

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**POVEZAVA ZADOLŽENOSTI IN INVESTICIJSKE AKTIVNOSTI  
SLOVENSКИH GOSPODARSKIH DRUŽB**

Ljubljana, januar 2018

TAMARA ŠMALJCELJ

## IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Tamara Šmaljcelj, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Povezava zadolženosti in investicijske aktivnosti slovenskih gospodarskih družb, pripravljene v sodelovanju s svetovalko izr. prof. dr. Sergejo Slapničar in sosvetovalcem izr. prof. dr. Matjažem Komnom

### IZJAVLJAM

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

V Ljubljani, dne 22. 1. 2018

Podpis študentke:

# KAZALO

<b>UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>1 MAKROEKONOMSKE RAZMERE V ZAČETKU FINANČNE KRIZE IN KRIZA FINANČNEGA SEKTORJA.....</b>	<b>2</b>
1.1 Teorije oslabiljenega dostopa do kapitala.....	4
<b>2 INVESTICIJE.....</b>	<b>5</b>
2.1 Determinante investicij.....	5
2.2 Teorije investicij.....	7
2.3 Investicijska aktivnost nefinančnih družb v Evropi .....	8
2.4 Investicijska aktivnost nefinančnih družb v Sloveniji.....	9
<b>3 ZADOLŽENOST .....</b>	<b>10</b>
3.1 Kazalniki zadolženosti in financiranja .....	10
3.2 Zadolženost nefinančnega sektorja v Evropi.....	11
3.3 Zadolženost nefinančnega sektorja v Sloveniji .....	12
<b>4 PREGLED LITERATURE O POVEZAVI MED ZADOLŽENOSTJO IN INVESTICIJSKO AKTIVNOSTJO .....</b>	<b>14</b>
<b>5 PODATKI IN METODOLOGIJA RAZISKOVANJA.....</b>	<b>18</b>
5.1 Viri podatkov .....	18
5.2 Vzorec.....	18
5.2.1 Omejitve vzorca .....	20
5.3 Razdelitev analiziranega obdobja in družb v podskupine .....	20
5.3.1 Razdelitev analiziranega obdobja.....	21
5.3.2 Razdelitev družb glede na zadolženosti in bančno odvisnost .....	22
5.3.3 Razdelitev družb glede na osnovno dejavnost poslovanja.....	24
5.4 Raziskovalna vprašanja .....	25
5.5 Opredelitev spremenljivk in regresijska enačba.....	25
<b>6 EMPIRIČNI REZULTATI.....</b>	<b>27</b>
6.1 Investicije .....	30
6.1.1 Vpliv stopnje investiranja na rast.....	33
6.2 Zadolženost.....	34
6.2.1 Finančne obveznosti do bank .....	36
6.2.2 Finančna stabilnost družb.....	38
6.3 Vpliv zadolženosti na investicijske odločitve analiziranih družb .....	39
6.4 Analiza korelacij.....	42
6.5 Regresijska analiza .....	43

6.6 Razprava o rezultatih.....	45
<b>SKLEP.....</b>	<b>48</b>
<b>LITERATURA IN VIRI.....</b>	<b>52</b>

## **KAZALO TABEL**

Tabela 1: Pregled tujih raziskav vpliva zadolženosti na investicijsko aktivnost .....	17
Tabela 2: Seznam analiziranih družb .....	19
Tabela 3: Makroekonomski trendi v Sloveniji in opredelitev analiziranih obdobj.....	21
Tabela 4: Delitev družb v podskupine na podlagi zadolženosti in bančne odvisnosti.....	23
Tabela 5: Delitev družb v podskupine na podlagi osnovne dejavnosti poslovanja.....	24
Tabela 6: Pregled izbranih bilančnih postavk analiziranih družb (v %) .....	28
Tabela 7: Struktura aktive in pasive izkaza finančnega položaja analiziranih družb v letu 2007 in 2015 (v %) .....	30
Tabela 8: Investicijska aktivnost analiziranih družb v obdobju 2007–2015 po posameznih podskupinah glede na zadolženost in bančno odvisnost .....	31
Tabela 9: Investicijska aktivnost analiziranih družb v obdobju 2007–2015 po podskupinah glede na osnovno dejavnost poslovanja .....	32
Tabela 10: Sestava celotnih obveznosti analiziranih družb v obdobju 2007–2015 .....	35
Tabela 11: Gibanje celotnih obveznosti v sredstvih v obdobju 2007–2015 (v %) .....	36
Tabela 12: Neto dolg/ EBITDA v letu 2007 in 2015 .....	39
Tabela 13: Spremembe v investicijskih izdatkih, celotnih in finančnih obveznostih po obdobjih (v mio EUR) .....	40
Tabela 14: Analiza korelacij .....	43
Tabela 15: Regresijska analiza.....	44

## **KAZALO SLIK**

Slika 1: Investicijske v evroobmočju v letih 2007–2015 (v %) .....	8
Slika 2: Investicije v Sloveniji v letih 2007–2015 (v %) .....	9
Slika 3: Struktura analiziranih družb glede na tržno kapitalizacijo v letu 2015 .....	27
Slika 4: Investicijski izdatki analiziranih družb v obdobju 2007–2015 (v %).....	31
Slika 5: Dolgoročne in kratkoročne obveznosti analiziranih družb do bank v obdobju 2007–2015 (v mio EUR) .....	37
Slika 6: Finančne obveznosti do bank po podskupinah glede na zadolženosti in bančno odvisnost v obdobju 2007–2015 (v mio EUR) .....	38

Slika 7: Investicije, zadolženost in prihodki analiziranih družb v letih 2007 in 2015 .....	41
Slika 8: Investicije, zadolženost in prihodki analiziranih družb v letih 2007 in 2015 – velike družbe.....	42



## UVOD

Pred letom 2007 je bilo v Evropi obdobje najobsežnejšega akumuliranja dolga. Poglavitni razlogi za povečanja kreditov so bili napihnjene cene nepremičnin, podcenjevanje negotovosti in ohlapni pogoji zadolževanja. Leta 2007 pa so se pričele kazati velike izgube bančnih institucij, ki so zaradi prisile po izboljšanju kapitalske ustreznosti pričele prodajati vrednostne papirje, aktivno so izvajale politiko ne-obnavljanja obstoječih posojil, hkrati pa niso odobraval novih posojil. Posojilni krč je imel velik vpliv na celotno gospodarstvo, zadolževanje podjetij pri finančnih institucijah v času svetovne finančne krize pa se je izdatno zmanjšalo (Kahle & Stulz, 2012).

Bančno razdolževanje, finančna kriza, pričakovanja glede zmanjšanja povpraševanja in vse večja splošna gospodarska negotovost so bili ključni razlogi za padec investicij v letu 2008 in 2009 v vseh državah, članicah Evropske unije. Po raziskavah Evropske komisije je v letu 2015 kazalec podjetniških investicij v bruto domačem proizvodu (v nadaljevanju BDP) na področju celotne Evropske unije še vedno pod povprečjem obdobja 1999–2005. Spodbudno je, da je investicijska aktivnost družb v razvitejših članicah Evropske unije (Avstrija, Nemčija, Francija itd.) že dosegla raven investicijske aktivnosti pred krizo, še vedno pa raven investicij ostaja pod nivojem stanja pred krizo v ostalih državah, ali pa stagnira. Nizko je predvsem investiranje v zgradbe in objekte (Evropska investicijska banka, 2016).

Slovenija je v prvih letih po osamosvojitvi za ohranjanje stabilnosti ohranjala visoke obrestne mere. Takšna politika je ob asimetriji informacij med bankirji in menedžerji povzročila kreditno omejevanje. Zato so se sprva bolj dobičkonosne gospodarske družbe bolj zanašale na interno financiranje ali financiranje iz tujine. V naslednjih letih je pomembno vlogo pri financiranju slovenskih gospodarskih družb imela ustanovitev Ljubljanske borze (Prašnikar & Svejnar, 2007). Po letu 2004 so v Sloveniji začeli prevladovati pozitivni makroekonomski pogoji, ki so izrazito povečali investicijsko povpraševanje in ponudbo finančnih naložb, pričakovana višja plačilna sposobnost gospodarskih družb je upravičila višjo podporo bank pri kreditiranju. Nominalni padec obrestnih mer in hitra rast kapitalskih in nepremičninskih trgov sta tako povzročila rast kreditov za več kot 25 % na letni ravni. Hitra rast kreditov nefinančnim družbam za financiranje tako osnovne kot neosnovnih dejavnosti je podvojila delež dolga v BDP, s čimer se je povečalo tveganje refinanciranja kreditov in tveganje padca vrednosti zavarovanj ter bančnih posojil. Obe tveganji sta se ob začetku svetovne finančne krize uresničili (Bole, Prašnikar, & Trobec, 2012).

Tik pred svetovno finančno krizo je Slovenija tako dosegla višjo rast kreditov, kot je bila le ta v državah, ki so v času finančne krize potrebovale evropsko pomoč. Zadolženost slovenskih gospodarskih družb je vrh dosegla v letu 2008. Šele v letu 2012 je bilo prvič zaznati, da so gospodarske družbe pridobile manj novih posojil, kot pa so jih odplačale.

