stopnja rasti čistih prihodkov od prodaje,
- koeficient čiste dobičkonosnosti kapitala in
- koeficient čiste dobičkonosnosti sredstev,

V Tabeli 5 je pri vsakem posameznem kazalniku prikazano število vključenih podjetij glede na lastniško strukturo in povprečna vrednost spremenljivk za vsako posamezno leto. Kot je bilo predhodno že omenjeno, podjetja, ki v določenih obdobjih niso imela izračunanih kazalnikov, saj so lahko bila v tistem obdobju vključena v postopke insolventnosti oz. so že

prenehala delovati ali pa za njih ni bilo mogoče pridobiti posameznih podatkov, so bila v analizo vključena na podlagi povprečja tistih podatkov, ki jih je bilo moč pridobiti na podlagi podatkov iz let, ko so bila podjetja še delujoča. To pomeni, da je podjetje, ki je bilo recimo v letu 2010 v stečaju imelo razpoložljive samo podatke za leto 2008 in 2009. Tako je bilo to podjetje v analizo vključeno samo v letu 2008 in 2009. V nadaljevanju prikazujem analizo po posameznih obravnavanih kazalnikih skupaj z grafičnim prikazom, kjer so podjetja z ekstremnimi odstopajočimi vrednostmi določenega kazalnika v posameznem obdobju v grafičnem prikazu izločena zaradi primerljivosti povprečij med skupinami.

Tabela 5: Opisna statistika izbranih kazalnikov v obdobju od 2008 do 2014

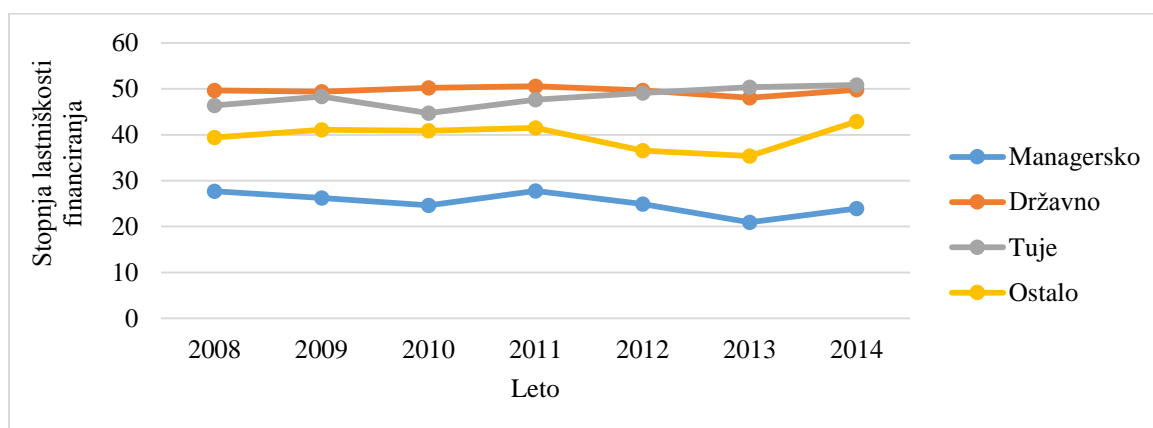
	Prevladujoče lastništvo	Povprečna vrednost 2008	Št. pod.	Povprečna vrednost 2009	Št. pod.	Povprečna vrednost 2010	Št. pod.	Povprečna vrednost 2011	Št. pod.	Povprečna vrednost 2012	Št. pod.	Povprečna vrednost 2013	Št. pod.	Povprečna vrednost 2014	Št. pod.
Delež kapitala	Managersko	27,71	32	26,27	29	24,62	24	27,81	22	24,93	22	20,93	22	23,95	19
	Državno	49,67	26	49,41	26	50,27	25	50,55	26	49,68	26	48,08	26	49,84	26
	Tuje	46,36	31	48,32	30	44,74	30	47,66	29	49,10	28	50,35	29	50,87	28
	Ostalo	39,42	11	41,10	11	40,92	11	41,50	10	36,54	10	35,37	10	42,94	9
Pospešeni koeficient	Managersko	0,74	32	0,70	29	0,67	24	0,65	22	0,63	22	1,40	22	1,25	19
	Državno	1,07	26	1,11	26	1,11	25	1,02	26	0,99	26	1,12	26	1,24	26
	Tuje	1,14	31	1,19	30	1,17	30	1,10	29	1,20	28	1,53	29	1,41	28
	Ostalo	0,63	11	0,68	11	0,69	11	0,71	10	0,70	10	0,79	10	1,13	9
Koeficient gospodarnosti i poslovanja	Managersko	1,03	32	1,02	29	0,99	24	1,02	22	1,03	22	0,99	22	1,07	19
	Državno	1,06	26	1,04	26	1,04	25	1,06	26	1,05	26	1,07	26	1,08	26
	Tuje	1,06	31	1,04	30	1,00	30	1,04	29	1,03	28	1,01	29	1,05	28
	Ostalo	0,99	11	1,03	11	1,03	11	1,02	10	1,00	10	0,98	10	1,03	9
Stopnja dobičkovnosti poslovnih prihodkov	Managersko	2,86	32	1,53	29	-1,49	24	1,49	22	2,14	22	-1,73	22	5,27	19
	Državno	3,80	26	2,88	26	1,59	25	5,36	26	3,74	26	5,35	26	6,32	26
	Tuje	4,20	31	3,35	30	-4,75	30	2,13	29	2,38	28	-15,13	29	3,71	28
	Ostalo	-1,43	11	2,90	11	2,44	11	1,98	10	-1,87	10	-3,06	10	2,08	9
Stopnja rasti čistih prihodkov od prodaje	Managersko	1,08	32	0,80	29	1,03	24	1,02	22	1,00	22	0,89	22	0,96	19
	Državno	1,09	26	0,91	26	1,07	25	1,00	26	1,03	26	0,97	26	0,98	26
	Tuje	1,37	31	0,81	30	1,07	30	0,99	29	0,95	28	0,94	29	1,01	28
	Ostalo	1,03	11	0,88	11	1,07	11	1,09	10	0,93	10	0,89	10	0,95	9
Koeficient čiste dobičkonosnosti kapitala	Managersko	0,04	32	-0,14	29	-0,74	24	0,18	22	-0,49	22	-0,24	22	0,00	19
	Državno	0,02	26	-0,03	26	-0,59	25	-0,04	26	-0,07	26	-0,09	26	0,03	26
	Tuje	0,13	31	0,05	30	-0,03	30	0,08	29	0,07	28	0,09	29	0,12	28
	Ostalo	0,01	11	-0,01	11	-0,01	11	-0,06	10	-0,81	10	-0,29	10	-2,07	9
Koeficient čiste dobičkonosnosti sredstev	Managersko	0,02	32	-0,01	29	0,00	24	0,00	22	-0,02	22	-0,03	22	0,01	19
	Državno	0,02	26	0,00	26	-0,01	25	0,01	26	0,00	26	0,01	26	0,02	26
	Tuje	0,05	31	0,04	30	0,02	30	0,03	29	0,04	28	0,03	29	0,05	28
	Ostalo	0,01	11	0,00	11	0,00	11	-0,01	10	-0,05	10	-0,06	10	-0,01	9

V nadaljevanju so prikazani rezultati in analize po posameznih izbranih kazalnikih glede na lastniške strukture za vsako posamezno leto.

4.4.2.1 Stopnja lastniškosti financiranja

Povprečje deleža kapitala v financiranju glede na lastniško strukturo, za vsako posamezno leto je prikazano v Sliki 3.

Slika 3: Povprečje deleža kapitala v financiranju glede na lastniško strukturo za vsako posamezno leto



Vrednost kazalnika pove, kolikšna je zadolžitev posameznega podjetja. Najnižje povprečne vrednosti tega kazalnika so skozi celotno obravnavano obdobje dosegala podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu. Z izjemo zadnjih dveh let so najvišje povprečne vrednosti tega kazalca dosegala podjetja v prevladujočem državnem lastništvu.

Tudi če primerjam povprečne vrednosti kazalnika po skupinah po zgoraj navedenih obdobjih glede na krizo ni bistvenih sprememb. Že v zadnjem običajnem obdobju pred krizo so največje povprečne vrednosti tega kazalnika dosegala podjetja v prevladujočem državnem lastništvu, nato podjetja v prevladujočem tujem lastništvu, sledila so jim podjetja v prevladujočem ostalem lastništvu ter podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu.

V obdobju največje krize se vrstni red ni spremenil, v obdobju po krizi pa so v primerjavi s podjetji v prevladujočem državnem lastništvu za malenkost višje povprečne vrednosti kazalnika dosegala podjetja v prevladujočem tujem lastništvu.

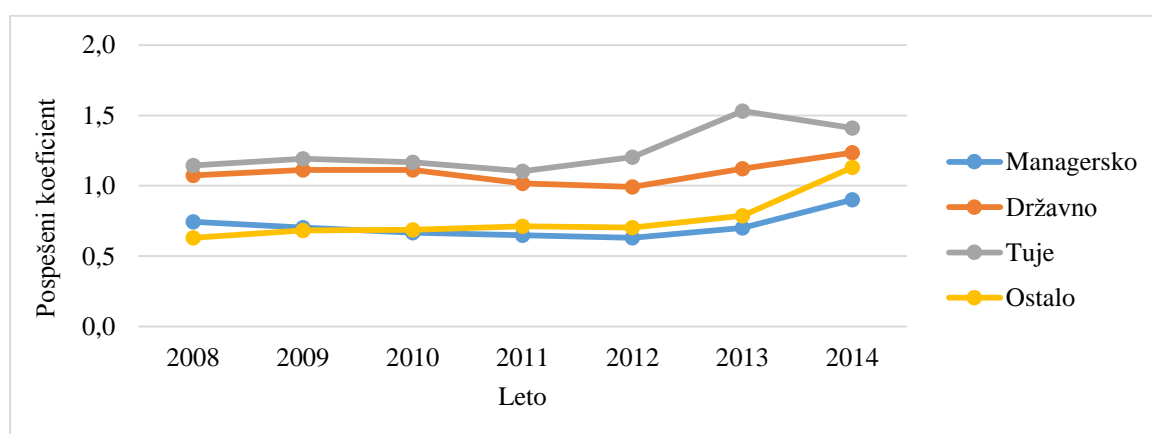
Podjetja v prevladujočem državnem lastništvu v obravnavanem obdobju niso zabeležila velikega nihanja pri tem kazalniku, medtem ko so podjetja v prevladujočem tujem državnem lastništvu, z izjemo leta 2009 (obdobje največje krize), beležile naraščanje. V letu 2014, ki predstavlja konec krize je ta skupina podjetij dosegla najvišjo povprečno vrednost kazalnika. Podjetja v prevladujočem ostalem lastništvu so v letih 2012 in 2013 doživela velik padec.

Kot sem omenila že v teoretičnem delu magistrskega dela, je težko določiti optimalno vrednost tega kazalnika zaradi dvojnega interesa v podjetju. Ob predpostavki, da višja vrednost tega kazalnika praviloma pomeni večjo varnost naložb za upnike in stabilnost donosov lastnikov ter da so v obravnavanem obdobju podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu ves čas dosegala bistveno nižje vrednosti tega kazalnika od ostalih, pomeni, da so ta podjetja ves čas predstavljala manjšo varnost naložb za upnike in manjšo stabilnost donosov. Podjetja v prevladujočem državnem lastništvu so, ob enaki predpostavki, predstavljala večjo varnost naložb za upnike in večjo stabilnost donosov.

4.4.2.2 Koeficient pospešene pokritosti kratkoročnih obveznosti

Gibanje povprečne vrednosti pospešenega koeficienta glede na lastniško strukturo za vsako posamezno leto prikazuje Slika 4.

Slika 4: Gibanje povprečne vrednosti pospešenega koeficienta glede na lastniško strukturo za vsako posamezno leto



Skozi celotno opazovano obdobje so podjetja v prevladujočem tujem lastništvu dosegala najvišje povprečne vrednosti pospešenega koeficienta, sledila so jim podjetja v prevladujočem državnem lastništvu, z izjemo leta 2013 in 2014. Najbolj opazna sprememba povprečne vrednosti pospešenega koeficienta je bila vidna v letu 2013 pri podjetjih v prevladujočem managerskem lastništvu. Tako veliko odstopanje je nastalo zaradi podjetja Salus d. d., ki je v letu 2013 izkazovalo rekordno visoko vrednost pospešenega koeficienta in sicer kar v višini 16,95. To ni bila posledica lastniškega preoblikovanja, temveč so v podjetju dejavnosti veletrgovine in storitev začeli izvajati v novoustanovljeni družbi Salus, Veletrgovina, d. o. o., ki je nastala na podlagi izčlenitve teh dveh dejavnosti iz matične družbe Salus d. d.. V naslednjem letu je podjetje sicer izkazovalo manjšo vrednost pospešenega koeficienta, a še vedno visoko. Če v zadnjih dveh letih podjetje izločim iz analize pri podjetjih v prevladujočem managerskem lastništvu, pri tem kazalniku ni več prisotno tako veliko odstopanje pri povprečni vrednosti pospešenega koeficienta v letu 2013 in 2014 v primerjavi z ostalimi skupinami podjetij. Podjetja v prevladujočem managerskem

lastništvu so namreč tako tudi v letu 2013 in 2014 izkazovala najnižjo povprečno vrednost pospešenega koeficienta v primerjavi z ostalimi skupinami podjetij. Vse štiri skupine podjetij so v letu 2013 povečale povprečne vrednosti pospešenega koeficienta (tudi v primeru izločitve podjetja Salus d. d.). Podjetja v prevladujočem državnem in ostalem lastništvu so tudi v naslednjem letu, ki označuje obdobje po koncu krize, sledila temu trendu, medtem ko so podjetja v prevladujočem tujem in managerskem lastništvu zabeležila padec pri povprečni vrednosti pospešenega koeficienta (v primeru izločitve podjetja Salus d. d. rast).