Visoka osredotočenost slovenskega gospodarstva na iskanje in reševanje dolžniških virov financiranja v prvih letih krize je povzročila, da družbe niso usmerjale največ napora v osnovno dejavnost poslovanja, kar se je pomembno odražalo pri splošnih makroekonomskih gospodarskih razmerah v državi. Gospodarska rast je bila namreč upočasnjena, zasebna potrošnja se je zmanjšala, čutiti je bilo negotovost zaposlitve in šibkejše investiranje. Razdolževanje se je sicer v zadnjih letih nadaljevalo, vendar kljub temu zadolženost slovenskih družb, merjena kot razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem, ostaja višja od povprečja evro območja (Banka Slovenije, 2015). Statistični podatki tudi kažejo, da se je leta 2015 glede na leto 2008 podjetniški sektor v Sloveniji razdolžil z zmanjšanjem dolga za 22 % (Banka Slovenije, 2016). Vendar - ko družba prične z zmanjševanjem dolga, je to dobro za upnike, a s tem izgubijo lastniki. Družba je zato prisiljena k premisleku glede investicijskih izdatkov kot ključnega elementa za lastno rast v prihodnosti.

Namen magistrskega dela je preučiti, kako zadolženost vpliva na investicijsko aktivnost gospodarskih družb v Sloveniji. Rezultati tujih raziskav so namreč pokazali, da zadolženost vpliva na investicijske izdatke, prav tako so raziskave potrdile, da bančna odvisnost družb pomembno vpliva na investicijske odločitve. Glede na to, da je v Sloveniji visoka stopnja zadolženosti nefinančnega sektorja gospodarski problem, bi rada ugotovila, ali je mogoče tuje raziskave implicirati na slovenski trg. Cilj magistrskega dela je torej ugotoviti, ali sta višina zadolženosti in odvisnost od financiranja s strani bank vplivali na investicijske izdatke gospodarskih družb v obdobju 2007–2015.

Magistrska naloga je sestavljena iz dveh delov. Prvi del magistrskega dela vključuje poglobljen teoretično-analitičen pregled strokovne literature, znanstvenih raziskav in člankov, predvsem tujih strokovnjakov, s področja investicijske aktivnosti in zadolženosti gospodarskih družb. V drugem, empiričnem delu magistrske naloge, pa sem na podlagi javno dostopnih podatkov za družbe, ki kotirajo na Ljubljanski borzi, pripravila analizo zadolženosti in investicijske aktivnosti v obdobju 2007–2015 ter predstavila rezultate analize.

## **1 MAKROEKONOMSKE RAZMERE V ZAČETKU FINANČNE KRIZE IN KRIZA FINANČNEGA SEKTORJA**

Obdobje pred avgustom 2007 je bilo obdobje rasti in gospodarskega vzpona, hkrati pa obdobje prevzemanja prekomernega tveganja, hitre rasti kreditiranja, večanja dobičkonosnosti in zadolženosti, združitvev in prevzemov ter investiranja. Svetovna rast se je zaustavila avgusta 2007, ko je nastopilo t.i. obdobje upada, ki je trajalo do marca 2009. V tem obdobju se je znižala stopnja kreditiranja, zmanjšali so se dobički gospodarskih družb, a še vedno se je povečevala zadolženost družb ob vidno oslABLjeni plačilni sposobnosti (Mednarodni denarni sklad, 2017). Zadolženost družb in s tem znatno poslabšanje kapitalske strukture družb sta vplivala na celotno svetovno gospodarsko



krizo, na padec gospodarske aktivnosti in upočasnjeno okrevanje gospodarstva (Urad za makroekonomske analize in razvoj, 2014).

Zaradi vzdržnosti celotnega svetovnega gospodarstva so se v začetnih letih svetovne gospodarske krize pojavile zahteve po spremembi zakonodaje, da bi se vzpostavila stabilnost pri razdolževanju finančnega sektorja. Zaradi zahtev nove zakonodaje so banke v času finančne krize začele z zmanjševanjem stopnje zadolženosti (Evropska investicijska banka, 2013). Za izboljšanje svojih bilanc so banke morale povečati kapital ali zmanjšati oz. prodati sredstva. Banke so lahko sredstva zmanjšale s prodajo finančnih instrumentov, z neodobravanjem novih posojil in z neobnavljanjem obstoječih posojil (Kahle & Stulz, 2012). Proces razdolževanja bank se je najprej začel v zahodni Evropi, v vzhodnem delu se je pričel šele po letu 2011. Ker je ključna naloga finančnega sektorja, da pretvori kratkoročne obveznosti v dolgoročno financiranje, razprši tveganja vlagateljev in optimizira alokacijo resursov glede na geografski vidik in sektor poslovanja, ni presenetljivo, da se ob pomanjkanju financiranja investicije v gospodarstvu znižajo (Evropska investicijska banka, 2013).

Na finančno krizo so se Evropska centralna banka in ostale centralne banke držav Evropske unije odzvale s povečanjem količine denarja v obtoku in z zniževanjem obrestnih mer. Prav tako je bil eden izmed ključnih ciljev izboljšanje odpornosti bančnega sektorja. Ti ukrepi so normalizirali stanje v finančnem sektorju in izboljšali pogoje za investicijsko aktivnost (Evropska investicijska banka, 2016).

Sicer so banke med zadnjo finančno krizo v primerjavi s preteklimi gospodarskimi krizami v letih 1975, 1983 in 1993 precej bolj zaostreno nastopile glede politike odobrevanja posojil nefinančnemu sektorju. Indeks odobrenih posojil dve leti po začetku finančne krize leta 1975 je znašal 125 glede na leto začetka krize, medtem ko se raven kreditov nefinančnemu sektorju v času zadnje finančne krize (leta 2011) glede na leto 2009 ni povečala in je celo dosegla negativno rast glede na začetek krize (Evropska komisija, 2015a).

Največje spremembe pri stroških bančnih posojil so v času finančne krize beležile t.i. kohezijske države, kamor se uvrščajo Hrvaška, Madžarska in Slovaška itd. V t.i. skupini ranljivih držav, kamor spada Slovenija, je v začetnih letih krize strošek bančnih posojil dosegel izredno nizko raven, le ta pa se je v drugem delu finančne krize precej povečal in se šele po letu 2014 zopet začel zmanjševati. Konec leta 2015 je bila obrestna mera za pravne osebe še vedno najvišja v skupini kohezijskih držav, sledila je skupina ranljivih držav (Evropska investicijska banka, 2016).

Slovenski bančni sektor se pretresom na finančnih trgih ni izognil. Leta 2008 so vse slovenske banke beležile velike izgube in znatno zmanjšanje aktive svojih bilanc. Prvo fazo

razdolževanja je sprožila mednarodna finančna kriza, bančni sektor pa je obširno sanacijo doživel v letih 2013 in 2014 (Evropska komisija, 2015b).

## 1.1 Teorije oslabiljenega dostopa do kapitala

V času finančne krize so se gospodarske družbe soočile z oteženim pridobivanjem novih virov financiranja. V nadaljevanju so opisane teorije oslabiljenega dostopa do kapitala.

**Teorija bančnega posojilnega šoka** (angl. *bank lending supply shock theory*) predpostavlja, da bodo banke zmanjšale ponudbo posojil nefinančnemu sektorju, pri čemer se pričakuje, da se bodo investicijski izdatki in neto zadolženost bolj znižali predvsem pri tistih gospodarskih družbah, ki so bolj odvisne ob bančnih posojil (Kahle & Stulz, 2012).

**Teorija šoka kreditne ponudbe** (angl. *shock to the supply of credit*) razširja teorijo bančnega posojilnega šoka in predpostavlja, da finančna kriza ne vpliva le na bančno odvisne gospodarske družbe, temveč na splošno na vse gospodarske družbe, ki so odvisne od različnih vrst kreditiranja. Zadnja finančna kriza je namreč pokazala, da ni bilo ogroženo le bančno kreditiranje, temveč vse vrste kreditiranja, kar je onemogočalo normalno poslovanje kreditnega trga. Teorija tako predvideva, da bo gospodarska kriza manj vplivala na gospodarske družbe, ki niso odvisne od financiranja preko kreditov, družbe, ki so odvisne od kreditiranja, pa bodo morale zmanjšati svoje investicijske izdatke, pri čemer bodo predvsem visoko zadolžene družbe beležile največji padec (Kahle & Stulz, 2012).

**Teorija šoka povpraševanja** (angl. *demand shock theory*) razloži padec v investicijski aktivnosti in padec v zadolženosti družb ter predpostavlja, da padec blaginje potrošnikov, zmanjšanje potrošniškega kreditiranja in panika, ki sledi finančni krizi, vodijo k padcu zelene stopnje investiranja. Teorija tako predpostavlja, da so vse gospodarske družbe v času finančne krize prizadete, ne glede na njihovo odvisnost od bank oziroma kreditnega trga na splošno (Kahle & Stulz, 2012).

**Teorija bilančnega multiplikatorja** (angl. *balance sheet multiplier theory*) predpostavlja, da ko družba zmanjšuje svojo vrednost sredstev, to vpliva na njeno neto vrednost in s tem manjšo potencialno vrednost zavarovanja. Slednje pa privede do zaostrenih pogojev pri iskanju dodatnih bančnih virov financiranja. Teorija bilančnega multiplikatorja tako predpostavlja, da družbe, ki so bolj zadolžene, posledično dosegajo večji padec investicijskih izdatkov (Kahle & Stulz, 2012).

## 2 INVESTICIJE

Investicije se v ekonomskem smislu nanašajo na nakup vsakega sredstva, pri čemer odločitev o investiciji pomeni takojšnjo žrtvovanje trenutnih korist za boljšo donosnost v prihodnosti (Ngigi, 2015).

Investicije so pomemben dejavnik gospodarske rasti, saj lahko izboljšajo produktivnost in pospešijo gospodarsko rast na srednji rok. Vendar se je potrebno zavedati, da lahko prevelika stopnja investiranja upočasni rast. Do protiučinka lahko pride zaradi krčenja resursov, ki bi lahko bili bolj uporabljani pri bolj dobičkonosnih priložnostih. Določitev primerne stopnje investicijske aktivnosti je tako težka naloga, saj sta povpraševanje in ponudba po proizvodih in storitvah ob upoštevanju proizvodnih zmogljivosti in ob tehnološkem napredku zelo težko predvidljiva (Evropska investicijska banka, 2013).

Investicije morajo zato biti odvisne od pričakovanih donosov. Na podlagi mednarodne raziskave so se pričakovane donosnosti, merjene s pomočjo interne stopnje donosa, zmanjšale iz 11,6 % v obdobju 2005–2007 na 8,2 % v obdobju 2008–2011, pri čemer so največje izgube donosov utrpeli manjše družbe, tiste, ki ne kotirajo na borzah, in gradbene družbe. Slovenija se je v analizi uvrstila med države, ki so pred krizo in med njo beležile nizke stopnje donosnosti. V to skupino so se sicer uvrstile še Grčija, Portugalska in Italija (Evropska investicijska banka, 2013).

### 2.1 Determinante investicij

Raven investicij je definirana preko makroekonomskih, institucionalnih in notranjih dejavnikov v gospodarski družbi.

Makroekonomski dejavniki so ključni dejavniki, ki vplivajo na investicijsko aktivnost gospodarskih družb. Vključujejo rast BDP, varčevanje, trgovinsko politiko, inflacijo, investicijske izdatke države itd. V Evropi je tako pred letom 2008 veljala stabilna dolgoročna povezanost med investicijami in gospodarsko rastjo, ki se je z začetkom finančne krize prekinila. V začetku leta 2008 je stopnja investicijske aktivnosti padla na področju celotnega območja Evropske unije, pri čemer je bil padec večji, kot bi ga lahko predvidevali na podlagi zgodovinskih primerjav gibanj investicij in BDP (Evropska investicijska banka, 2013).

Dejstvo je, da so bile investicije v osnovna sredstva v času krize v Evropski uniji glede na BDP prenizke, saj so se v prvem kvartalu 2013 glede na povprečno raven leta 2008 znižale za več kot dvakrat od zmanjšanja BDP, ki se je v primerljivem obdobju zmanjšal za 1,7 %. Na padec investicijske aktivnosti so prav zagotovo vplivale tudi pesimistične napovedi glede prihodnosti in splošna negotovost, kar se je pokazalo v visoki volatilnosti delnic, v politični

nestabilnosti, v razhajanju v ekonomskih napovedih itd. (Evropska investicijska banka, 2013).

Institucionalni dejavniki vplivajo na investicijske aktivnosti gospodarskih družb, saj institucije omogočajo gospodarske izmenjave, učinkovito dodeljevanje sredstev in posledično učinkovito gospodarsko dejavnost. Investicije običajno rastejo hitreje, ko ni strahu pred razlastitvijo in težavami. Na investicijsko aktivnosti vplivajo tudi prehodni dejavniki, kot so liberalizacija trgov in cen, privatizacija družb v državni lasti, prestrukturiranje družb v smeri tržnih spodbud in izgradnja gospodarske in socialne infrastrukture (Ngigi, 2015).

Notranji dejavniki, preko teorije agenta pojasnjujejo vpliv odločitev lastnikov in nadzornih organov družbe. Menedžerji namreč lahko spoštujejo lastne cilje, ki so v nasprotju z upravljanjem in ciljem maksimiranja bogastva lastnikov (Tempel, 2011).

Teorija agenta pravi, da finančna gibanja vplivajo na investicijske odločitve, pri čemer obstaja nepopoln trg zaradi transakcijskih stroškov in asimetričnih informacij. Na nepopolnem trgu pa lahko pride do problemov agenta, ki naraščajo zaradi interakcije med delničarji, upniki in menedžerji, kar privede do investicijske podhranjenosti ali investicijske pretiranosti (Aivazian, Ge, & Qui, 2005). Škandal Enron (2001), škandal Parmalat (2003) in škandal Palm Invest (2008) – to je le nekaj ekstremnih primerov, kako so finančni menedžerji zlorabili korporacijske vire za svoje lastne koristi, kar je privedlo do zmanjšanja ugleda vseh finančnih menedžerjev, zmanjševanja zaupanja in verodostojnosti (Tempel, 2011).

Tempel (2011) v svoji raziskavi povzema teorijo agenta skozi dva ključna problema glede menedžerskih investicijskih odločitev. Menedžerji z znatnim denarnim tokom lahko investirajo preveč (angl. *overinvest*) zaradi povečanja osebnih koristi. V primeru lastniškega vira financiranja lahko namreč menedžerji zavračajo izplačilo dividend in si raje povečujejo osebne koristi. Dolžniška oblika financiranja pa ima zaščitni mehanizem pred preveliki investicijami, saj mora prosti denarni tok menedžer obvezno nameniti za poplačilo obresti do upnikov, ne pa za osebne koristi. V želji po večjem investiranju se menedžerji tako odločajo tudi za projekte z nižjo donosnostjo ali za bolj tvegane projekte. Po drugi strani pa lahko pride do premalo investiranja (angl. *underinvest*), kjer družba ni sposobna ustvarjati dovolj prostega denarnega toka za poplačilo glavnice in obresti, da bi lahko pridobila vire za investiranje. Prav tako lahko preveliko dolga vodi v prenizko stopnjo investiranja, predvsem ob večji verjetnosti nezmožnosti poplačila dolga.

## 2.2 Teorije investicij

V literaturi se omenja več različnih teorij investicij. Na strani povpraševanja se literatura osredotoča predvsem na model akceleratorja, teorijo investicij Tobinov Q in neoklasično teorijo investicij, medtem ko se literatura na strani ponudbe osredotoča na povezavo med razpoložljivostjo notranjega financiranja družbe in njeno naložbo (Bole et al., 2012).

Prašnikar in Svejnar (2007) v raziskavi, kjer preučujeta slovenski trgi v obdobju 1991–1995, ugotavljata, da na investicijske odločitve v Sloveniji najbolj vpliva model investicij prek denarnega toka (torej dejavniki ponudbe), precej bolj kot dejavniki povpraševanja, ki jih sicer predpostavljata neoklasična teorija in teorija akceleratorja (Bole et al., 2012).

V nadaljevanju so predstavljene pomembnejše teorije investicij.

**Model investicij prek denarnega toka:** model investicij prek denarnega toka predpostavlja, da je višina investicijskih izdatkov odvisna predvsem od notranjega denarnega toka gospodarske družbe in ne od zunanjih virov financiranja. Na višino investicijskih izdatkov tako vplivajo spremenljivke, ki vplivajo na višino tekočega in pričakovanega dobička gospodarske družbe (Keber, 2003).

**Model akceleratorja:** Senjur (2001) kot osnovno idejo modela akceleratorja navaja, da je višina neto investicij določena s spremembo BDP. Ko je torej rast BDP pozitivna, so tudi investicije pozitivne in obratno. Model tako predvideva velike spremembe v investicijah skozi poslovni cikel. Posredno to pomeni, da cene, plače, davki in obrestne mere v modelu akceleratorja nimajo neposrednega vpliva oziroma učinka na investicijsko aktivnost.

**Teorija investicij Tobinov Q:** ekonomist James Tobin je razvil teorijo investiranja, ki povezuje gibanje vrednosti družbe na borznem trgu in odločitve družbe o investicijski aktivnosti (Chand, b.l.). Borzni trg je dejavnik, ki signalizira družbi, ali naj investira v nove proizvodne zmogljivosti. Ko se družba financira z izdajo delnic na borzi, se namreč naložbene odločitve družbe odražajo v ceni le teh. Neto investicije družb naj bi bile tako odvisne od vrednosti Q, pri čemer je vrednost Q lahko večja ali manjša od 1. Če je vrednost kazalca Tobinov Q za posamezno družbo večja od 1, v družbi obstajajo spodbude za investiranje, v nasprotnem primeru pa težnje po dezinvestiranju. Tobinov Q model torej poudarja, da so gibanja na borzi pomemben dejavnik za poslovno odločanje (Keber, 2003).

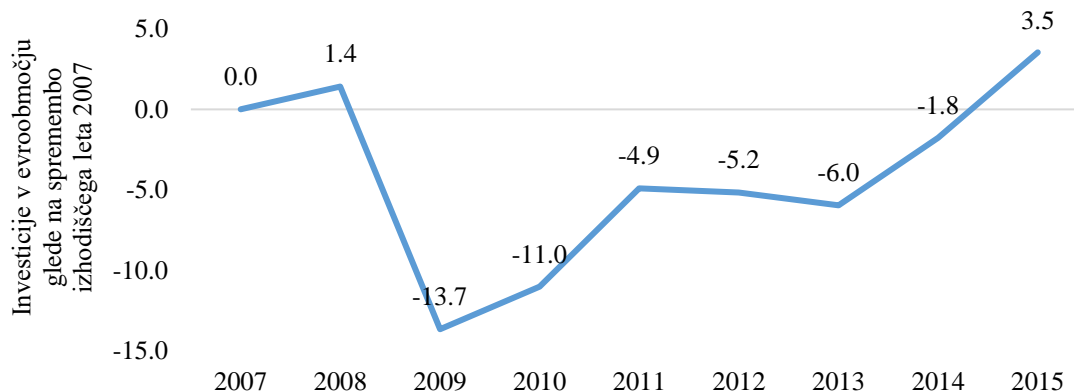
**Neoklasična teorija investicij:** neoklasično teorijo investiranja je razvil Jorgenson. Teorija temelji na določitvi optimalnega osnovnega kapitala in maksimira sedanjo vrednost gospodarske družbe z maksimizacijo dobička s pomočjo produkcijske funkcije Cobb-Douglas (Chand, b.l.). Neoklasična teorija investicij sicer upošteva več pomembnih

determinant in povezuje povpraševanje po investicijskih izdatkih ter dohodek, posredno tudi vpliv obrestne mere in davkov preko cene kapitala (Keber, 2003).