V zadnjem običajnem letu pred krizo, to je leta 2008, so podjetja v prevladujočem tujem in državnem lastništvu dosegala povprečno vrednost tega kazalnika nad 1, medtem ko so podjetja v prevladujočem managerskem in ostalem lastništvu dosegala povprečno vrednost tega kazalca pod 1. Zanimivo je, da se v času največje krize, to je v letu 2009, situacija ni spremenila. V obdobju po krizi so vse štiri skupine podjetij dosegale povprečno vrednost kazalca nad 1. Spremenilo se je samo drugo in tretje mesto glede na njegovo najvišjo povprečno vrednost in sicer so drugo najvišjo povprečno vrednost pospešenega koeficienta dosegala podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu, tretje pa podjetja v prevladujočem državnem lastništvu. V primeru izločitve podjetja Salus d. d. so dosegale vse tri skupine podjetij povprečno vrednost pospešenega koeficienta v letu 2014 večjo od 1, razen podjetij v prevladujočem managerskem lastništvu, ki so dosegala povprečno vrednost tik pod njo. Vrstni red glede najvišje povprečne vrednosti pospešenega koeficienta po koncu krize v letu 2014 je v tem primeru ostal enak kot v letu 2008.

Na podlagi slike 4 lahko zaključim, da so imela v letu 2008, ki predstavlja še zadnje običajno obdobje pred krizo, podjetja v prevladujočem tujem in državnem lastništvu bolj podobne povprečne vrednosti pospešenega koeficienta, enako velja tudi za podjetja v prevladujočem managerskem in ostalem lastništvu. V letu 2009, ki predstavlja obdobje največje krize, se situacija ni spremenila, izkazalo se je celo, da so imela podjetja v prevladujočem managerskem in ostalem lastništvom še bolj podobne povprečne vrednosti pospešenega koeficienta. V obdobju, ki predstavlja konec krize, torej v letu 2014, so bile razlike v povprečni vrednosti pospešenega koeficienta med skupinami bistveno manjše (tudi v primeru izločitve podjetja Salus d. d.).

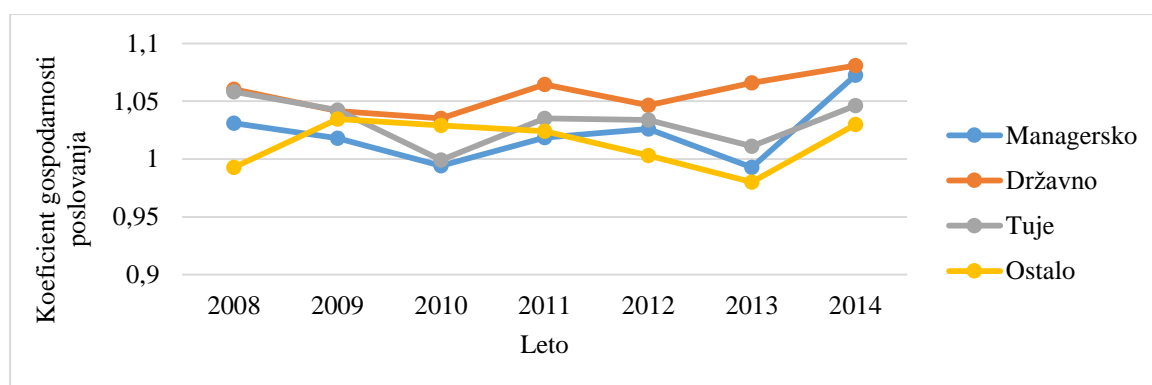
Ob predpostavki, da je optimalna vrednost pospešenega koeficienta 1, so le-to podjetja v pretežno tujem in državnem lastništvu skozi celotno obravnavano obdobje dosegala oziroma celo presegala, z izjemo podjetij v pretežno državnem lastništvu, ko je povprečna vrednost tega kazalnika v letu 2012 znašala 0,9915. To pomeni, da so podjetja v prevladujočem tujem in državnem lastništvu vse od leta 2008 do 2014 (z izjemo podjetij v prevladujočem državnem lastništvu v letu 2012), v celoti pokrivala svoje kratkoročne obveznosti z dobroimetjem pri bankah (denarna sredstva) in kratkoročnimi terjatvami. Podjetja v pretežno ostalem lastništvu so dosegla povprečno vrednost tega kazalnika nad 1 samo v letu 2014, podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu, kot že zgoraj omenjeno, od leta 2013

dalje. V primeru izločitve podjetja Salus d. d. podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu v celotnem obdobju niso dosegala povprečne vrednosti pospešenega koeficienta nad 1 (v letu 2014 so se tej vrednosti zelo približala).

4.4.2.3 Koeficient gospodarnosti poslovanja

Gibanje povprečne vrednosti koeficienta gospodarnosti poslovanja glede na lastniško strukturo za vsako posamezno leto prikazuje Slika 5.

Slika 5: Gibanje povprečne vrednosti koeficienta gospodarnosti poslovanja glede na lastniško strukturo za vsako posamezno leto



Koeficient gospodarnosti poslovanja odraža razmerje med ustvarjenimi prihodki in realiziranimi odhodki iz poslovanja. Večja kot je vrednost koeficienta, uspešnejše je poslovanje, seveda ob predpostavki izkazanega čistega dobička. Vrednost 1 ali več ob izkazanem čistem dobičku pomeni, da je podjetje s prodajo svojih izdelkov ali storitev zaslužilo dovolj, da je lahko pokrilo vse nastale stroške iz poslovanja.

Z minimalno izjemo v letu 2009 so skozi celotno obravnavano obdobje najvišje povprečne vrednosti tega kazalnika dosegala podjetja v pretežno državnem lastništvu. Če primerjam podjetja v pretežno tujem lastništvu s podjetji v pretežno managerskem lastništvu, ugotovim, da so podjetja v pretežno tujem lastništvu skozi celotno obravnavano obdobje, z izjemo leta 2014, dosegala višje povprečne vrednosti koeficienta gospodarnosti poslovanja. Podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu so namreč v letu 2014 v primerjavi z ostalimi skupinami podjetij dosegla drugo najvišjo povprečno vrednost tega kazalnika. Najvišjo povprečno vrednost tega kazalnika so v letu 2014 dosegla podjetja v prevladujočem državnem lastništvu, sledila so jim podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu. Obe skupini podjetij sta v letu 2014 znotraj posamezne skupine dosegli tudi najvišjo povprečno vrednost tega kazalca.

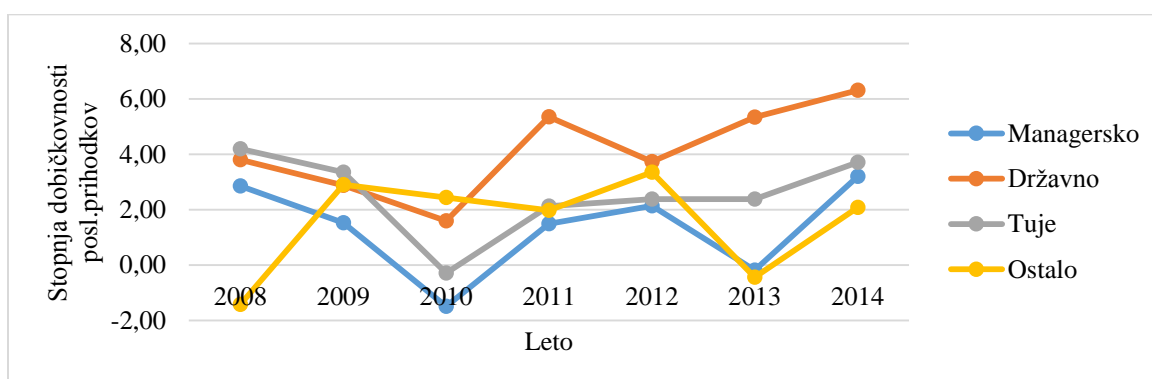
V zadnjem običajnem obdobju pred krizo so podjetja v prevladujočem državnem in tujem lastništvu dosegala podobne povprečne vrednosti tega kazalnika, medtem ko je bila razlika

med ostalima dvema skupinama podjetij večja. V obdobju največje krize so podjetja v prevladujočem državnem in tujem lastništvu dosegala še bolj podobne povprečne vrednosti kazalca, približevati so se jim začela tudi podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu. V letu 2014, ko je bila kriza na vrhuncu, so podjetja v prevladujočem državnem in tujem lastništvu dosegala za malenkost manj podobne povprečne vrednosti tega kazalnika, a so si bila še vedno dokaj blizu. Ob predpostavki, da je podjetje ob večji vrednosti tega kazalnika uspešnejše in hkrati izkazuje čisti dobiček, pomeni, da so v obravnavanem obdobju najuspešnejša podjetja v prevladujočem državnem lastništvu. Če primerjamo podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu s podjetji v pretežnem tujem lastništvu, so na podlagi tega kazalnika podjetja v prevladujočem tujem lastništvu uspešnejša. Izjema velja le za leto 2014.

4.4.2.4 Stopnja dobičkovnosti poslovnih prihodkov

Gibanje povprečne vrednosti tega kazalnika glede na lastniško strukturo za vsako posamezno leto prikazuje Slika 6.

Slika 6: Gibanje povprečne vrednosti stopnje dobičkovnosti poslovnih prihodkov glede na lastniško strukturo za vsako posamezno leto



Ta kazalnik odraža, koliko dobička oziroma izgube iz poslovanja je podjetje ustvarilo na vsakih 100 evrov doseženih prihodkov iz poslovanja. Podjetje je poslovno uspešnejše, če izkazuje čisti dobiček in je vrednost kazalnika (kot merilo uspešnosti) čim višja. Večji kot je delež odhodkov iz poslovanja v prihodkih iz poslovanja, nižja bo stopnja tega kazalnika. Hkrati je potrebno opozoriti, da se lahko vrednost kazalnika zniža tudi zaradi zmanjšanja števila družb v dejavnosti, kar poveča možnost oblikovanja nižjih prodajnih cen. Podjetja iz delovno intenzivnih dejavnosti imajo povprečno vrednost tega kazalnika nižjo kot podjetja iz kapitalno intenzivnih dejavnosti.

Gibanje povprečne vrednosti kazalnika glede na lastniško strukturo za vsako posamezno leto prikazuje Slika 6. Pozitivno povprečno vrednost tega kazalnika so v celotnem obravnavanem obdobju dosegala le podjetja v prevladujočem državnem lastništvu. Tudi sicer so podjetja v

prevladujočem državnem lastništvu od leta 2010 dalje dosegala povprečno najvišje vrednosti tega kazalnika. Najnižjo povprečno vrednost so v letu 2013 dosegla podjetja v prevladujočem tujem lastništvu in sicer kar -15,1279. Tako veliko odstopanje je nastalo zaradi podjetja Salbatriing International d. o. o., ki je v letu 2013 izkazovalo negativni poslovni izid iz poslovanja v višini -756.099 €, kar je vplivalo tudi na vrednost kazalnika, ki je znašala -516,77. Če podjetje izključim iz analize, je v letu 2013 povprečna vrednost kazalnika za podjetja v prevladujočem tujem lastništvu narasla z negativne vrednosti v višini -15,1279 na pozitivno vrednost v višini 2,787857. To pomeni, da v letu 2013 pri tej skupini podjetij ni bilo bistvenega odstopanja od ostalih skupin, vrednost je bila celo višja od podjetij v prevladujočem managerskem in ostalem lastništvu. Podjetja v prevladujočem tujem lastništvu bi tako skozi celotno obravnavano obdobje izkazovala pozitivno vrednost tega kazalnika, z izjemo leta 2010. Tudi v letu 2010 je izhajalo odstopanje pri skupini podjetij v prevladujočem tujem lastništvu zaradi podjetja Salbatriing International d. o. o., ki je v tistem letu izkazovalo vrednost tega kazalnika v višini -134,09 zaradi visokega negativnega poslovnega izida iz poslovanja. Če podjetje tudi v letu 2010 izločim iz analize, je v letu 2010 povprečna vrednost kazalnika za podjetja v prevladujočem tujem lastništvu narasla z -4,8 na -0,2931. V tem primeru so podjetja v prevladujočem tujem lastništvu dosegala višje povprečne vrednosti kazalnika kot podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu.