### 2.3 Investicijska aktivnost nefinančnih družb v Evropi

Jasno je, da je investicijska aktivnost pred letom 2008 v nekaterih sektorjih gospodarstva presegla vzdržne ravni. Finančna kriza, ki je sledila kolapsu Lehman Brothers v jeseni 2008, pa je pokazala nekatere ekonomske pomanjkljivosti. Po pretresih na finančnih trgih so se investicije v osnovna sredstva v Evropski uniji naglo znižale v zadnjem kvartalu leta 2008. V samo dveh kvartalih, Q4 2008 in Q1 2009, se je stopnja investicijske aktivnosti znižala za skoraj 10 % v primerjavi s povprečnim petletnim obdobjem pred tem. Padeč investicij v letih 2008 in 2009 je bil opažen v večini držav območja Evropske unije. Konec leta 2009 se je zdelo, da je raven investicij dosegla dno, saj je bilo v letu 2010 zaznано povečanje, vendar je bilo nato v prvi polovici leta 2011 zopet zaznati negativni trend. V letu 2011 se je namreč začela nova recesija v večini držav članic Evropske unije, tako da se je krčenje investicijske aktivnosti le še nadaljevalo. Ključna država v tem času in glavno gonilo rasti Evropske unije je bila Nemčija. V tem obdobju je Evropska unija sicer beležila dve različni stopnji razvoja – majhen, a ekonomsko stabilnejši del Evropske unije je iz recesije hitro okreval, večji del Evropske unije, sestavljen iz pretežno manjših držav, pa je še naprej beležil padeč investicijske aktivnosti (Evropska investicijska banka, 2013). Gibanje investicijskih izdatkov v evroobmočju v obdobju 2007–2015 je podrobneje prikazano v Sliki 1.

Slika 1: Investicijske v evroobmočju v letih 2007–2015 (v %)



Vir: Evropska komisija, *Annual key indicators by Member States*, b.l.

Na splošno so investicije v podjetniškem sektorju v zadnjih letih eden izmed glavnih razlogov za rast celotnih investicij v Evropski uniji. V večjih državah Evropske unije (Nemčija, Francija, Belgija, Finska itd.) so investicije že dosegle raven pred krizo, medtem ko je v t.i. ranljivih državah, kamor spadajo Slovenija, Grčija, Portugalska, Irska itd., in v

kohezijskih državah, kamor spadajo Češka, Hrvaška, Madžarska, Malta itd., investicijska aktivnost še vedno pod ravnjo pred krizo (Evropska investicijska banka, 2016).

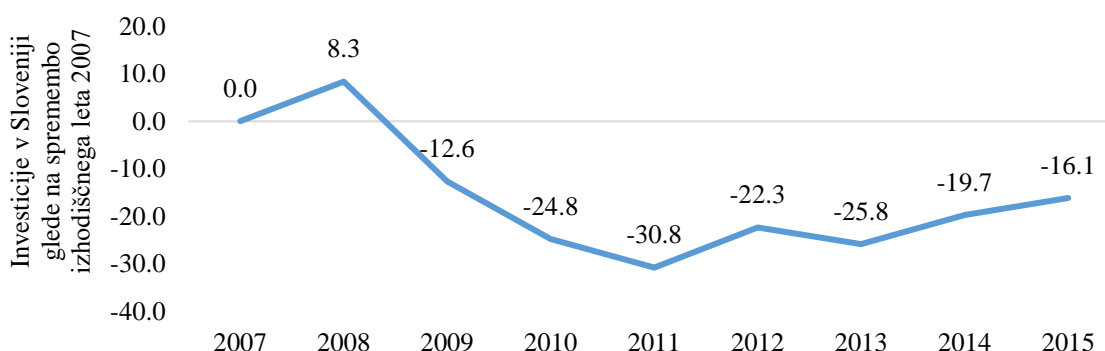
Tudi, sicer preliminarni, rezultati raziskave Evropske investicijske banke potrjujejo investicijski vzpon gospodarskih družb. Kar 80 % gospodarskih družb namreč meni, da so v obdobju 2013–2015 vložile pravo mero sredstev za investicije, 16 % pa jih trdi, da so vložile premalo. Družbe še vedno menijo, da obstaja negotovost, kar negativno vpliva na investicijske odločitve (Evropska investicijska banka, 2016).

## 2.4 Investicijska aktivnost nefinančnih družb v Sloveniji

V Sloveniji je delež investicij v BDP dosegel vrh v letu 2008, sicer pa se Slovenija uvršča med države, kjer so se investicije v obdobju krize najbolj znižale. Ob začetku krize se je delež investicij zasebnega sektorja precej znižal, predvsem zaradi zmanjšane prispevka investicij nefinančnih družb. Investicije v opremo in investicije v gradbene objekte so v zadnjem desetletju in pol v Sloveniji predstavljale dobrih 80 % celotnih investicij, od tega je delež investicij v gradbene objekte znašal dobrih 50 %, investicije v opremo pa približno 30 %. Najvišji delež v BDP so investicije v gradbene objekte v Sloveniji dosegle v letu 2008, najvišji delež investicij v opremo pa leta 2006. Podatki tako kažejo, da so se investicije v gradbene objekte v Sloveniji očitno na krizo odzvale z zamikom, medtem ko so družbe takoj ob nastanku krize ustavile investiranje v stroje in opremo (Banka Slovenije, 2011).

Gibanje investicijskih izdatkov nefinančnih družb v Sloveniji v obdobju 2007–2015 je podrobneje prikazano v Sliki 2.

Slika 2: Investicije v Sloveniji v letih 2007–2015 (v %)



Vir: Statistični urad Republike Slovenije, Podatkovna baza SI-STAT, (b.l.).

Po podatkih Statističnega urada Republike Slovenije (v nadaljevanju SURS) je bila v Sloveniji najvišja vrednost investicijskih izdatkov leta 2008 - 6.731 milijonov (v nadaljevanju mio) evrov (v nadaljevanju EUR) in najnižja v letu 2011, ko je znašala le 4.302

mio EUR. Po podatkih SURS-a se pozitiven trend investicij v osnovna sredstva v Sloveniji nadaljuje od leta 2013. Kljub pozitivni rasti v zadnjih letih investicijska aktivnost ostaja pod ravniyo pred začetkom krize. V letu 2015 je bil večji del (95 %) celotnih investicij vložen v opredmetena osnovna sredstva, preostalo v neopredmetena, več kot polovico vrednosti v celotni strukturi investicij so predstavljale investicije v gradbene objekte in prostore. V letu 2015 so se najizraziteje zvišale investicije v kulturni, razvedrilni in rekreacijski dejavnosti ter v dejavnosti rudarstva. Najizraziteje pa so se investicije znižale v dejavnosti oskrbe z električno energijo, plinom in paro (Statistični urad Republike Slovenije, 2016).

### **3 ZADOLŽENOST**

Družba ima dve možnosti financiranja: lastniško (notranje) ali dolžniško (zunanje) financiranje. Lastniški viri financiranja so npr. kapitalski deleži, delnice, lastni viri, medtem ko so dolžniški viri financiranja bančni krediti, državne pomoči, faktoring, leasing itd.

Nefinančni sektor za zagotovitev poslovanja in zelene stopnje investiranja potrebuje poleg notranjih virov financiranja tudi zunanje vire financiranja. Odločitev glede zunanjega financiranja je odvisna od razpoložljivosti te vrste financiranja, prav tako pa tudi od zelene dolgoročne ciljne vrednosti razmerja med dolgom in kapitalom ter iskanjem optimalnega razmerja med davčnimi ugodnostmi in bančnimi stroški financiranja. Razmerje med notranjimi in zunanjimi sredstvi predstavlja finančno strukturo družbe (Evropska centralna banka, 2013).

De Jong, Kabir, in Nguyen (2008) so v raziskavi analizirali dejavnike vpliva makroekonomskih razmer v državi na finančno zadolženost gospodarskih družb. Raziskavo so opravljali na vzorcu 42 držav po vsem svetu. Ugotovili so, da dejavniki, kot so BDP, stopnja rasti, razvoj trga obveznic in zaščita pravic upnikov, pojasnjujejo razlike v kapitalski strukturi gospodarskih družb med državami. Prav tako so ugotovili, da v državah z boljše zakonodajo in z večjo zdravstveno varnostjo družbe ne povečujejo zgolj svojih obveznosti, temveč je povečanje dolga posledica različnih dejavnikov, kot so npr. priložnost, donosnost in likvidnost.

#### **3.1 Kazalniki zadolženosti in financiranja**

Finančna zadolženost je definirana kot obseg, v katerem gospodarska družba uporablja dolg (Ross, Westerfield, & Jord, 2003). V večini način poslovanja družbe in struktura sredstev vplivata na to, koliko se družba lahko zadolži (Igličar, Hočevar, & Zaman Groff, 2017).

Najpogosteje uporabljeni kazalniki financiranja so:

- delež dolgov v financiranju (angl. *debt ratio*)



$$\text{delež dolgov v financiranju} = \frac{\text{kratkoročne in dolgoročne obveznosti}}{\text{celotna sredstva}} \quad (1)$$

Kot je razvidno iz enačbe (1), se delež dolgov v financiranju izračuna kot kvocient med celotnimi obveznostmi in celotnimi sredstvi. Delež dolgov v financiranju pove, kolikšen del sredstev družbe je financiran z zunanjimi viri. Večja kot je vrednost kazalca, večje je tveganje, da bodo v družbi nastopile težave s plačilno sposobnostjo oziroma z vračanjem posojil (Igličar et al., 2017).

- kazalnik finančnega vzvoda (angl. *debt to equity ratio*)

$$\text{kazalnik finančnega vzvoda} = \frac{\text{celotne obveznosti}}{\text{kapital}} \quad (2)$$

Kot je razvidno iz enačbe (2), se kazalnik finančnega vzvoda izračuna kot kvocient med celotnimi obveznostmi in kapitalom. Kazalnik finančnega vzvoda le drugače prikaže strukturo financiranja. Večja kot je vrednost kazalnika, večja je zadolženost gospodarske družbe in večje je tveganje upnikov, da se dolg ne bo plačal (Igličar et al., 2017). Vendar zadolženost ne vpliva samo na tveganje upnikov, temveč tudi na celotno stopnjo donosa družbe, saj se finančni izdatki družbe povečujejo ob povečanju zunanjih virov financiranja. Kljub temu zadolženost ni nujno negativen dejavnik razvoja finančnega stanja družbe, saj v tržnih gospodarstvih družbe, zlasti velike, ne zmorejo financirati svojih dejavnosti izključno z lastnimi sredstvi. Nasprotno, uporaba zunanjih virov lahko prispeva k povečanju skupne stopnje donosa celotnega kapitala in se izkaže kot koristna za družbo (Indicators of indebtedness).

- neto dolg / poslovni izid pred obrestmi, davki in amortizacijo (v nadaljevanju EBITDA): razmerje primerja finančno zadolžitev družbe z EBITDA ter predstavlja finančni in likvidnosti položaj gospodarske družbe. Kazalnik pove, kako dobre so zmožnosti družbe, da poplača svoje dolge. Gospodarske družbe z dobrim finančnim stanjem kažejo razmerje med dolgom in EBITDA manj kot 3. Kazalniki, višji od 4 ali 5, običajno opozorijo, da se bo družba verjetno srečala s težavami pri obvladovanju dolga, zato je manj verjetno, da bo sposobna pridobiti dodatna posojila, potrebna za rast in širitev poslovanja. Razmerje neto dolg / EBITDA običajno ni primerno za primerjavo družb v različnih panogah, saj so kapitalske zahteve med različnimi dejavnosti drugačne (ReadyRatios, b.l.).

### 3.2 Zadolženost nefinančnega sektorja v Evropi

Zaradi gospodarske rasti, ugodnih makroekonomskih razmer in zgodovinsko nizkih obrestnih mer se je med letoma 2000 in 2008 zadolženost nefinančnih družb v večini držav evroobmočja močno povečala (s 73 % na 100 % v BDP) (Evropska centralna banka, 2014). Po začetku finančne krize se je kazalec zadolženosti glede na BDP še povečeval in vrh dosegel v letih 2009–2010. Vendar če se je v povprečju od leta 2005 do 2008 zadolženost

nefinančnih družb držav evroobmočja povečala za 20 odstotnih točk BDP na leto, pa se je od leta 2008 do 2010 za manj kot 10 odstotnih točk BDP na leto (Noč, 2011).

Ob nastopu finančne krize se je zadolževanje tako upočasnilo oziroma ustavilo. Gospodarske družbe so skušale zmanjšati vpliv finančne krize z osredotočenostjo na najbolj likvidnostne oblike kratkoročnih sredstev, da bi zagotovile pokritost kratkoročnih obveznostih (Evropska centralna banka, 2013).

V Evropi je povprečna letna stopnja rasti kazalca neto dolg/ EBITDA nefinančnih družb znašala 3,1. Konec leta 2014 je vrednost kazalca dosegala vrednost 1,82, kar je precej več kot na svetovnem nivoju. Razlog višje vrednosti je predvsem ohranjanje nizke stopnje obrestne mere v Evropi (Pwc, 2015).

Po raziskavah Evropske centralne banke je v obdobju pred krizo največjo postavko v celotni pasivi izkaza finančnega položaja v večini držav evroobmočja predstavljal lastniški kapital, ki je sicer tudi v času krize ohranil svojo pomembnost kljub proporcionalnemu zmanjšanju glede na obdobje pred krizo (Evropska centralna banka, 2013).

### **3.3 Zadolženost nefinančnega sektorja v Sloveniji**

Slovenija je pred krizo beležila višjo rast kreditov od povprečja najbolj tveganih držav - PIIGS, kamor spadajo Portugalska, Italija, Irska, Grčija in Španija. Na obsežno akumulacijo dolga pred krizo so vplivali številni menedžerski prevzemi, ki so pripomogli k finančnemu izčrpanju družb. Banke že nekaj časa pred začetkom sanacije bančnega sistema niso bile več sposobne sprejemanja dodatnih tveganj, zato so predvsem zmanjševale izpostavljenost do svojih komitentov, kar je povzročalo visoke likvidnostne pritiske na slovensko gospodarstvo, ki je bilo v veliki meri odvisno od bančnega dolžniškega financiranja (Urad za makroekonomske analize in razvoj, 2014).

Bole, Prašnikar in Trobec so raziskovali zadolženost slovenskih gospodarskih družb v obdobju 2005–2009 na vzorcu 203 proizvodnih družb in ugotovili, da se je v proučevanem obdobju finančni dolg povečal z 20 % celotne bilančne vsote v letu 2005 na 30 % bilančne vsote v letu 2008 za družbe v petem decilu. Empirični rezultati so tudi dokazali, da so v obdobju gospodarske rasti 2005–2008 družbe znatno povečale (podvojile) finančni dolg, ki je bil sicer namenjen financiranju tako osnovne kot neosnovnih poslovnih dejavnosti. Čeprav so bile naložbe v osnovne dejavnosti daleč najpomembnejša gonilna sila naraščajočega finančnega dolga družb v celotnem opazovanem obdobju, so na zadolženost družb vplivale tudi investicije v dolgoročne finančne naložbe (Bole et al., 2012).

V letu 2012 so nefinančne družbe prvič pridobile manj novih posojil, kot so jih odplačale (Banka Slovenije, 2015). Od leta 2012 pa so negativni kreditni tokovi privedli do

enakomernega zmanjševanja stanja posojil. Negativni trend posojanja nefinančnemu sektorju je povezan tudi z dejstvom, da so imele družbe nezadostne denarne tokove za redno odplačevanje dolgov, s številnimi prestrukturirani v podjetniškem sektorju in s splošno prezadolženostjo slovenskega podjetniškega sektorja (Evropska komisija, 2015a). Na hitro razdolževanje slovenskih družb so vplivali tudi številni stečaji in vrednotenje slabih terjatev pri prenosu na Družbo za upravljanje terjatev bank, d.d. - DUTB. Stanje prejetih posojil družb je bilo v letu 2014 za skoraj četrtno nižje od vrha v letu 2008 (Banka Slovenije, 2015).

Slovenske gospodarske družbe so se tako v obdobju 2010–2014 neto razdolžile za 5,984 milijard (v nadaljevanju mrd) EUR. V zadnjem obdobju je močno upadlo medpodjetniško financiranje, medtem ko se je financiranje iz tujine povečalo. Gospodarske družbe v zadnjih letih zmanjšujejo medpodjetniško financiranje, kar je posledica nezaupanja in zadržanosti družb do prevzemanja kreditnega tveganja do drugih družb, strahu pred izgubo finančnih virov in pred znižanjem likvidnosti. Tudi alternativne oblike financiranja ostajajo na nizki stopnji. Izdaje komercialnih zapisov sicer postajajo vse bolj prepoznaven vir kratkoročnega financiranja, a še vedno predstavljajo manjši del financiranja družb. Razen nekaj izdaj komercialnih zapisov velikih gospodarskih družb majhne in srednje družbe praktično nimajo alternativnih možnosti financiranja (Banka Slovenije, 2015).

V raziskavi slovenskega trga avtorji Bole, Prašnika in Trobec ugotavljajo, da je na podlagi zbranih podatkov v sektorju proizvodnje, storitev in gradbene dejavnosti, v obdobju 2007–2012, regulator zahteval intenzivno razdolževanje, pri čemer se ni upoštevala uspešnost posamezne gospodarske družbe, npr. dinamika denarnega toka, struktura financiranja družbe (razmerje med finančnim in medpodjetniškim financiranjem), kar je imelo posledice za slovensko gospodarstvo. Zmanjšanje finančnih kreditov, ne glede na uspešnosti družbe, je v prvih letih po izbruhu krize namreč vplivalo na povečanje števila družb z negativnim denarnim tokom, kar je nekatere družbe v naslednjih letih privedlo tudi do stečaja (Bole, Prašnikar, & Trobec, 2014).