Podjetja v prevladujočem ostalem lastništvu so v letu 2012 in 2013 dosegala odstopajoče povprečne vrednosti kazalnika v primerjavi z ostalimi skupinami podjetij zaradi Skupine MLM, ki je v teh dveh letih dosegla negativen poslovni izid iz poslovanja. Skupina MLM se je namreč v letu 2012 znašla v hudih likvidnostnih težavah in v letu 2013 kot skrajni ukrep prestrukturiranja pripravila predlog prisilne poravnave. V primeru izločitve Skupine MLM iz analize v letu 2012 in 2013 je v letu 2012 povprečna vrednost tega kazalnika za podjetja v prevladujočem ostalem lastništvu narasla z negativne vrednosti v višini -1,865 na pozitivno vrednost v višini 3,3511 ter v letu 2013 z -3,062 na -0,438. V tem primeru je bila povprečna vrednosti kazalnika podjetij v prevladujočem ostalem lastništvu višja od podjetij v prevladujočem managerskem lastništvu.

Na podlagi Slike 6 je opazna tudi bistveno višja povprečna vrednost kazalnika za podjetja v prevladujočem državnem lastništvu v letu 2011. To odstopanje izhaja predvsem zaradi podjetja Dars d. d., ki je v tistem letu dosegal višje prihodke iz poslovanja predvsem zaradi povečanja prihodkov od cestnin in prodaje vinjet, ter Skupine Krka, ki je prav tako dosegala višje poslovne prihodke. Omenjeni podjetji sta tudi v vseh naslednjih obravnavanih obdobjih največ pripomogli k temu, da so podjetja v prevladujočem državnem lastništvu dosegala višje povprečne vrednosti kazalnika.

Kot sem omenila že pri pospešenem koeficientu, če v zadnjih dveh obravnavanih obdobjih iz analize izločim podjetje Salus d. d., so podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu v letu 2013 povprečno vrednost tega kazalnika dosegala v višini -0,189 (pred izločitvijo -1,73) ter v letu 2014 povprečno vrednost 3,2006 (pred izločitvijo 5,2742). Vrstni red glede

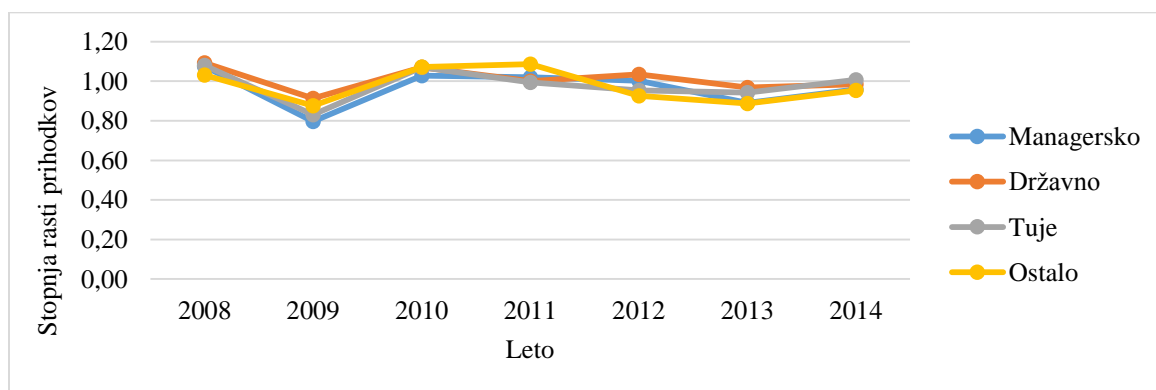
višin povprečne vrednosti tega kazalnika se s tem med skupinami sicer ni spremenil, so pa povprečne vrednosti kazalnika bolj primerljive.

Če opazujem obdobja po delih, bolj natančno leto 2008 kot zadnje običajno obdobje pred krizo, ugotovim, da so vse skupine podjetij razen podjetij v prevladujočem ostalem lastništvu, dosegale pozitivno povprečno vrednost tega kazalnika. Najvišjo povprečno vrednost so v tem obdobju izkazovala podjetja v prevladujočem tujem lastništvu, sledila so jim podjetja v prevladujočem državnem lastništvu in nato še podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu. V obdobju največje krize, torej v letu 2009, so pozitivne povprečne vrednosti dosegle vse skupine podjetij. Podjetja v prevladujočem ostalem lastništvu so v letu 2009 dosegla celo višjo povprečno vrednost tega kazalnika kot v obdobju pred krizo. Po koncu krize so najvišje povprečne vrednosti kazalnika dosegla podjetja v prevladujočem državnem lastništvu, sledila so jim podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu. Podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu so v obdobju po krizi, v celotnem obravnavanem obdobju, dosegla celo najvišje povprečne vrednosti tega kazalnika. Na podlagi tega lahko zaključimo, da je imelo obdobje krize pri podjetjih v prevladujočem državnem lastništvu v primerjavi z ostalimi skupinami podjetij najmanjši vpliv na poslovanje podjetij. Podjetja v prevladujočem državnem lastništvu so po obdobju največje krize v letu 2009 ves čas dosegala višje vrednosti tega kazalnika kot ostala podjetja. Po letu 2013 se je vrednost tega kazalnika povečala pri vseh skupinah podjetij, ki so v letu 2014 dosegale vrednosti tega kazalnika celo nad 2.

4.4.2.5 Stopnja rasti čistih prihodkov od prodaje

Po analizi zadnjih dveh kazalnikov je v nadaljevanju prikazana stopnja rasti čistih prihodkov od prodaje glede na lastniško strukturo za vsako posamezno leto. Čisti prihodki od prodaje so prihodki od prodaje proizvodov, blaga in materiala ter prihodki od opravljenih storitev na domačem in tujem trgu. Gibanje povprečne stopnje rasti čistih prihodkov od prodaje prikazuje Slika 7.

Slika 7: Gibanje povprečne stopnje rasti čistih prihodkov od prodaje



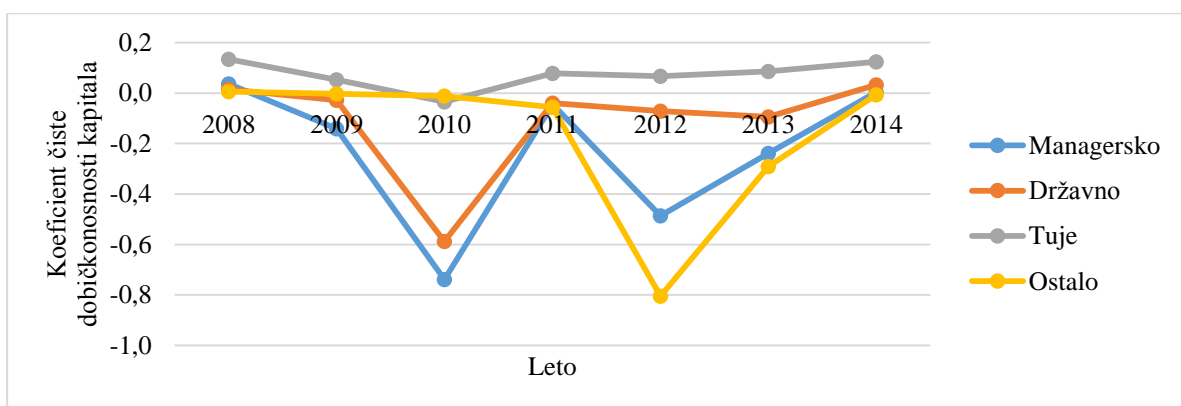
Zaradi primerljivosti podatkov sem tudi tukaj iz analize v letu 2008 in 2009 izločila podjetje Salbating International d. o. o.. V obdobju od leta 2008 do vključno 2009, ki ga označujem kot vrhunec krize, so vse štiri skupine podjetij dosegla padec povprečne stopnje rasti čistih prihodkov od prodaje. V letu 2014, ki ga označujem kot konec krize, so prav tako vse štiri skupine podjetij dosegle rast povprečne stopnje rasti čistih prihodkov od prodaje.

V letu 2011 je pri podjetjih v prevladujočem ostalem lastništvu vidna najvišja povprečna stopnja rasti prihodkov od prodaje. V tem obdobju so namreč vsa ta podjetja, z izjemo Skupine MK Založba, dosegala višje čiste prihodke od prodaje v primerjavi s prejšnjim letom.

4.4.2.6 Koeficient čiste dobičkonosnosti kapitala

Gibanje povprečne vrednosti koeficienta čiste dobičkonosnosti kapitala glede na lastniško strukturo za vsako posamezno leto prikazuje Slika 8.

Slika 8: Gibanje povprečne vrednosti koeficienta čiste dobičkonosnosti kapitala glede na lastniško strukturo za vsako posamezno leto



Koeficient čiste donosnosti kapitala (angl. *ROE*) velja za enega najpomembnejših in najpogosteje uporabljenih kazalnikov pri presojanju uspešnosti upravljanja s premoženjem. Kazalnik nam pove, koliko čistega dobička ali izgube je ustvarjeno z denarno enoto vloženega kapitala. V primeru, da podjetje izkazuje izgubo, je vrednost kazalca negativna. Večja vrednost kazalnika sicer pomeni boljšo poslovno uspešnost, vendar lahko boljši rezultat pomeni tudi večje tveganje na račun velikega zadolževanja.

Pri izračunu je potrebna previdnost predvsem v primeru čiste izgube in/ali negativnega kapitala. V primeru čiste izgube in negativne povprečne vrednosti kapitala bi recimo pomenilo, da je vrednost tega kazalnika lahko celo pozitivna. V takšnih primerih sem pri izračunu uporabila absolutno vrednost povprečnega kapitala.

Gibanje povprečne vrednosti koeficienta čiste dobičkonosnosti kapitala glede na lastniško strukturo v posameznem letu prikazuje Slika 8. Skozi celotno obravnavano obdobje ni imela nobena od skupin podjetij, v vseh letih, pozitivne povprečne vrednosti tega kazalnika. Najmanjše nihanje povprečne vrednosti kazalnika skozi celotno obravnavano obdobje je bilo zaznati pri podjetjih v prevladujočem tujem lastništvu. Pri podjetjih v prevladujočem managerskem lastništvu je bila največja razlika opazna med letom 2010, ko je bila povprečna vrednost tega kazalnika negativna, in 2011, ko je povprečna vrednost kazalnika dosegla pozitivno vrednost. V letu 2011 so podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu dosegala celo najvišjo povprečno vrednost kazalnika med vsemi skupinami podjetij. Če iz analize izločim Skupino Merkur in Skupino Istrabenz, se situacija spremeni, kar prikazuje tudi Slika 8. V tem primeru namreč najvišjo povprečno vrednost kazalnika v letu 2011 niso več dosegala podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu temveč podjetja v prevladujočem tujem lastništvu, tako kot v preostalih obdobjih, z izjemo leta 2010.

V letih 2010 in 2012, pa tudi 2013 lahko na podlagi Slike 8 opazim odstopanje predvsem pri podjetjih v prevladujočem managerskem lastništvu, v letu 2010 pri podjetjih v prevladujočem državnem lastništvu ter v letu 2012 in 2013 pri podjetjih v prevladujočem ostalem lastništvu. V letih 2010, 2012 in 2013 lahko na podlagi Slike 8 opazim odstopanje predvsem pri podjetjih v prevladujočem managerskem lastništvu. Enako odstopanje je vidno pri podjetjih s prevladujočim državnim lastništvom v letu 2010, prav tako pri podjetjih v prevladujočem ostalem lastništvu v letih 2012 in 2013. Razlike so nastale predvsem zaradi skupin podjetij kot celote ali pa zaradi posameznih podjetij, ki so se v obravnavanih obdobjih znašla v postopkih insolventnosti ali so bila dokapitalizirana.

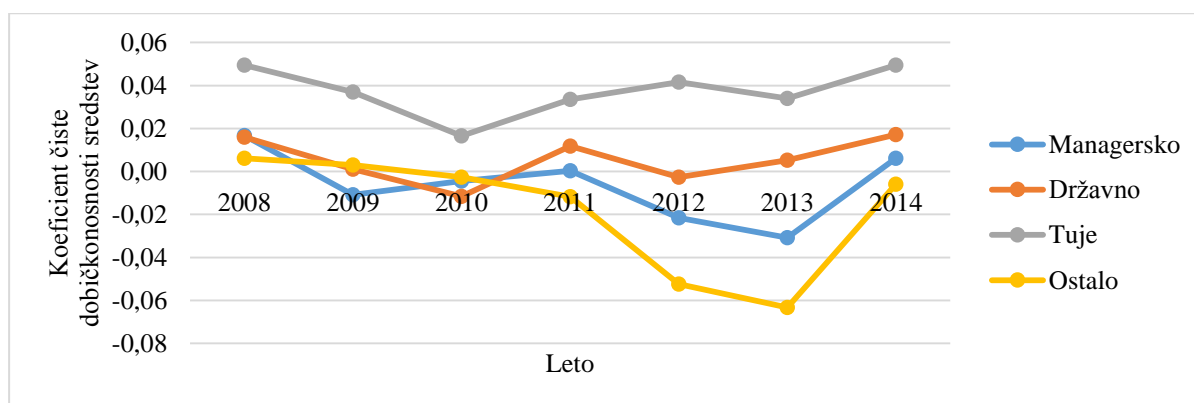
V zadnjem običajnem obdobju pred krizo so pozitivno povprečno vrednost kazalnika dosegale vse štiri skupine podjetij, največjo pa podjetja v prevladujočem tujem lastništvu. V času največje krize v letu 2009 so pozitivno povprečno vrednost kazalnika dosegala samo podjetja v prevladujočem tujem lastništvu. V letu 2014, ki označuje obdobje po krizi, so dokaj podobne povprečne vrednosti kazalnika dosegale vse tri skupine podjetij in sicer podjetja v prevladujočem tujem, državnem in managerskem lastništvu. V tem obdobju so izstopala podjetja v prevladujočem ostalem lastništvu, kjer je bila povprečna vrednost kazalnika izrazito nizka. Ta razlika je izhajala zaradi skupine Sava, ki je imela v tistem letu visoko izgubo, kar je bil tudi vzrok za nastanek negativnega kapitala. V primeru, da iz analize izključim Skupino Sava, je povprečna vrednost kazalnika, za podjetja v prevladujočem ostalem lastništvu narasla z -2,07298 na -0,00716. Na podlagi tega bi bila v letu 2014 povprečna vrednost kazalnika med vsemi skupinami podjetij veliko bolj podobna, kar je razvidno tudi iz Slike 8.