V času finančne krize se je spremenila sestava obveznosti gospodarskih družb. V letu 2008 so velike slovenske gospodarske družbe 30 % celotnih virov financiranja imele v obliki finančnih obveznosti do bank, slabih 15 % pa so predstavljale poslovne obveznosti do dobaviteljev. V letu 2015 se je razmerje v financiranju precej spremenilo, saj so finančne obveznosti do bank predstavljale le še 18 % celotnih obveznosti, prav tako so se zmanjšale poslovne obveznosti do dobaviteljev. Povečale so se finančne obveznosti do družb v skupini. Pri majhnih družbah je bilo, za razliko od velikih družb, financiranje v letu 2008 med posameznimi postavkami bolj porazdeljeno. Finančne obveznosti do bank so predstavljale 24 % celotnih virov financiranja, poslovne obveznosti do dobaviteljev pa 15 %. Tako kot pri velikih družbah so se tudi pri majhnih družbah v letu 2015 glede na leto 2008 precej zmanjšale finančne obveznosti do bank, v letu 2015 so predstavljale dobrih 15 % celotnih virov financiranja (Urad za makroekonomske analize in razvoj, 2017).

Slovenske gospodarske družbe se po razmerju med dolgom in kapitalom uvrščajo med najbolj zadolžene v evrskem območju. Čeprav se je obseg kreditov, najetih v zadnjih letih, precej znižal, je zadolženost slovenskega gospodarstva še vedno precej nad predkrizno ravnjo (Urad za makroekonomske analize in razvoj, 2014), a kljub znatnemu zniževanju v zadnjih letih zadolženost slovenskih družb (razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem) ostaja višja od povprečja v evroobmočju (Banka Slovenije, 2015).

Banka Slovenije je do leta 2014 izvajala anketo o povpraševanju po posojilih nefinančnim družbam, ki je pokazala, da je v letu 2013 znašalo povpraševanje po posojilih 8,9 mrd EUR. Za primerjavo, leta 2010 je skupna vrednost po povpraševani višini posojil znašala 18,3 mrd EUR. V obdobju 2010-2014 je bilo zaznati tudi trend preusmerjanja povpraševanja nefinančnih družb po posojilih od velikih domačih bank proti bankam v večinski tuji lasti. V letu 2013 je bilo povpraševanje po posojilih nefinančnih družb največje v predelovalnih dejavnostih in v dejavnostih trgovine (skupaj 5,1 mrd EUR). Nefinančne družbe so od skupnega povpraševanja po posojilih v letu 2013 v višini 8,9 mrd EUR skoraj polovico povpraševanja namenile za tekoče poslovanje (4 mrd EUR), po četrtino za posojila za investicije (2,2 mrd EUR) in posojila za prestrukturiranje (2,1 mrd EUR) ter ostalo za druga posojila. V letu 2013 se je ponovno povečalo povpraševanje po posojilih za prestrukturiranje - za kar 33,6 % (v letu 2012 za 8,4 %), kar odraža težave družb pri odplačevanju obstoječih dolgov in pri naraščanju zamud pri njihovih odplačilih. Banke in hranilnice so kot najpogostejše razloge za zavrnitev posojil navedle nestrinjanje stranke s pogoji in slabo boniteto komitenta. Vse večjo pomembnost pa je pridobival razlog neustreznega zavarovanja posojil (Banka Slovenije, 2014).

#### **4 PREGLED LITERATURE O POVEZAVI MED ZADOLŽENOSTJO IN INVESTICIJSKO AKTIVNOSTJO**

Lang, Ofek in Stulz (1996) so v svoji raziskavi ugotovili, da nepopolne razmere na trgu, asimetričnost informacij in zadolženost lahko vplivajo na investicijske odločitve.

Čeprav dolg ustvarja potencialno nižjo investicijsko aktivnost, bi to pri družbah moralo biti prepoznano in ustrezno korigirano z ukrepi za zmanjšanje zadolženosti, predvsem če so možnosti za rast prepoznane dovolj zgodaj. Zadolženost namreč signalizira menedžerjem, kakšne so investicijske priložnosti (Aivazian et al., 2005).

Podatki poročila Urada za makroekonomske analize in razvoj (2014) kažejo, da je bilo v državah z manjšo akumulacijo dolga pred krizo tudi razdolževanje v času krize manjše, kar pomeni manjšo volatilnost zadolževanja in stabilnejše pogoje za investicije in rast. To tezo potrjujejo tudi mikro podatki, ki kažejo, da so družbe z večjo vrednostjo dolga zniževale investicijske izdatke na račun plačila stroškov financiranja. To pomeni, da imajo prihodnji finančni tokovi zaradi poplačila dolga negativen vpliv tako na tekočo porabo kot tudi na

investicijske odločitve. Nižja likvidnost in visoke obrestne marže v povezavi z visoko zadolženostjo tako pomenijo velik padec investicijske aktivnosti v času krize ter posledično počasnejše gospodarsko okrevanje celotne države.

Duchin, Ozbas in Sensoy (2009) so v raziskavi ugotavljali, kako kratkoročni dolg vpliva na zmanjšanje likvidnosti, pri čemer so se osredotočili na analizo podatkov za obdobje finančne krize, saj dolgoročni dolg nima takojšnjega vpliva na likvidnost gospodarske družbe. Ker je kriza vplivala na zaostrene razmere pri pridobivanju kreditov in višje stroške financiranja, je bilo pričakovati, da bodo investicije v času po krizi padle bolj pri družbah, ki imajo več kratkoročnega kot dolgoročnega dolga. Raziskava je pokazala, da je povezava med kratkoročnim dolgom in spremembami v investicijah negativna, statistično značilna pri 5 %. V raziskavi so tudi skušali ugotoviti, za kaj so družbe trošile denar pred krizo in po njej. Analiza je pokazala, da lahko s statistično značilnostjo avtorji trdijo, da so gospodarske družbe po krizi, glede na obdobje pred njo, zmanjšale izdatke za raziskave in razvoj ter investicije v neto obratni kapital.

Avtorji so v raziskavah o povezanosti med investicijami in zadolženostjo sicer prišli do nasprotujočih si zaključkov. Lang, Ofek in Stulz (1996) v raziskavi ugotavljajo, da je First v raziskavi leta 1992 dokazal, da so investicije občutljivejše na denarni tok v družbah z visoko stopnjo zadolženosti kot v družbah z nizko stopnjo zadolženosti. Leta 1994 sta Kopecke in Howrey dokazala, da ta vpliv ni statistično značilen. Avtorji Lang, Ofek in Stulz (1996) so sicer ugotovili, da obstaja negativna povezava med zadolženostjo gospodarske družbe in pričakovano stopnjo rasti družbe v prihodnosti, pri čemer so stopnjo rasti družbe merili kot vrednost neto investicij. Ugotovili so tudi, da je negativna povezava med zadolženostjo in rastjo značilna za družbe z nizko vrednostjo kazalca Tobinov Q, manj pa za družbe z visoko vrednostjo omenjenega kazalca. Zadolženost tako v prihodnosti ne znižuje rasti družbe, ki ima dobre možnosti za razvoj, ampak je negativno povezana z rastjo za družbo, za katero trg ne prepozna prihodnje rasti oziroma ni zmožna obiti posledic presežka dolga. Do razlike v empiričnih raziskavah med družbami z visoko in družbami z nizko pričakovano rastjo prihaja tudi zaradi različne dostopnosti do kapitalskih trgov. Družbe s pričakovano višjo stopnjo rasti imajo pričakovane višje denarne tokove oziroma je neto vrednost družbe višja. Za takšne družbe je zadolženost pri investiranju posledično manjša, saj si družbe s pričakovano višjo stopnjo rasti lažje zagotovijo refinanciranje ali dokapitaliziranje s strani finančnih trgov (Aivazian et al., 2005).

Na vzorcu danskih gospodarskih družb je bilo dokazano, da je zadolženost družb, ki so jo družbe ustvarile pred začetkom krize, vodila do zmanjšanja investicijskih izdatkov v času krize. Nekatere družbe so zmanjšale investicije z namenom zmanjšanja dolga, si tako povečale odpornost na prihodne šoke ter si zagotovile fleksibilnost pri prihodnjih odločitvah glede financiranja (Danmarks Nationalbank, 2015).

Raziskava danske nacionalne banke je pokazala, da so tiste družbe, ki so bile v času pred finančno krizo bolj zadolžene, v času krize bolj zmanjšale investicijske izdatke kot družbe, ki so bile pred krizo manj zadolžene, pri čemer je bil največji padec investicij beležen v obdobju 2007–2010, medtem ko se investicijski izdatki v letih 2010–2012 skoraj niso spreminjali. Prav tako je bilo ugotovljeno, da so v času krize manjše družbe (10–49 zaposlenih) bolj zmanjšale investicijske izdatke kot večje družbe, pri čemer pri velikih družbah (250 zaposlenih in več) v času finančne krize ni bilo prepoznati povezave med zadolženostjo in investicijami, predvsem zaradi heterogenosti znotraj velikih družb. Povezava med zadolženostjo družb in investicijsko aktivnostjo družb je bila ugotovljena v proizvodnji, gradbeni, trgovski in transportni industriji ter, kot že omenjeno, v bolj zadolženih družbah. Manj pa je kriza vplivala na dejavnost opravljanja poslovnih storitev in na informacijsko ter telekomunikacijsko panogo (Danmarks Nationalbank, 2015).

Negativna povezava med investicijami in zadolženostjo se je v raziskavi danske nacionalne banke izkazala predvsem v prvem obdobju krize 2007–2010, pri čemer se je izkazalo, da se je zadolženost družb v času krize še povečala. Če je bila leta 2005 verjetnost, da bo družba visoko zadolžena 55 %, se je leta 2010 verjetnost povečala na 60 %. Razlog je v oteženem razdolževanju družb v času finančne krize zaradi slabše možnosti razvoja in prodaje ter nižji vrednosti sredstev. Družbe, ki so bile v obdobju pred krizo bolj zadolžene, so namreč dalj časa ohranjale visoko stopnjo zadolženosti, kot če se kriza ne bi zgodila. A kljub temu se je veliko število družb v času pred krizo na hitro zadolžilo (Danmarks Nationalbank, 2015).