Ob predpostavki, da večja vrednost kazalnika pomeni večjo uspešnost, so bila v obravnavanih treh obdobjih krize najbolj uspešna podjetja v prevladujočem tujem lastništvu.

4.4.2.7 Koeficient čiste dobičkonosnosti sredstev

Gibanje povprečne vrednosti koeficienta čiste dobičkonosnosti sredstev (angl. *ROA*) glede na lastniško strukturo za vsako posamezno leto prikazuje Slika 9.

Slika 9 : Gibanje povprečne vrednosti koeficienta čiste dobičkonosnosti sredstev glede na lastniško strukturo za vsako posamezno leto



Kazalnik kaže, kako uspešno je poslovodstvo upravljalo s sredstvi podjetja. Iz razmerja lahko ugotovimo, koliko čistega dobička oziroma izgube je izkazano na denarno enoto sredstev. Večja kot je vrednost kazalnika, uspešnejše je poslovanje. V primeru izkazane čiste izgube je vrednost kazalnika negativna.

Podjetja v prevladujočem tujem lastništvu so edina v celotnem obravnavanem obdobju dosegla pozitivne povprečne vrednosti kazalnika in v primerjavi z ostalimi skupinami podjetij dosegala najvišje povprečne vrednosti kazalnika.

Podjetje v prevladujočem ostalem lastništvu so predvsem v letu 2012 in 2013 dosegala nizke povprečne vrednosti kazalnika, kar je posledica tega, da je recimo v letu 2013 kar šest od desetih podjetij, ki so bila uvrščena v skupino podjetij v prevladujočem ostalem lastništvu, dosegalo negativno vrednost kazalnika.

V zadnjem letu pred krizo, torej leta 2008, so vse štiri skupine podjetij dosegale pozitivne povprečne vrednosti kazalnika, v času največje krize pa so samo managerska podjetja dosegala negativne povprečne vrednosti kazalnika. V letu 2014, ki ga označujem kot obdobje po krizi, so tri skupine podjetij, z izjemo podjetij v prevladujočem ostalem lastništvu dosegale pozitivne povprečne vrednosti kazalnika. Na podlagi Slike 9 lahko opazim, da so podjetja v prevladujočem managerskem in ostalem lastništvu v obdobju od leta 2011 do 2014 beležila podobno obliko gibanja povprečne vrednosti kazalnika.

5 UGOTOVITVE NA PODLAGI POSTAVLJENIH HIPOTEZ

V opravljeni analizi sem primerjala uspešnost poslovanja podjetij 100 največjih slovenskih podjetij, ki sem jih na podlagi prevladujočega lastništva razdelila v štiri skupine. Uspešnost poslovanja sem analizirala s pomočjo izbranih računovodskih kazalnikov. Osredotočila sem se na časovno obdobje od leta 2008 do 2014. Za vsako posamezno leto sem izračunala povprečne vrednosti izbranih kazalnikov po skupinah. Optimalno vrednost posameznega kazalnika sem določila na podlagi dosedanjih določitev te vrednosti v teoriji in po lastni presoji.

Delež kapitala v financiranju in pospešeni koeficient sta kazalnika, ki primerjata strukture v bilanci stanja. Delež kapitala je eden izmed kazalnikov, s katerim ugotavljamo finančno tveganje podjetja in prikazuje delež lastnikov med viri financiranja. Kot sem že večkrat omenila, je zaradi dvojnega interesa v podjetju optimalno vrednost tega kazalnika težko določiti. Pospešeni koeficient je kazalnik, ki spada v skupino kazalnikov vodoravnega finančnega ustroja, katerih poglobljen pomen je v prikazovanju višine in strukture obratnih sredstev ter tekočih obveznosti ter vpliva teh sprememb na dolgoročno finančno ravnotežje podjetja.

Rezultati analize so pokazali, da podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu v primerjavi z ostalimi skupinami skozi celotno obdobje dosegajo najnižje povprečne vrednosti deleža kapitala v financiranju in najnižje povprečne vrednosti pospešenega koeficienta, z izjemo leta 2008. Najvišje povprečne vrednosti povprečnega koeficienta so skozi celotno obdobje dosegala podjetja v prevladujočem tujem lastništvu.

Če analiziram gibanje teh dveh kazalnikov v večkrat omenjenih treh časovnih obdobjih oziroma obdobjih krize, lahko zapišem naslednja spoznanja:

- V zadnjem običajnem obdobju pred krizo so podjetja v prevladujočem državnem in tujem lastništvu dosegala povprečno vrednost pospešenega koeficienta nad optimalno vrednostjo 1, drugi dve skupini podjetij pod 1. Največjo povprečno vrednost deleža kapitala so dosegala podjetja v prevladujočem državnem lastništvu, nato podjetja v prevladujočem tujem lastništvu, sledila so jim podjetja v prevladujočem ostalem lastništvu in nato še podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu.
- V letu 2009, ko je bila kriza največja, so samo podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu znižala povprečno vrednost pospešenega koeficienta, ostale tri skupine podjetij so jo povečale. Povprečno vrednost pospešenega koeficienta nad 1 so še vedno dosegala samo podjetja v prevladujočem tujem in državnem lastništvu. Vrstni red doseganja največje oz. najmanjše povprečne vrednosti deleža kapitala se med skupinami ni spremenil.

- V obdobju po krizi so vse štiri skupine podjetij dosegale višjo povprečno vrednost pospešenega koeficienta kot v zadnjem letu pred začetkom krize in tudi v obdobju, ko je bila kriza največja. Vse širi skupine podjetij so v tem letu dosegale povprečno vrednost pospešenega koeficienta nad 1, z izjemo podjetij v prevladujočem managerskem lastništvu (v primeru izločitve podjetja Salus d. d.). Tudi v tem obdobju se vrstni red doseganja največje oz. najmanjše povprečne vrednosti deleža kapitala med skupinami ni spremenil.

To pomeni, da v primeru upoštevanja samo zgoraj navedenih treh časovnih obdobj krize pri povprečni vrednosti deleža kapitala med skupinami ni prišlo do sprememb. So pa vse štiri skupine podjetij na koncu krize dosegale celo boljše povprečne vrednosti pospešenega koeficienta kot pred njenim začetkom. Največje povečanje povprečne vrednosti pospešenega koeficienta je bilo prisotno pri podjetjih v prevladujočem managerskem lastništvu. To je tudi skupina, v kateri je do konca obravnavanega obdobja oziroma krize propadlo največje število podjetij (skoraj 38 %), medtem ko je ta delež pri ostalih skupinah bistveno manjši ali celo nič.

Nadaljnji kazalniki, katere sem obravnavala v analizi, nam lahko več povedo o uspešnosti poslovanja. Če analiziram njihovo gibanje na podlagi omenjenih treh časovnih obdobj oziroma obdobj krize, lahko zapišem naslednja spoznanja:

- V zadnjem običajnem obdobju pred krizo so najvišje povprečne vrednosti pri stopnji dobičkovnosti poslovnih prihodkov, koeficientu čiste dobičkonosnosti kapitala in koeficientu čiste dobičkonosnosti sredstev izkazala podjetja v prevladujočem tujem lastništvu. Pri koeficientu gospodarnosti poslovanja so najvišje povprečne vrednosti dosegla podjetja v prevladujočem državnem lastništvu, katera so v tem letu izkazovala tudi najvišjo povprečno stopnjo rasti čistih prihodkov od prodaje.
- V letu 2009, ko je bila kriza največja, so podjetja v prevladujočem tujem lastništvu prav pri vseh kazalnikih, torej koeficientu gospodarnosti poslovanja, stopnji dobičkovnosti poslovnih prihodkov, koeficientu čiste dobičkonosnosti kapitala in koeficientu čiste dobičkonosnosti sredstev dosegla najvišje povprečne vrednosti omenjenih kazalnikov.
- V letu po krizi so najvišje povprečne vrednosti, pri koeficientu gospodarnosti poslovanja in stopnji dobičkovnosti poslovnih prihodkov dosegala podjetja v prevladujočem državnem lastništvu, pri koeficientu čiste dobičkonosnosti kapitala in koeficientu čiste dobičkonosnosti sredstev so najvišje povprečne vrednosti dosegala podjetja v prevladujočem tujem lastništvu. V tem obdobju so imela podjetja v prevladujočem tujem lastništvu v primerjavi z ostalimi tremi skupinami največjo povprečno stopnjo rasti čistih prihodkov od poslovanja.

Podrobnejše ugotovitve glede na postavljene hipoteze prikazujem v nadaljevanju.

I. Hipoteza: Podjetja, v katerih prevladuje tuje lastništvo, so najuspešnejša.

Podjetja v prevladujočem tujem lastništvu so v vseh treh časovnih obdobjih oziroma obdobjih krize pri koeficientu čiste dobičkonosnosti kapitala in koeficientu čiste dobičkonosnosti sredstev dosegala najvišje povprečne vrednosti. Ta podjetja so v obdobju po krizi, torej v letu 2014, med skupinami izkazovala največjo stopnjo rasti čistih prihodkov od prodaje. V celotnem obravnavanem obdobju, torej od leta 2008 do 2014, so podjetja v prevladujočem tujem lastništvu med skupinami dosegala najvišje povprečne vrednosti pospešenega koeficienta ter imela v vseh letih povprečno vrednost pospešenega koeficienta nad t. i. optimalno vrednostjo 1.

Ob določenih predpostavkah glede optimalne povprečne vrednosti kazalnikov in kazalnikov kot mere uspešnosti so pri koeficientu čiste dobičkonosnosti kapitala in koeficientu čiste dobičkonosnosti sredstev podjetja v prevladujočem tujem lastništvu najuspešnejša. Na podlagi tega lahko hipotezo 1 deloma potrdim.

Ob določenih predpostavkah glede optimalne vrednosti kazalnikov in kazalnikov kot mere uspešnosti pri koeficientu gospodarnosti poslovanja in stopnji dobičkonovnosti poslovnih prihodkov ne morem trditi, da so podjetja v prevladujočem tujem lastništvu najuspešnejša. Na podlagi opisanih ugotovitev hipotezo 1 delno zavračam.

Na podlagi že predhodno opredeljenih časovnih obdobj oziroma obdobj krize z analizo teh dveh kazalnikov in preučevanjem literature ne morem določiti, katera skupina podjetij je najuspešnejša, zato, kot sem predhodno že omenila, hipotezo 1 le delno potrjujem.

II. Hipoteza: Podjetja, v katerih prevladuje državno lastništvo, so najmanj uspešna.

Podjetja v prevladujočem državnem lastništvu v nobenem izmed treh časovnih obdobj oziroma obdobj krize niso dosegla najnižjih povprečnih vrednosti med skupinami. Tudi v celotnem obravnavanem obdobju je ta skupina podjetij samo pri koeficientu čiste dobičkonosnosti sredstev v letu 2010 dosegla najnižjo povprečno vrednost med skupinami. V posameznih obdobjih so podjetja v prevladujočem državnem lastništvu dosegala celo večje oziroma boljše povprečne vrednosti od ostalih skupin podjetij. Glede na celotno obravnavano obdobje je skupina kar štirikrat dosegala najvišjo povprečno stopnjo čistih prihodkov od prodaje med skupinami. Na podlagi navedenega hipotezo 2 zavračam.

III. Hipoteza: Podjetja, v katerih prevladuje managersko lastništvo, so bolj uspešna kot podjetja, v katerih prevladuje državno lastništvo ter manj uspešna kot podjetja, v katerih prevladuje tuje lastništvo.