Bole, Prašnikar in Trobec so raziskovali investicijsko aktivnost slovenskih družb v obdobju 2005–2010. Glavni rezultati študije so pokazali, da se je v celotnem opazovanem obdobju finančni dolg gospodarskih družb povečeval, pri čemer je vsaka posamezna družba hitro spreminjala svoj relativni položaj v distribuciji akumulacije dolga. Dokazali so tudi, da so gospodarske družbe z nestabilnim lastništvom veliko agresivneje vlagale v razširitev investicijskega portfelja, medtem ko so gospodarske družbe iz drugih skupin, razporejenih glede na tip lastništva, večinoma financirale osnovno dejavnost poslovanja in v sektor, v katerem poslujejo. Prav tako so ugotovili, da so finančne investicije (vlaganje v kapital drugih gospodarskih družb in menedžerski prevzemi) močno vplivale na zadolženost gospodarskih družb (Bole et al., 2012). Isti avtorji so v raziskavi slovenskega trga v obdobju 2007–2012 ugotovili, da je kriza vplivala in močno poslabšala denarni tok slovenskih gospodarskih družb. V letu 2009 je tako skoraj četrtina preučevanih družb, ki je v letu 2008 še imela pozitiven denarni tok, beležila negativen denarni tok. Skoraj 4,2 % analiziranih družb je v naslednjem obdobju bankrotiralo. Analiza je tudi pokazala, da se je po začetnem delu krize začel zmanjševati odstotek gospodarskih družb, ki si opomorejo, in odstotek gospodarskih družb, ki so v težavah (Bole et al., 2014).

V nadaljevanju Tabela 1 prikazuje pregled treh tujih raziskav s področja vpliva zadolženosti na investicijsko aktivnost gospodarskih družb. Prikazane so vrednosti regresijskih

koeficientov. Ugotovljeno je bilo, da zadolženost statistično značilno vpliva na investicijsko aktivnost v vseh treh raziskavah. Prav tako pa na investicijske izdatke vplivajo spremenljivke denarni tok, rast prihodkov in kazalec Tobinov Q.

*Tabela 1: Pregled tujih raziskav vpliva zadolženosti na investicijsko aktivnost*

<b>Raziskava: Lang et al., (1996), 640 analiziranih družb v obdobju 1970–1989 v Združenih državah Amerike</b>				
Spremenljivke	Celotni dolg $t$ / sredstva $t-1$	Denarni tok $t$ / sredstva $t-1$	Rast prihodkov	Tobinov Q
Investicije $t$ - amortizacija $t$ / sredstva $0$	-0,105*	0,324*	0,016	0,017*
<b>Raziskava: Aivazian et al., (2005), 863 analiziranih družb v obdobju 1982–1999 v Kanadi</b>				
Spremenljivke	Celotni dolg $t$ / sredstva $t-1$	Denarni tok $t$ / sredstva $t-1$	Rast prihodkov	Tobinov Q
Neto investicije $t$ / sredstva $t-1$	-0,335*	0,021*	0,010*	0,054*
<b>Raziskava: Tempel (2011), 86 analiziranih družb v obdobju 2006–2010 na Danskem</b>				
Spremenljivke	Dolgoročni dolg $t$ / sredstva $t-1$	Denarni tok $t$ / sredstva $t-1$	/	Tobinov Q
Neto investicije $t$ / sredstva $t-1$	-0,086*	0,357*	/	0,020*

**Legenda:** \* Statistično značilno pri stopnji značilnost 5 %.

*Vir: L. Lang et al., Leverage, investment, and firm growth, 1996; V. A. Aivazian et al., The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence, 2005; E. Tempel, The influence of financial leverage on investment: an examination of overinvestment and underinvestment in Danish listed companies, 2011.*

Evropske gospodarske družbe naj bi bile še bolj izpostavljene posledicam krize zaradi močne odvisnosti od financiranja s strani bank. Investicije v nefinančnem sektorju so se v času finančne krize sicer znižale, kar pa ni neposredno povezano z bančnim razdolževanjem v posameznih državah članicah, je pokazala raziskava Evropske investicijske banke (Evropska investicijska banka, 2013). Druga raziskava Evropske investicijske banke pa je pokazala, da je krč kreditne ponudbe vplival predvsem na manjše družbe, ki so imele več težav pri iskanju zunanjih virov financiranja, in na družbe, ki poslujejo v sektorjih z visokim potencialom rasti, saj je bilo bolj kot produktivnost in rast posameznih družb za novo posojilo pomembno bilančno stanje samih bank (Evropska investicijska banka, 2016).

Avtorja Kahle in Stulz (2012) sta v svoji raziskavi opredelila bančno odvisne gospodarske družbe kot tiste, ki so se v obdobju 5 let vsaj dvakrat zaporedoma zadolžile pri isti banki. Ugotovila sta, da gospodarske družbe, ki so odvisne od bančnega financiranja, niso zmanjšale svojih investicijskih aktivnosti bolj kot bančno neodvisne gospodarske družbe v

prvem letu krize ali v dveh kvartalih po bankrotu Lehman Brothers jeseni 2008. Medtem ko sta dokazala, da so gospodarske družbe, ki so pred krizo veljale za nezadolžene družbe, proporcionalno zmanjšale svojo investicijsko aktivnost za več kot zadolžene družbe. Ugotovila sta tudi, da so bančno odvisne gospodarske družbe v času krize bolj zadrževale denar v primerjavi z nezadolženimi družbami ter da gospodarske družbe, ki so bančno odvisne, niso v času krize nič bolj zmanjševale dolga kot ostale družbe.

Raziskava Evropske investicijske banke pa je dokazala, da so gospodarske družbe, ki so bile bolj odvisne od bančnega financiranja v času finančne krize bolj zmanjšale stopnjo investiranja kot gospodarske družbe, ki so bile manj odvisne od bančnih virov (Evropska investicijska banka, 2013).

## **5 PODATKI IN METODOLOGIJA RAZISKOVANJA**

### **5.1 Viri podatkov**

Podatki, uporabljeni v magistrski nalogi, temeljijo izključno na javno dostopnih podatkih posameznih družb, pri čemer so viri podatkov letna poročila posameznih družb, Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (v nadaljevanju AJPES) in poslovno informacijski portal slovenskega gospodarstva (v nadaljevanju GVIN). Prednost uporabljenih podatkov iz portala AJPES in GVIN je predvsem enostavna in hitra dostopnost, hkrati pa primerljivost podatkov med posameznimi družbami. Prav tako velja, da so podatki, ki so zbrani na podlagi javno dostopnih podatkov, visoko zanesljivi, saj so pregledani in strokovno nadzorovani. Zbiranje podatkov iz letnih poročil posameznih družb pa lahko predstavlja nevarnost, saj so podatki med posameznimi družbami lahko neprimerljivi zaradi različnih računovodskih politik družb in različnega prikazovanja podatkov.

Izkaz finančnega položaja in izkaz poslovnega izida sta za posamezne družbe pridobljena iz portalov GVIN in AJPES, medtem ko so investicijski izdatki ročno zbrani iz letnih poročil posameznih družb iz izkaza denarnega toka.

### **5.2 Vzorec**

V obdobju od leta 2007 do leta 2015 je na Ljubljanski borzi kotiralo 39 gospodarskih družb. Iz analize so bile izključene vse finančne družbe in zavarovalnice. Razlog izločitve je drugačna struktura financiranja ter različne poslovne, finančne in investicijske aktivnosti. Na podlagi omenjenega kriterija so bile iz analize izključene naslednje družbe: Hram Holding, finančna družba, d.d.; KD Group, finančna družba, d.d.; KD, finančna družba, d.d.; KS Naložbe, finančne naložbe, d.d.; M1, finančna družba, d.d.; Modra linija holding, finančna družba, d.d., in Nika, investiranje in razvoj, d.d. Prav tako so bile iz analize izključene družbe, ki so bile v času priprave analize v likvidacijskem postopku ali blokirane



(Javor Pivka, lesna industrija, d.d. - v likvidaciji; Vipa Holding, d.d. - v likvidaciji in Zdravilišče Rogaška, zdravstvo, hoteli, turizem in upravljanje holding družb, d.d.). Na podlagi obeh kriterijev je bilo skupno iz analize izločenih 10 družb.

Zaradi dostopnosti in razpoložljivosti podatkov analiza v nadaljevanju magistrske naloge vključuje 25 gospodarskih družb, ki so v obdobju 2007–2015 kotirale na Ljubljanski borzi. Analizirane družbe so prikazane v Tabeli 2.