Za proučitev hipoteze 3 v nadaljevanju povzemam rezultate opravljene analize. V zadnjem običajnem obdobju pred krizo, to je v letu 2008, so imela podjetja v prevladujočem

managerskem lastništvu najnižjo povprečno vrednost samo pri deležu kapitala, pri katerem so dosegala najnižjo povprečno vrednost tudi v celotnem obravnavanem obdobju, to je od leta 2008 do leta 2014. Podjetjem v prevladujočem managerskem lastništvu so iz leta 2008 v 2009 upadle povprečne vrednosti pri vseh obravnavanih kazalnikih. V tem obdobju je bil pri tej skupini podjetij v primerjavi z ostalimi tudi največji upad povprečne rasti čistih prihodkov od prodaje. To pomeni, da so v času največje krize podjetjem v prevladujočem managerskem lastništvu pri vseh obravnavanih kazalnikih povprečne vrednosti upadle. V zadnjem obravnavanem letu, to je v letu 2014, ki ga označujem kot obdobje po krizi, so podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu pri marsikaterem kazalniku dosegla bistveno boljše povprečne vrednosti kot nekatere druge obravnavane skupine. To je tudi obdobje, ko v analizo niso bila več zajeta podjetja, ki so »izstopila« oziroma bila vključena v postopke insolventnosti. Primerjavo med doseganjem povprečnih vrednosti obravnavanih kazalnikov med podjetji v prevladujočem managerskem in državnem lastništvu prikazujem v nadaljevanju.

V zadnjem običajnem letu pred krizo so podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu samo pri koeficientu čiste dobičkonosnosti kapitala in koeficientu čiste dobičkonosnosti sredstev dosegala večje povprečne vrednosti od podjetij v prevladujočem državnem lastništvu. V obdobju največje krize so pri vseh obravnavanih kazalnikih večje povprečne vrednosti dosegala podjetja v prevladujočem državnem lastništvu. Situacija se je ohranila tudi v letu 2014, ki označuje obdobje po krizi. So pa podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu v letu 2014 pri koeficientu gospodarnosti poslovanja ter stopnji dobičkovnosti poslovnih prihodkov dosegla bistveno boljše povprečne vrednosti. Na podlagi navedenega zavračam le del hipotezo 3 in sicer, da so podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu bolj uspešna kot podjetja v prevladujočem državnem lastništvu.

Na tem mestu ne smem pozabiti, da podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu predstavljajo skupino, v kateri je do konca obravnavanega obdobja oziroma krize propadlo največje število podjetij (skoraj 38%), medtem ko je ta delež pri ostalih skupinah bistveno manjši ali celo nič. To nakazuje, da so se vrednosti obravnavanih kazalnikov pri podjetjih v prevladujočem managerskem lastništvu po izločitvi visokega deleža podjetij, ki niso več delujoča, izboljševala. Primerjavo med doseganjem povprečnih vrednosti obravnavanih kazalnikov med podjetji v prevladujočem managerskem in tujem lastništvom prikazujem v nadaljevanju.

V zadnjem običajnem letu pred krizo so podjetja v prevladujočem tujem lastništvu pri vseh obravnavanih kazalnikih dosegala višje povprečne vrednosti od podjetij v prevladujočem managerskem lastništvu. Ta situacija se je ohranila tudi v obdobju največje krize ter v letu 2014, ki označuje konec krize, z izjemo pri koeficientu gospodarnosti poslovanja v letu 2014, kjer so višje povprečne vrednosti v primerjavi s podjetji v prevladujočem tujem lastništvu dosegla podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu.

Ob predpostavki, da večja vrednost kazalnika (ob izkazanem čistem dobičku) pomeni večjo uspešnost podjetja (kazalniki kot mera uspešnosti) lahko pri stopnji dobičkovnosti poslovnih prihodkov, koeficientu čiste dobičkonosnosti kapitala in koeficientu čiste dobičkonosnosti sredstev potrdim le del hipoteze 4 in sicer, da so podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu manj uspešna kot podjetja v prevladujočem tujem lastništvu.

SKLEP

Cilj magistrskega dela je bil preučitev povezave med managerskim lastništvom in uspešnostjo poslovanja velikih slovenskih podjetij. Pri preučevanju problematike se je izkazalo, da ima managersko lastništvo različne vplive na uspešnost poslovanja podjetja. Izsledki že opravljenih raziskav na to temo si med seboj niso povsem enotni. Do razlik prihaja predvsem zaradi različnih velikosti vzorcev, tako po velikosti kot tudi dejavnosti ter različnih mer za merjenje uspešnosti poslovanja podjetij. Na podlagi preučene literature lahko ugotovim, da spadajo managerji v posebno skupino lastnikov podjetij v Sloveniji, za katero se je izkazalo, da niso zadovoljni z nobeno obliko privatizacije. Izkazalo se je namreč, da, ko so managerji pridobili del lastništva podjetij, so le-to zelo hitro tudi razpršili. Najbolj sporna so bila posojila, ki so jih managerji najemali. Plačati so jih hoteli iz dobičkov, ki bi nastali v kasnejših obdobjih, ko bi podjetje začelo dobro delovati. To je bilo zelo tvegano, predvsem v obdobju krize, ker podjetja v tistem času niso imela dovolj prihodkov. Strokovnjaki so ugotovili, da ob predpostavki, da ne bi prišlo do krize, do težav z odplačevanjem sploh ne bi prišlo.

Za dokazovanje vpliva lastništva na uspešnost poslovanja velikih slovenskih podjetij sem med seboj primerjala povprečne vrednosti izračunanih kazalnikov po skupinah za vsako posamezno leto. Zaradi obvladljivosti analize in interpretacije sem obravnavano obdobje razdelila na tri časovna obdobja oziroma obdobja krize. Leto 2008 sem opredelila kot zadnje običajno časovno obdobje pred krizo, leto 2009 kot časovno obdobje največje krize ter leto 2014 kot časovno obdobje po koncu krize. Pri grafičnem prikazu sem iz analize izločila tista podjetja, ki so zaradi določenih izjemnih okoliščin dosegala bistveno odstopajoče vrednosti posameznih kazalnikov in so imela posledično prevelik vpliv na izračun povprečnih vrednosti kazalnika za skupino, kateri so pripadala. Pri interpretaciji posameznega kazalnika so izločitve posebej navedene. Preverila sem, ali obstajajo razlike pri izbranih računovodskih kazalnikih glede lastniške strukture in časovnih obdobj.

Rezultati so pokazali, da ima lastništvo vpliv na uspešnost poslovanja podjetja (merjeno na podlagi kazalnikov). Pri nekaterih kazalnikih je ta vpliv večji, pri nekaterih manjši. Izredno zanimive rezultate sem pridobila v podjetjih s prevladujočim državnim lastništvom, za katera sem menila, da so najmanj uspešna. Izkazalo se je namreč, da ima država s pomočjo paradržavnega sklada SOD in KAD velik delež v številnih največjih slovenskih podjetjih, v nekaterih strateških podjetjih, kot so elektro podjetja, Pošta Slovenije, Slovenske železnice,

Eles ipd. ima tudi 100 % lastniške deleže. Tudi farmacevtska industrija se je izkazala za zelo uspešno, predvsem je v farmacevtskih podjetjih s prevladujočim državnim lastništvom dobiček največji in posledično tudi kapital. Taka podjetja si lahko privoščijo investicije, ki jih lahko financirajo iz tekočih ali celo preteklih dobičkov. Izboljšave se kažejo tudi na področju gradbeništva. Lahko rečem, da podjetja v državnem lastništvu dejansko prihajajo v ospredje in s tem postaja tudi Slovenija bolj uspešna.

Pri managerskih podjetjih izstopa dejstvo, da jih je v obravnavanem obdobju propadlo skoraj 38 %, medtem ko je ta delež pri ostalih skupinah veliko manjši ali nič. Se pa pri teh podjetjih predvsem v zadnjih dveh obravnavanih obdobjih pri nekaterih kazalnikih izkazuje, da dosegajo bistveno boljše povprečne vrednosti tako znotraj kot med skupinami.

V magistrskem delu sem se soočala tudi z omejitvami, ki so se nanašale predvsem na podatke o lastništvu, ko sem zbirala in urejala podatke o posameznih podjetjih. Ugotovila sem namreč, da se lastništvo v nekaterih podjetjih nenehno spreminja, podatki so omejeni, nekateri sploh niso bili javno dostopni. V nekaterih primerih so podatki o lastništvu podani tudi samo kot delež pravnih in fizičnih oseb. Omejitev se je pokazala tudi pri določanju prevladujočega lastništva v podjetjih z razpršenim lastništvom, čemur je v veliki meri pripomogla tudi kriza.

V magistrskem delu sem se osredotočila na merjenje uspešnosti podjetij s pomočjo računovodskih kazalnikov (kot mera uspešnost). Menim, da tudi njihove slabosti niso več neznanka, saj se le-te v prvi vrsti izražajo v ozki osredotočenosti in naravnosti na pretekla dogajanja in ne vključujejo trenutnih oziroma morebitnih prihodnjih dogajanj in situacij. To posledično nakazuje na kratkoročno naravnost podjetja oziroma sodobnega managementa in ni presenetljivo dejstvo, da lahko v svetovni in slovenski literaturi vse pogosteje zasledimo opozorila o potrebi po novih sodilih, ki bi se uporabljala za merjenje uspešnosti poslovanja podjetij.

V magistrski nalogi sem se lotila tudi preučevanja, koliko izmed izbranih največjih slovenskih podjetij je do konca leta 2014 še poslovalo oziroma koliko podjetij je bilo vključenih v postopke insolventnosti glede na lastniško strukturo. Izkazalo se je, da so bila v postopkih insolventnosti v bistveno večji meri vključena tista podjetja, ki spadajo v skupino podjetij s prevladujočim managerskim lastništvom. Pri podjetjih v prevladujočem managerskem lastništvu je bilo v letu 2008 z analizo zajetih 32 podjetij, v letu 2014 pa samo še 19. V največji meri razliko izvzetih podjetij predstavljajo podjetja v pretežno managerskem lastništvu, ki so do leta 2014 že bila vključena v postopke insolventnosti. Pri določenih kazalnikih so podjetja v prevladujočem managerskem lastništvu v letu 2014, ko so bila iz analize že izvzeta »slaba« podjetja, dosegala boljše povprečne vrednosti kot v letu 2008, ko so bila vključena še vsa podjetja (tudi t. i. slaba podjetja), pri nekaterih kazalnikih pa celo slabše povprečne vrednosti. Potemtakem menim, da presojanje o tem, katera oblika lastništva je najboljša za doseganje čim večje uspešnosti poslovanja podjetij, ni najbolj

primerna. Pomembno pa je, da z ustreznimi zakoni preprečimo nezaželene oblike lastninjenja.

Ugotovitve opravljene raziskave, ki sem jo izvedla in rezultate prikazala v empiričnem delu naloge, nakazujejo na to, da ima lastništvo do neke mere vpliv na samo učinkovitost poslovanja podjetij merjeno s kazalniki. Vpliv managerskega lastništva se kaže predvsem v številu podjetij vključenih v postopke insolventnosti, kar potrjuje dejstvo, da ljudje zaznavamo trenutno stanje glede vpliva managerskega lastništva na uspešnost podjetij bistveno bolj kritično.

LITERATURA IN VIRI

1. Agencije Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (b.l.a). *Fi-Po-finančni podatki: ePRS-poslovni register Slovenije*. Najdeno 1. avgusta 2014 na spletnem naslovu <https://www.ajpes.si/fipo/default.asp>.
2. Agencije Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (b.l.b). *JolP-javna objava letnih poročil*. Najdeno 1. avgusta 2014 na spletnem naslovu <http://www.ajpes.si/jolp/>.
3. Ban, S., & Tekavčič, M. (2001). Primerjalno analiziranje slovenskih podjetij z različnimi ekonomskimi kazalci in kazalniki. *Zbornik referatov: Analiziranje kot strokovno ogrodje uveljavljanja prednosti in odpravljanja pomanjkljivosti v poslovanju združb* (str. 66-81). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije.
4. Barclay, M. J., & Holderness, C. G. (1991). Negotiated Block Trades and Corporate Control. *Journal of Finance*, 46(3), 861-878.
5. Benedik, B. (2003). *Ugotavljanje uspešnosti podjetij z računovodskimi in finančnimi kazalniki* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
6. Bergant, Ž. (1998). Izrazna moč izkaza uspeha in izkaza finančnih tokov. *Bančni vestnik: Revija za denarništvo in bančništvo*, 47(7/8), 20-24.
7. Bergant, Ž. (2010). *Osnove analize poslovanja*. Ljubljana: Inštitut za poslovodno računovodstvo.
8. Bergant, Ž. (2012). *Plačilna sposobnost in kapitalska ustreznost podjetja (računovodska analiza)*. Ljubljana: Inštitut za poslovodno računovodstvo.
9. Berle, A.A., & Means, G.C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt College Pub.
10. Bertoneelj Popit, V. (2009, 8. junij). Kdo so lastniki največjih slovenskih podjetij?. *DeloFT: Gospodarsko-finančni tednik*. Najdeno 8. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/gospodarstvo/kdo-so-lastniki-najvecjih-slovenskih-podjetij.html>.
11. Bisnode, družba za medije ter poslovne in bonitetne informacije, d.o.o (b.l). *Gvin-finančni podatki: finančni izkazi*. Najdeno 1. avgusta 2016 na spletnem naslovu <http://www.bisnode.si/product/gvin>.
12. Brewer P.C., Chandra G., & Hock, C.A. (1999). Economic Value Added (EVA): Its Uses and Limitations. *S.A.M. Advanced Management Journal*, 64(2), 4-11.
13. Brigham, E.F., & Houston, J.F. (1989). *Fundamentals of financial management* (8th ed.). Forth Worth: The Dryden Press.
14. Brigham, E.F., Gapenski, L.C., & Phillip R. D. (1999). *Intermediate financial management* (6th edition). Orlando : The Dryden Press, Fort Worth (TX).
15. Bull, I. (1989). Financial Performance of Leveraged Buyouts: An Empirical Analysis. *Journal of Business Venturing*, 4(4), 263-79.

16. Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Litz, R. A. (2004). Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence. *Entrepreneurship: Theory & Practise*, 28(4), 335-354.
17. Damijan, J.P. (2012, 27, december). Zakaj so menedžerski prevzemi (običajno) škodljivi? *Damijan blog o ekonomiji in ostalem*. Najdeno 1. aprila 2016 na spletnem naslovu <https://damijan.org/2012/12/27/zakaj-so-menedzerski-prevzemi-obicajno-skodljivi/>.
18. Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1117.
19. Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(2), 209-233.
20. Devers, C.E., Cannella JR, A.A., Reilly, G.P., & Yoder M.E. (2007). Executive Compensation: A Multidisciplinary Review of Recent Developments. *Journal of Management* 33(6), 1016-1072.
21. Duhovnik, M. (1995). *Dolgoročno financiranje podjetja z vrednostnimi papirji*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
22. Duhovnik, M. (2002). *Uspešnost in učinkovitost poslovanja podjetja na podlagi ekonomskih in finančnih kazalnikov* (doktorska dizertacija). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
23. Dyer Jr, W.G. (2006). Examining the »Family Effect« on Firm Performance. *Family Business Review*, 19(4), 253-273.
24. Faccio, M., & Lasfer, M. (1999). Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value: The UK Evidence. *Social Science Research Network*. Najdeno, 1. februarja 2016, na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=179008.
25. Foster, G. (1986). *Financial statement analysis* (2nd edition). London: Prentice-Hall International.
26. Golob, N. (2006). *Obdavčitev kapitalskih dobičkov in agentski stroški* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
27. Grapulín, T., Ugovšek, J., & Koražija, N. (2014, 1. december). Državna podjetja so se v krizi izkazala za manj učinkovita, a rešitev je na dlani. *Finance.si*. Najdeno 8. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/8813760/Drzavna-podjetja-so-se-v-krizi-izkazala-za-manj-ucinkovita-a-resitev-je-na-dlani?metered=yes&sid=443965491>.
28. Green, S. (1992). The impact of ownership and capital structure on managerial motivation and strategy in management buy-outs: a cultural analysis. *Journal of Management Studies*, 29(4), 513-535.
29. Hermalin, B., & Weisbach, M., (1991). The effects of board compensation and direct incentives on firm performance. *Financial Management* 20, 101-112
30. Himmelberg, C.P., Hubbard, R.G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353-384.
31. Hočevár, M., & Jaklič, M. (1999). *Slovenski managerski izziv*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.

32. Hočevar, M., Igljučar, S., & Zaman, M. (2001). *Osnove računovodstva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
33. Igljučar, H., & Hočevar, M. (1997). *Računovodstvo za managerje*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
34. Ipavic, A. (2004). *Analiza uspešnosti poslovanja družbe Petrol, d.d., Ljubljana* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
35. Ivanko, Š., Kajzer Š., Kanjuo –Mrčela A., Kavčič B., Kovač J., Mihelčič M., Mulej M., Ovsenik J., Rozman R., Uršič D., & Vila A. (1999). *Sodobna razlaga organizacije*. Kranj: Založba Moderna organizacija v okviru FOV.
36. Jensen, M.C.(1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(3), 323-329.
37. Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
38. Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1979). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure (162-231)*. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
39. Jensen, M.C., & Murphy, K.J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
40. Kanjuo-Mrčela A. (1999). *Lastništvo in ekonomska demokracija*. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
41. Kapna, R.S., & Norton D.S. (2000). *Uravnoveženi sistem kazalnikov (The Balanced Scorecard)*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
42. Kavčič, S. (2001). Podrobnejša predstavitev osnutkov SRS 20 - računovodsko predračunavanje in računovodski predračuni, SRS 23 - računovodsko obračunavanje in računovodski odračuni in SRS 29 - računovodsko proučevanje (računovodsko analiziranje). *Zbornik referatov 4. letne konference preizkušenih računovodij* (str. 5-35). Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
43. Kocabıyıkoglu, A., & Popescu, I. (2007). Managerial Motivation Dynamics and Incentives. *Management Science*, 53(5), 834-848.
44. Kole S.R. (1995). Measuring Managerial Equity Ownership: A Comparison of Sources of Ownership Data. *Journal of Corporate Finance*, 1(5), 413-435.
45. Kordež, B. (2015). *Kam je izginilo deset milijard? Gospodarski gibanje in privatizacija v samostojni Sloveniji*. Radovljica: Didakta, d. o. o..
46. Košir, A. (2003). *Sistem kazalnikov za presojanje uspešnosti poslovanja v podjetju Telekom Slovenije* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
47. Kovač, B. (1991). Različni modeli privatizacije družbene lastnine. *Teorija in praksa*, 28(1/2), 32-39.
48. Madon, M., & Mestnik, M. (2014). *Analiza nagrajevanja managerjev v zaprtih družbah v Sloveniji* (skupinsko magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
49. McConnell, J.J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.

50. Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38(2), 163-184.
51. Milavec, A. (2010). *Finančna analiza podjetja Turizem Kras s predlogi ukrepov za izboljšanje poslovanja* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
52. Morck, R., Schleifer, A., & Vishny, R.W. (1998). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
53. Mueller, E., & Spitz, A. (2002). *Managerial Ownership and Firm Performance in German Small and Medium-Sized Enterprises*. London: Centre for Economics Performance, LSE.
54. Nemec, A. (2000). Nekatere metode merjenja zmogljivosti poslovnega sistema. *Organizacija : revija za management, informatiko in kadre*, 33(7), 497-506.
55. Peklar, L., & Podbevšek, G. (2002). Manager naj bo lastnik. Četrtnski. *Manager: revija za podjetje*, (6), 46-49.
56. Petovar, M., Lendero, K., Planinšič, D., & Jugovec, T. (2015, 1. junij). Analiza podjetij v stečaju, prisilni poravnavi ter preventivnem finančnem prestrukturiranju. *Publikacija: Prezadolženost podjetij v Sloveniji*, (str. 1-15). Ljubljana: Coface Slovenija, d.o.o. Najdeno 1. februarja 2016 na spletnem naslovu: <http://www.coface.si/Novice-in-publikacije/Publikacije/Publikacija-Prezadolzenost-podjetij-v-Sloveniji>.
57. Petty, J.W. (1993). *Basic financial management*. (6th edition). London: Prentice-Hall International.
58. Prowse, S.D. (1990). Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan. *Journal of Financial Economics*, 27(1), 43-66.
59. Rejc, A. (2002). *Vloga in pomen nefinančnih informacij v okviru uspešnosti poslovanja podjetja - teorija in empirična preverba* (doktorska disertacija). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
60. Robnik, L. (1996). *Poslovne finance za računovodske in finančne delavce*. Nazarje: Bele.
61. RS, Ministrstvo za pravosodje, Generalni sekretariat vlade RS, (2013, 8. april). *Predlog Zakona o spremembah in dopolnitvah Zakona o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju – 2012-2030-0053 – nujni postopek – predlog za obravnavo*.
62. Rus, A. (1999). *Social capital corporate governance and managerial discretion*. Ljubljana: FDV.
63. Samuels, M.J., Wilkes, F.M., & Brayshaw R.E. (1995). *Management of Company Finance*. London: Chapman & Hall.
64. Simoneti, M., & Gregorič A. (2004). Managerial ownership and corporate performance in Slovenian post-privatisation period. *The European Journal of Comparative Economics*, 1(2), 217-241.
65. Slovenski računovodski standardi – SRS 2015. *Uradni list RS* št. 95/15.
66. Slovenski računovodski standardi – SRS 2016. *Uradni list RS* št. 118/05, 10/06-popr., 58/06, 112/06-popr., 112/06-popr., 3/07, 12/08, 119/08, 1/10, 90/10-popr., 80/11, 2/12, 64/12, 94/14, 2/15-popr., 95/15 in 98/15.

67. Smith, S., Vodopivec, M., & Cin, B., C. (1997). Privatization incidence, ownership forms and firms performance: Evidence from Slovenia. *Journal of Comparative Economics*, 25(2), 158-179.
68. Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights, financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
69. Šuštar, R. (2009). *Analiza bilanc z revizijo*. Ljubljana: Ministrstvo za šolstvo in šport Republike Slovenije.
70. Tekavčič, M. (1995). Nekateri vidiki analize uspešnosti poslovanja. *Zbornik referatov: Analiza kot podlaga za odločitve v novem gospodarskem sistemu* (str. 66-75). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije.
71. Turk, I. (1990). *Uvod v ekonomiko poslovnega sistema*. Ljubljana. Zvezda društev računovodskih in finančnih sodelavce Slovenije.
72. Turk, I. (2000). *Pojmovnik računovodstva, financ in revizije*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
73. Turk, I., Kavčič, S., Kokotec-Novak, M., Koželj, S., Melavc, D., & Odar, M. (1999). *Finančno računovodstvo*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
74. Tyran, M.R. (1992). *Handbook of Business and Financial Ratios*. New York: Woodhead-Faulkner.
75. Wang, C., Walker, E., & Redmond, J. (2007). *Explaining the Lack of Strategic Planning in SMEs: The Importance of Owner Motivation*. *International Journal of Organisational Behaviour*, 12(1), 1-16.
76. Warbo, J. (2001). Ownership and Agency-Cost-Empirical tests on Swedish Market. *Master Thesisi NO 17*. Goteborg: Goteborg University.
77. Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju. *Uradni list RS št. 13/14, 10/15 – popr., 27/16 in 31/16 – odl. US*.
78. Združenje manager (2013, 27. september). *Sporočilo za javnost: Managerji kritično o zaupanju in vplivu lastništva na učinkovitost vodenja*. Managerski kongres 2013: Vpliv lastništva na uspešnost vodenja. Najdeno 1. junija 2014 na spletnem naslovu <http://www.zdruzenje-manager.si/aktualno/novice/managerski-kongres-2013-vpliv-lastnistva-na-uspesnost-vodenj>.
79. Združenje manager (2015, 13. november). *Sporočilo za javnost: Slovenski managerji usmerjeni predvsem k rezultatom in akciji*. Najdeno 31. marca 2016 na spletnem naslovu: <http://www.zdruzenje-manager.si/za-medije>.

PRILOGA

Priloga 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008)**Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008)*

Skupina Petrol-10 največjih delničarjev	%
Hypo Bank, d. d.	2,09
NFD 1 delniški investicijski sklad, d. d.	3,00
Vizija Holding ena, k. d. d.	3,05
Vizija Holding, k. d. d.	3,44
Julius Fond, d.d. in Julius, k. d. d.	3,79
Istrabenz, d. d.	3,83
GB, d. d., Kranj	4,04
NLB, d. d.	6,06
KAD	8,27
SOD	19,75
Skupaj	57,32

Skupina Mercator	%
Infond Holding, d. d.	25,00
Ostale pravne osebe	19,40
Fizične osebe	15,20
Pivovarna Union, d. d.	12,33
Pivovarna Laško, d. d.	8,43
Unicredit Banka Slovenija, d. d.	8,00
Investicijske družbe in vzajemni skladi	7,00
Rodić M&B Trgovina, d. o. o. (Srbija)	4,63
Skupaj	99,99

ali drugače:

Največji delničarji-Skupina Mercator	%
Infond Holding, d. d. Slovenija	25,00
Pivovarna Union, d. d. Slovenija	12,33
Pivovarna Laško, d. d. Slovenija	8,43
Unicredit Banka Slovenija, d. d., Slovenija	8,00
Rodić M&B Trgovina, d. o. o., Srbija	4,63
NFD 1 Delniški investicijski sklad, d. d., Slovenija	2,85
Radenska, d. d., Slovenija	2,57
Hypo bank, d. d., Slovenija	2,07
Smallcap World Fund ZDA	1,86
Skupaj	67,74

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Skupina Gorenje-10 največjih delničarjev	%
KAD	25,19
Home products Europe B.V.	7,63
Ingor, d. o. o. & co. k. d.	5,57
KD Galileo, vzajemni sklad	4,03
Raiffeisen Zentralbank Oesterreich AG	3,72
Probanka, d. d.	2,94
EECF AG	2,90
KD ID, delniška ID, d. d.	2,38
Delniški vzajemni sklad Triglav steber	2,26
KD Rastko, delniški vzajemni sklad	1,66
Skupaj	58,28

<i>ali drugače:</i>	%
Finančni vlagatelji	48,16
Kapitalska družba s skladi	26,04
Fizične osebe	24,94
Lastne delnice	0,86
Skupaj	100,00

Skupina Merkur	%
Merfin, d. o. o.	48,62
Sava, d. d.	20,02
Merkur, d. d.	10,00
GBD, d. d.	9,90
Banka Koper, d. d.	5,81
Perutnina Ptuj, d. d.	3,76
ML inženiring, d. o. o.	1,88
Skupaj	99,99

Revoz, d. d.	%
e Renault, s. a. s., Francija	100,00

Skupina Krka-največjih 10 delničarjev	%
SOD	14,99
KAD	9,86
New World Fund INC. (ZDA)	2,57
NFD 1 delniški inv. sklad, d. d.	2,23
Luka Koper, d. d.	1,23

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Skupina Krka-največjih 10 delničarjev (nadaljevanje)	%
Zavarovalnica Triglav, d. d.	1,10
Unicredit Bank Austria AG (Avstrija)	1,05
Delniški vzajemni sklad Triglav steber I	1,05
Farmadent, d. o. o.	0,64
Banka Celje, d. d.	0,58
Skupaj	35,30

<i>ali drugače:</i>	%
Domače fizične osebe	43,80
SOD	15,00
Kapitalska družba in PPS	10,20

Opomba: skupina državno ima vseeno velik vpliv na skupščini družbe, ker nikoli ni 100% prisotnosti delničarjev

OMW Slovenija, d. o. o.	2009 (%)
VIVA International Marketing und Handels, Gmbh	92,25
INA industrija nafte, d. d., Zagreb	7,75
Skupaj	100,00

Skupina HSE	%
Republika Slovenije	100,00

Skupina Telekom Slovenije	%
Republika Slovenija	52,54
SOD	14,25
Individualni delničarji	10,51
Kapitalska družba s PPS	7,36
Domače pravne osebe	6,05
Institucionalni investitorji	5,59
Tuji investitorji	3,24
Lastne delnice	0,46
Skupaj	100,00

Skupina Lek	%
Novartis Pharma AG	100,00

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Skupina ACH	2009 (%)
Protej, d. o. o.	88,13

Skupina Engrotuš	%
TUŠ holding, d. o. o. Celje, Slovenija	100,00

Skupina SIJ	%
Dilon, d. o. o. , Ljubljana	55,35
Republika Slovenija	25,00
OAO KOKS, Ruska Federacija	16,87
D.P.R., d. d., Ravne na Koroškem	1,15
Stanovanjsko podjetje, d. o. o., Ravne ne Koroškem	0,82
Lameta, d. d., Jesenice	0,01
Merkur, d. d., Naklo	0,003
Hidria Rotomatika, d. o. o., Spodnja Idrija	0,001
Unior, d. d., Zreče	0,001
SIJ-Ljubljana	0,796
Skupaj	100,00

Skupina Istrabenz	%
Petrol, d. d., Ljubljana	32,63
Maksima holding, d. d.	25,17
NFD holding, d. d.	13,99
Maksima Invest, d. d.	5,63
Daimond, d. d.	3,53
Finetol, d. d.	1,31
Goldinar, d. o. o., Koper	0,98
Aktiva Naložbe, d. d.	0,84
Publikum FIN, d. o. o.	0,47
Publikum Trezor, d. o. o.	0,41
Ostali delničarji	15,03
Skupaj	99,99

Spar Slovenija, d. o. o.	%
Aspiag Management AG	100,00

Salbatring International, d. o. o.	%
Ramadani Hetem (fizična oseba)	100,00

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Skupina Eles	%
Republika Slovenija	100,00

Skupina SCT	2009 (%)
SCT Holding, d. o. o.	59,62
SCT, d. d.	23,83
CM Celje	1,92
Ostali	14,62
Skupaj	99,99

Skupina Cimos	%
KAD - PPS	21,40
Banka Koper, d. d.	13,60
Cimos, d. d.	13,30
Kovinoplastika Lož, d. d.	13,10
D.S.U., d. o. o.	6,90
Merkur, d. d.	6,90
Ostali	6,40
Triglav naložbe, d. d.	3,60
Probanka, d. d.	3,00
KD kapital, d. o. o.	2,70
Kingshouse Investments Limited	2,60
Zavarovalnica Triglav, d. d.	1,80
Zvon Ena Holding, d. d.	1,80
Intereuropa, d. d.	1,60
3sigma, d. o. o.	1,30
Skupaj	100,00

Skupina Impol 2000	%
Bistral, d. o. o	10,45
Impol Montal, d. o. o	7,54
Karona, d. o. o.	5,49
Upimol 2000, d. o. o.	5,14
Alu-trg, d. o. o.	5,02
Alumix, d. o. o	5,01
Simpal, d. o. o	5,01
Simfin, d. o. o	1,80
Varimat, d. o. o	1,61
Danilo Kranjc	1,54

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Skupina Impol 2000 (nadaljevanje)	%
Preostalih 1050 delničarjev	51,40
Skupaj	100,00

Skupina Primorje Holding	%
Fizične osebe in Primorje Holding, d. d.(majhen del)	100,00

Skupina Geoplin	%
Republika Slovenija	31,40
Petrol, d. d., Ljubljana	30,00
Salonit Anhovo, d. d.	6,80
Ekopur, d. o. o	7,10
Energetika Ljubljana, d. o. o.	6,20
Drugi – 22 družbenikov	14,50
Lastni delež	4,00
Skupaj	100,00

Skupina Pivovarna Laško	%
Infond holding, d. d	53,00
KAD	7,00
Skagen kon-tiki verdipapir fond	5,60
NFD delniški IS, d. d.	5,10
Ostale pravne osebe	8,50
Fizične osebe	13,50
Tujci	7,30
Skupaj	100,00

Skupina Helios-največjih 10 delničarjev	%
Zvon Ena Holding, d. d	38,3
SOD	9,54
KAD	8,31
VS Triglav Steber I	8,29
NFD 1 Delniški investicijski sklad	4,64
Abanka, d. d.	3,26
Heldom, d. d.	3,09
Skupina Helios	2,24
Zavarovalnica Triglav, d. d.	1,84
Sava, d. d.	1,71
Skupaj	81,22

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Goodyear Dunlop Sava Tires, d. o. o.	%
Goodyear Dunlop Tires Europe B.V.	100,00

Skupina Unior	%
KAD	31,51
Poslovni partnerji družbe	26,87
Zaposleni, nekdanji zaposleni in upokojeanci	17,25
SOD	13,13
Zavarovalnica Triglav, d. d., Ljubljana	4,28
KD ID, d. d., Ljubljana	3,90
Ostali delničarji	2,45
D.S.U., d. o. o., Ljubljana	0,40
DVS Triglav Steber I, d. d., Ljubljana	0,18
KD Holding, d. d., Ljubljana	0,02
Skupaj	99,99

Skupina Avtotehna	%
Hat d. o. o., Dobrunje, Slovenija	90,01

Skupina Viator & Vektor-največja delničarja	2012 (%)
Petin, d. o. o.	38,90
Vektor, d. o. o.	36,19

Kemofarmacija, d. d.	%
Celesio	92,04
Lastne delnice	5,22
Fizične osebe	2,45
Pravne osebe	0,29
Skupaj	100,00

Skupina Gen	%
Republika Slovenija	100,00

Skupina Intereuropa-prvih 10 največjih delničarjev	%
Luka Koper, d. d.	24,8
KAD	9,1
SOD	6,0
NFD 1 delniški investicijski sklad, d. d.	5,1
Uravnoteženi vzajemni sklad infond global*(*Statusno preoblikovanje Infond ID, d. d.)	4,1

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Skupina Intereuropa-prvih 10 največjih delničarjev (nadaljevanje)	%
Maksima holding, d. d.	3,6
Zavarovalnica Triglav, d. d.	2,7
VS Probanka globalno naložbeni sklad	2,0
Delniški VS Triglav steber I, d. d.	1,9
PS Modra linija, delniški sklad	1,6
Skupaj	60,9

Elektro Ljubljana, d. d.-5 največjih delničarjev	%
Republika Slovenija	79,5
KD Kapital, d. o. o.	5,92
DVS Triglav Steber I	2,63
G.I. Dakota Investments Limited	1,65
Probanka, d. d.	1,27
Skupaj	90,97

Skupina Iskra Avtoelektrika (zdaj Letrika)	%
CBH, d. o. o.	24,31
Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja d.d.	14,2
Zvon Ena Holding, d. d.	12,63
NLB, d. d.	12,2
SOD	7,08
Vzajemni sklad delniški Evropa Vipa Invest	3,77
Delniški vzajemni sklad Triglav steber I	2,88
Zavarovalnica Triglav, d. d.	2,78
Vipa Holding, d. d.	2,05
Iskra Avtoelektrika, d. d.	0,57
Notranji lastniki – zaposleni v skupini	7,62
Bivši zaposleni in upokojenci	5,35
Ostali	4,56
Skupaj	100,00

Pošta Slovenije, d. o. o.	%
Republika Slovenija	100,00

Skupina Fond (koncern Kolektor)	%
Fond d. d. in fizične osebe (Petrič....)	100,00

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Skupina Kovintrade (Celje)

večinoma zaposleni, 33.delničarjev-84,97% vseh delnic družbe

Dars, d. d.	%
Republika Slovenija	100,00

Skupina Hit	%
SOD	20,00
KAD	20,00
Mestna občina Nova Gorica	15,06
Občina Šempeter Vrtojba	2,71
Občina Kranjska Gora	1,94
Občina Rogaška Slatina	0,17
Občina Novo mesto	0,12
Razne pravne osebe (prednostne delnice)	40,00
Skupaj	100,00

Renault Nissan Slovenija, d. o. o.	%
Renault S.A.S., Francija	100,00

Skupina Perutina Ptuj-5 največjih delničarjev	2009 (%)
Merkur, d. d.	24,26
PZP Z.0.0	23,58
Holding PMP, d. d.	10,30
KAD	9,92
Zlata Moneta II, d. d.	7,32
Skupaj	75,38

Skupina Sava-10 največjih delničarjev	%
KAD	18,70
SOD	11,10
NFD holding, d. d.	10,60
Klub modrih, d. d.	8,30
NFD, d. o. o.	4,60
Finetol, d. d.	3,50
GBD, d. d.	3,10
Gorenjska banka, d. d.	2,60
Hypo Bank, d. d.	2,50

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Skupina Sava-10 največjih delničarjev (nadaljevanje)	%
Ostali	33,00
Skupaj	100,10

BSH Hišni aparati, d. o. o.	%
BSH Hausgeräte GmbH, Nemčija	100,00

Skupina Slovenske železnice	%
Republika Slovenije	100,00

Skupina Prevent Global	2009 (%)
Prevent-Halog, d. o. o.	32,38
Eurocity, d. o. o.	27,56
Fizične osebe	40,06

Vegrad, d. d.	2009 (%)
Vegrad Naložba Družba Pooblaščenka, d. d.	56,76
Vegrad, d. d. – fizične osebe	3,55
Zvon Dva Holding, d. d.	10,70
PDP, d. d.	29,00
Skupaj	100,01

Skupina Hidria	2016 (%)
H & R., d. d.	88,88
Hidria Roromatika, d. o. o.	11,12
Skupaj	100,00

Skupina Splošna plovba	%
Dohle ICL Beteiligungsgesellschaft MBH	29,65
Mercata, d. d.	24,25
Pomorska družba, d. d.	21,05
SOD	19,80
Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja, d. d.	5,25
Skupaj	100,00

Skupina Trimo	%
Trimo Investment (Trimo MSS)	57,10
Zlata Moneta II	25,00
Mali delničarji	16,90

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Skupina Trimo (nadaljevanje)	%
Moneta naložbe	0,90
Trimo (lastne delnice)	0,10
Skupaj	100,00

Skupina Kompas	%
Klavea, d. o. o., Celje	72,40
Adriatica.net, d. o. o., Ljubljana	19,21
Mali delničarji skupaj	3,52
Lastni portfelj Kompas, d. d.	4,87
Skupaj	100,00

Salus, d. d.	%
Kosovne delnice družbe glasijo na prinositelja in zato družba nima delniške knjige, oz. podatkov o lastnikih delnic	

Vemo:

4 fizične	27,00
SOD	8,40
KD Rastko, delniški vzajemni sklad	4,35
Poteza naložbe, d. o. o.	3,14
Zvon Ena ID, d. d.	2,41
Krekov sklad skala	1,16
Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja, d. d.	0,93
Skupaj	47,39

Adria Airways, d. d.	%
KAD in KAD - PPS	77,72
SOD	10,00
NLB, d. d.	8,45
Uravnoteženi slovenski sklad Infond Global	2,44
Individa, d. o. o.	0,37
Ostali delničarji	1,02
Skupaj	100,00

Skupina Lesnina	%
Siringa, d. o. o., Ljubljana	82,00

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Simobil, d. d.	%
Mobilkom Beteiligungsgesellschaft mbH	100,00

Skupina Javni Holding Ljubljana	%
Mestna občina Ljubljana	87,32
Občina Medvode	3,84
Občina Brezovica	2,76
Občina Dobrova - Polhov Gradec	2,16
Občina Škofljica	1,80
Občina Dol pri Ljubljani	1,26
Občina Horjul	0,86
Skupaj	100,00

Skupina Toyota Adria	%
Toyota Tsusho Corporation	100,00

Elektro Maribor, d. d.	%
Republika Slovenija	79,50
Pivovarna Union, d. d.	5,70
Ampelus Holding Limited	3,30
KAD	1,60
Manjši delničarji skupaj (pod 1% delež)	9,90
Skupaj	100,00

Skupina Ljubljanske mlekarne	%
NFD Holding, d. d.	24,95
KD ID, d. d.	4,02
Mali delničarji	15,54
Zvon Dva PID, d. d.	11,14
Zvon Ena Holding, d. d.	7,57
Druge finančne institucije	1,93
Mlekodel, d. o. o.	23,65
KD Kapital, d. o. o.	2,92
Kmetijske zadruge	7,46
Druge pravne osebe	0,82
Skupaj	100,00

Danfoss Compressors, d. o. o. (Secop Kompresorji)	2009 (%)
Danfoss Compressors Holding A/S	100,00

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Skupina Iskratel	%
Siemens AG Nemčija	47,70
Gorenjska banka, d. d., Kranj	26,34
Iskratel, d. o. o. lastni delež	19,23
Iskra Telekom Holding, d. d., Kranj	6,38
Siteep Tegrad & PAP, d. d., Ljubljana	0,23
Komercialna banka Triglav, d. d., Ljubljana - v stečaju	0,09
Skupaj	99,97

Henkel Slovenija, d. o. o.	%
Henkel Central Eastern Europe Gesellschaft MBH, Avstrija	100,00

Elektro Celje, d. d.	%
Republika Slovenija	79,50

Skupina DZS	%
Delo Prodaja, d. d.	41,90
Tehniška založba Slovenije, d. d.	19,70
M1, d. d.	13,40
Marina Portorož, d. d.	9,20
BPD Fida, d. o. o.	8,60
Drugi	7,20
Skupaj	100,00

Skupina Tobačna Ljubljana	%
Imperial Tobacco	100,00

Hofer trgovina, d. o. o.	%
Hoffer Kommanditgesellschaft	100,00

Skupina ALPOS	%
Arcelormittal Ostrava A.S	38,09
Benkol Establishment	21,1
Hypo Alpe-Adria Bank, d. d.	20,83
Instalacije Grosuplje, d. d.	4,28
Remos naložbe, d. o. o.	3,03
Drobni delničarji	12,68
Skupaj	100,01

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Skupina Julon	2014 (%)
Aquafil S. P. A.	100,00

Skupina TCG Unitech	%
TCG Holdings GmbH, Kirchdorf.	100,00

Skupina Mladinska knjiga	%
Zvon Dva Holding, d. d.	69,00
Preostali	31,00
Skupaj	100,00

Skupina Salonit Anhovo	%
Intercement, d. o. o.	96,51

Skupina CPM	2009 (%)
Ekos Celje, d. o. o.	69,87
Nova KBM, d. d.	10,63
Škoberne Janez	4,23
Mestna občina Maribor	2,90
Občina Slovenska Bistrica	1,07
Mestna občina Slovenj Gradec	0,73
Dapčević Bojan	0,63
Lobnik Karla	0,62
Občina Šentilj	0,50
Občina Lenart	0,40
Bolkovič Janko	0,37
Občina Pesnica	0,34
Občina Kungota	0,26
Občina Poljčane	0,26
Občina Dravograd	0,26
Občina Ravne na Koroškem	0,24
Bračko Marjan	0,22
Občina Sveta Ana	0,22
Občina Ruše	0,18
Občina Radlje ob Dravi	0,17
ABC posvet, d. o. o.	0,14
Šalamun Darko	0,13
Dobaj Gertrud	0,13
Občina Cerkevjak	0,13

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Skupina CPM (nadaljevanje)	2009 (%)
Občina Makole	0,12
Planinc Jože	0,12
Občina Prevalje	0,12
Občina sv. Jurij v Slov. Gor.	0,12
Čavka Maksim	0,12
Občina Selnica ob Dravi	0,11
Kacjan Oto	0,11
Škofič Zmagomir	0,11
Bedrač Ivana	0,11
Slatinšek Ivan	0,11
Matijević Ana	0,11
Novak Franc	0,10
Občina sv. Trojica v Slov. Gor.	0,10
Grušovnik Ivan	0,10
Ovčar Jožef	0,10
Pihler Stanislav	0,10
Občina Muta	0,10
Capl Ivan	0,09
Brence Miran	0,09
Medved Franc	0,09
Brod Ivan	0,09
Lorenčič Alojzija	0,09
Berdnik Karel	0,09
Brecl Janko	0,09
Logar Dušan	0,09
Skupaj	97,31

Skupina Elektro Primorska	%
Republika Slovenija	79,50
KAD	2,00
KAD - KSPPS	0,58
KAD - PPS	0,29
Pooblašcene investicijske družbe - PID	16,32
Delavci, upokojeni zaposleni, drugi	1,42
Skupaj	100,11

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Skupina Luka Koper-največjih 10 delničarjev	%
Republika Slovenija	51,00
SOD	11,13
KAD	5,11
Mestna občina Koper	3,34
KD Galileo, Vzajemni sklad fleksibilne strukture naložb	1,09
KD ID, delniška ID, d. d.	1,07
Perspektiva FT, d. o. o.	1,01
Adriatic Slovenica, d. d. Koper, kritno premoženje	0,83
Zavarovalnica Triglav, d. d	0,75
Delniški vzajemni sklad Triglav Steber I	0,73
Skupaj	76,06

Cinkarna Celje, d. d.	%
KAD	20,00
KAD - PPS	2,05
SOD	11,41
Zvon Ena Holding	24,81
NFD 1, Delniški investicijski sklad, d. d	24,81
Skupaj	83,08

Skupina Krater	%
Eurofit, d. o. o.	60,15
Odlazek Marko	20,35
Ostale fizične osebe	19,50
Skupaj	100,00

Skupina Iskra	%
MAOS	100,00

Skupina Poslovni sistem Zupanc	%
Trdnjava I Holding, d. d., Celje	57,22
Trdnjava Holding, d. d., Celje	10,08
Avto Celje, d. d., Celje	14,02
Meja Šentjur, d. d., Šentjur	4,68
Zupanc Darko, Celje	2,44
G.A Beteiligungs GmbH, Dunaj	4,74

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Skupina Poslovni sistem Zupanc (nadaljevanje)	%
Pulsar, d. o. o. Celje	3,05
Ostali	3,77
Skupaj	100,00

Opomba: skupina med seboj povezanih podjetij:
 Trdnjava I Holding d. d. Celje – matična družba
 Skupina F. Zupanc – odvisna skupina
 Skupina Trdnjava Holding – odvisna skupina

Skupina Žito	%
KAD	15,00
SOD	12,30
KD kapital, d. o. o.	8,90
Zvon Ena ID, d. d	6,80
KD ID, delniška ID, d. d.	5,90
KD Galileo, vzajemni sklad	5,10
KD Rastko, delniški vzajemni sklad	3,30
Probanka, d. d.	2,30
Hypo bank, d. d.	2,10
Zveza bank Celovec	1,30
Drugi lastniki	37,00
Skupaj	100,00

Johnson & Johnson, d. o. o.	%
Johnson & Johnson, ZDA	100,00

Skupina A1	2009 (%)
Rent A, d. o. o.- v stečaju	16,70
DLC, d. o. o.	16,34
Vincent S.A. Holding	13,80
EXE, d. o. o.	7,22
Intram Holding Aktiengesellschaft	5,58
SE, d. o. o.	3,83
BDB, d. o. o. Ljubljana	2,76
Sava, d. d.	2,27
Gregorič Ljudmila	1,53
Šefman Bojan	1,52

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Skupina A1 (nadaljevanje)	2009 (%)
Šefman Bojan	1,52
Žerovnik Valentina	1,51
A1, d. d.	1,33
Jakša Franc	1,20
EQT Group L.L.C.	1,00
Mihelič Tomislav	0,84
Skupaj	77,43

Loterija Slovenije, d. d.	%
Fundacija za financiranje invalidskih in humanitarnih organizacij - FIHO	40,00
KAD	25,00
SOD	15,00
Fundacija za financiranje športnih organizacij - FŠO	10,00
Zaposleni, nekdanji zaposleni in upokojenci	10,00
Skupaj	100,00

Skupina TAB	2009 (%)
Energija RM, d. d.	40,08
Ostali lastniki (prevladujejo fizične osebe)	

Skupina CGP	%
Vizija Holding, k. d. d.	49,66
Vizija Holding Ena, k. d. d.	42,59
Lisca, d. d., Sevnica	6,80
Ostali	0,95
Skupaj	100,00

Skupina Konstruktor VGR	%
Kraški Zidar, d. d., Sežana	24,00
Vinstor-Vis, d. o. o., Ptuj	24,00
ING-Edil, d. o. o., Maribor	25,00
SGP Pomgrad, d. d., Murska Sobota	24,00
Marjan Pinter	3,00
Skupaj	100,00

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Skupina SGP Pomgrad	%
Intering Holding, svetovanje, Ljubljana	47,99
SGP Kraški zidar, d. d.	18,06
Dveri, d. o. o.	15,04
Imo Rent, d. o. o.	3,98
3R, d. o. o.	2,30
Lafarage Cement, d. d.	0,80
Murafin	0,58
Ostale fizične osebe	11,26
Skupaj	100,01

Skupina S & T Slovenija	2009 (%)
S & T Cee Holding S.R.O.	100,00

Skupina Kraški zidar	%
Ograd, d. o. o.	78,25
KB1909 – Societa Finanziaria Per Azioni	6,74
Intering, d. o. o.	4,91
Ostale pravne osebe	2,08
Lastne delnice	0,27
Fizične osebe	7,76
Skupaj	100,01

Skupina Elan	%
Kapitalska družba pokojninskega in invalidskega zavarovanja d. d.	57,61
D.S.U., d. o. o.	17,34
Triglav naložbe, d. d.	13,17
Zavarovalnica Triglav	11,89
Skupaj	100,01

Količevo Karto, d. o. o.	%
Mayr-Melnhof Cartonboard International GMBH, Avstrija	100,00

Skupina Kovinoplastika Lož	2009 (%)
Kovinoplastika Lož, Pooblaščenka, d. d.	62,13
Cimos, d. d.	16,12
Zvon Ena Holding, d. d.	8,31

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Skupina Kovinoplastika Lož (nadaljevanje)	2009 (%)
Kovinoplastika Lož, d. d.	6,15
Sava, d. d.	3,40
Krekova družba PS, d. o. o. - v stečaju	1,00
Krekova družba za storitve, d. o. o.	0,43
I.J. storitve, d. d.-v stečaju	0,20
Skupaj	97,74

Skupina ETI	2009 (%)
Finema, d. o. o.	12,66
Maksima Holding, d. d. - v stečaju	11,97
Jean Müller GMBH Elektrotechnische Fabrik	10,00
Merkur, d. d. - v stečaju	4,53
GIP Beton MTO, d. o. o. Zagorje ob Savi	4,53
BPH, d. o. o.	3,33
Eti, d. d.	3,17
Skupaj	50,19

Vipap Videm Krško, d. d.	%
Ministrstvo za finance Češke republike	100,00

Skupina Elektro Gorenjska	%
Republika Slovenija	79,50
Ostali delničarji-pravne osebe	6,92
Ostali delničarji-fizične osebe	4,28
finančne družbe	3,41
KAD	2,49
Investicijske družbe	1,79
KAD - KSPPS	0,58
Udeleženci interne razdelitve	0,34
SOD	0,30
KAD - PPS	0,21
Vzajemni skladi	0,17
Skupaj	99,99

Papirnica Vevče, d. o. o.	%
Brigl & Bergmeister GMBH, Avstrija	100,00

se nadaljuje

Tabela 1: Lastniška struktura na dan (31.12.2008) (nad.)

Eta, d. o. o.	%
E.G.O. Elektro-Geraete AG, Švica	75,00
CERTA Podjetje za upravljanje in investiranje, d. d.	25,00

Dinos, d. d.	2009 (%)
Scholz AG	50,00
Euro Trend, d. o. o.	50,00

Skupina Iskraemeco	%
El Sewedy Cables SAE	99,78
Mali delničarji	0,22
Skupaj	100,00

Skupina Paloma	%
KAD	37,50
SOD	33,50
Aktiva naložbe, d. d.	8,60
Avtotehna, d. d.	4,10
Vzajemni sklad Probanka	2,50
Skupaj	86,20

Skupina MLM	%
Metalka Handelsges M.B.H.	24,90
Mag Smolka Johann	20,20
Mali delničarji	9,30
MLM, d. d.	10,00
SOD	6,00
Ditachmair & Partner	5,00
Riko, d. o. o.	20,20
Vzajemni sklad Probanka	4,40
Skupaj	100,00

Skupina Energoplan	2009
Energoplan, d. d.	n. p.
Kern 90, d. o. o.	n. p.

Arcont, d. d. :večinski lastnik	%
CONTAINEX Container-Handelsgesellschaft m.b.H., Wiener Neudorf iz Avstrije	

Vir: Bisnode (Gvin-Finančni podatki: finančni izkazi), 2016.; AJ PES (Fi-Po-Finančni podatki: ePRS-poslovni register Slovenije), 2016a; AJ PES (JolP-javna objava letnih poročil), 2016b.