*Tabela 2: Seznam analiziranih družb*

Zap. št.	Uradni naziv družbe na dan 31. 12. 2016
1	Alpetour, potovalna agencija, d.o.o. *
2	Cetis, grafične in dokumentacijske storitve, d.d.
3	Cinkarna Metalurško-kemična industrija Celje, d.d.
4	Delo prodaja, družba za razširjanje in prodajo časopisov, d.d.
5	Gorenje gospodinjski aparati, d.d.
6	Inles, proizvodnja, trženje in inženiring, d.d.
7	Intereuropa, globalni logistični servis, d.d.
8	Kompas Mejni Turistični Servis, d.d.
9	Krka, tovarna zdravil, d.d.,
10	Luka Koper, pristaniški in logistični sistem, d.d.
11	Melamin, kemična tovarna, d.d.
12	Mlinotest, živilska industrija, d.d.
13	Nama, trgovsko podjetje, d.d.
14	Petrol, slovenska energetska družba, d.d.
15	Pivovarna Laško Union, d.o.o. **
16	Plama-Pur, proizvodnja in predelava plastičnih mas, d.d.
17	Poslovni sistem Mercator, d.d.
18	Salus, promet s farmacevtskimi, medicinskimi in drugimi proizvodi, d.d.
19	Tekstina, tekstilna industrija Ajdovščina, d.d.
20	Telekom Slovenije, d.d.
21	Terme Čatež, d.d.
22	Terme Dobrna, termalno zdravilišče, d.d.
23	Tovarna olja Gea, d.d.
24	Union hoteli, d.d.
25	Žito, prehrambena industrija, d.o.o. ***

**Legenda:**

\* V maju 2016 statusno preoblikovanje družbe iz delniške družbe v družbo z omejeno odgovornostjo.

\*\* V juliju 2016 pravna združitev družbe Pivovarna Laško, d.d. in družbe Pivovarna Union, d.d., v pravno osebo Pivovarna Laško Union, d.o.o. V analizo so vključeni zgolj poslovni rezultati in investicijska aktivnost družbe Pivovarna Laško, d.d.

\*\*\* V juniju 2016 statusno preoblikovanje družbe iz delniške družbe v družbo z omejeno odgovornostjo.

Iz analize so bile izločene tudi družbe, katerih investicijska aktivnost je bila izredno nizka in vrednost kazalca v celotnih sredstvih v obdobju 2007–2015 več kot 3 leta zaporedoma ni presegla 0,1 %. Na podlagi tega kriterija so bile iz analize izključene 4 družbe. Gre pretežno za holdinške družbe, kjer matične družbe namenjajo investicijam zelo nizko stopnjo izdatkov. Iz analize so bile zaradi omenjenega kriterija izločene naslednje družbe: Intertrade Ita, podjetje za zastopanje tujih firm, d.d. (povprečna vrednost investicijskih izdatkov v letih 2007–2015 je znašala 14 tisoč EUR); Istrabenz, holdinška družba, d.d. (povprečna vrednost investicijskih izdatkov v letih 2007–2015 je znašala 10 tisoč EUR); Sava, družba za upravljanje in financiranje, d.d. (povprečna vrednost investicijskih izdatkov v letih 2011–2015 je znašala 70 tisoč EUR); ter Skupina Prva, zavarovalniški holding, d.d. (povprečna vrednost investicijskih izdatkov v letih 2007–2015 je znašala 40 tisoč EUR).

### **5.2.1 Omejitve vzorca**

Vse družbe, vključene v analizo, kotirajo na Ljubljanski borzi, pri čemer velja, da je slovenski kapitalski trg majhen, slabo razvit in slabo opravlja funkcije izdajanja ter zbiranja svežega lastniškega kapitala. Število novih poslov, opravljenih na Ljubljanski borzi, je glede na obseg, ki ga ustvarijo druge evropske borze, majhno.

Vzorec navedenih 25 družb, vključenih v analizo, je precej manjši kot v večini primerljivih raziskav v tujini, npr. Aivazian et al. (2005) 863 analiziranih družb v obdobju 1982–1999; Lang et al. (1996) 640 analiziranih družb v obdobju 1970–1989.

Poleg že navedenega analizirane gospodarske družbe v veliko primerih predstavljajo matične družbe večje skupine gospodarskih družb. To pomeni, da družbe opravljajo svojo osnovno dejavnost poslovanja, hkrati pa zagotavljajo različne koncernske naloge za odvisne družbe. Določene postavke, npr. zadolženost, so lahko tako v matični družbi višje glede na potrebe poslovanja same matične družbe, saj mora matična družba financirati poslovanje odvisnih družb, ali obratno. Prav tako je lahko investicijska politika znotraj skupine družb v določenem obdobju usmerjena na rast določenega trga ali družbe znotraj skupine, do različnih investicijskih odločitev pa lahko privede tudi dejstvo, da vrhnji menedžment ne more spremeniti naložbenih odločitev, ki so že nastale.

### **5.3 Razdelitev analiziranega obdobja in družb v podskupine**

Vzorec 25 družb je glede na velikost in osnovno dejavnost poslovanja zelo heterogen, zato je smiselno analizirati povezavo med zadolženostjo in investicijsko aktivnostjo po posameznih podskupinah. Prav tako je analizirano obdobje glede na gibanje makroekonomskih trendov v Sloveniji smiselno razdeliti na manjša časovna obdobja.

V nadaljevanju so predstavljene predpostavke in kriteriji za razdelitev celotnega analiziranega obdobja in družb v podskupine.

### 5.3.1 Razdelitev analiziranega obdobja

V analizi podatkov je analizirano 9-letno obdobje, med leti 2007–2015. Odločila sem se za razdelitev preučevanega obdobja na manjša obdobja, ker preučevano obdobje vključuje obdobje pred začetkom krize, obdobje krize in obdobje okrevanja slovenskega gospodarstva. Celotno analizirano obdobje je razdeljeno na 4 krajša časovna obdobja, ki so opredeljena na podlagi gibanj makroekonomskih trendov v Sloveniji.

Prvo obdobje vključuje leti 2007 in 2008, ko je bila rast BDP v Sloveniji pozitivna, stopnja brezposelnosti pa je bila okoli 5 %. Drugo obdobje, 2009–2011, vključuje prvo leto krize in krajše obdobje navideznega okrevanja slovenskega gospodarstva. Tretje obdobje, 2012–2013, predstavlja obdobje ponovnega poslabšanja, rast BDP je bila v tem obdobju namreč zopet negativna, stopnja brezposelnosti pa na najvišji ravni, okoli 10 %. Četrto obdobje, 2014–2015, je obdobje ponovne gospodarske rasti in izboljšanja gospodarskih razmer.

Gibanje makroekonomskih trendov za Slovenijo in opredelitev analiziranih obdobj je podrobneje prikazano v Tabeli 3.

*Tabela 3: Makroekonomski trendi v Sloveniji in opredelitev analiziranih obdobj*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Rast BDP (v %)</b>	+6,9	+3,3	-7,8	+1,2	+0,6	-2,7	-1,1	+3,0	+2,3
<b>Stopnja brezposelnosti*</b>	5,1	4,3	6,4	7,8	8,7	9,6	9,6	9,6	8,4
<b>Stopnja inflacije**</b>	+3,7	+5,6	+0,8	+1,8	+1,8	+2,6	+1,8	+0,2	-0,5
<b>Analizirano obdobje</b>	Obdobje 1 = obdobje rasti in gospodarskega vzpona		Obdobje 2 = obdobje upada in stagnacije			Obdobje 3 = obdobje ponovnega poslabšanja		Obdobje 4 = obdobje gospodarske rasti	

**Legenda:**

\* Stopnja brezposelnosti: v letu 2007 je podatek za obdobje Q1 2008, za vsa ostala leta podatek za Q4 tekočega leta.

\*\* Stopnja inflacije: povprečna 12-mesečna rast.

*Vir: Statistični urad Republike Slovenije, Podatkovna baza SI-STAT, b.l.*

### 5.3.2 Razdelitev družb glede na zadolženosti in bančno odvisnost

Za podrobnejšo analizo so analizirane družbe razdeljene po vzoru raziskave avtorjev Kahle in Stulz (2012). Avtorja sta v omenjeni raziskavi družbe razdelila na naslednje podskupine: bančno odvisne družbe; visoko zadolžene družbe; visoko zadolžene in bančno odvisne družbe; majhne in bančno odvisne družbe; nezadolžene družbe in družbe z visoko vrednostjo gotovinskega imetja.

Izhodišče za delitev analiziranih 25 družb sta leti 2007 in 2008, ki predstavljata obdobje pred začetkom krize. Namen delitve je ugotoviti, ali so družbe s podobnimi karakteristikami v analiziranem obdobju 2007–2015 sledile podobnim investicijskim politikam.

Kriteriji za združevanje družb v podskupine:

- povprečna zadolženosti družbe v obdobju 2007–2008, izračunana kot:

$$\text{zadolženost} = \frac{\text{dolgoročne in kratkoročne obveznosti v letu } t}{\text{celotna sredstva v letu } t-1} \quad (3)$$

- povprečna odvisnost družbe od financiranja s strani bančnih institucij v obdobju 2007–2008, izračunana kot:

$$\text{odvisnost od bančnega financiranja} = \frac{\text{dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti do banke v letu } t}{\text{celotna sredstva v letu } t-1} \quad (4)$$

- povprečna velikost družbe v obdobju 2007–2008, izračunana kot:

$$\text{velikost družbe} = \frac{\text{sredstva družbe } X}{\text{vsota sredstev vseh analiziranih družb}} \quad (5)$$

Družbe sem na podlagi predstavljenih kriterijev razdelila v 4 podskupine:

- majhne in nezadolžene družbe,
- visoko bančno odvisne družbe,
- srednje zadolžene in bančno odvisne družbe ter
- zadolžene, vendar bančno neodvisne družbe.

Izpolnjeni kriteriji za uvrstitev družbe v skupino majhnih in nezadolženih družb so naslednji:

- povprečna celotna zadolženosti družbe v obdobju 2007–2008 < 30 %;
- povprečna odvisnost družbe od financiranja s strani bančnih institucij v obdobju 2007–2008 < 20 %;

- sredstva družbe v obdobju 2007–2008 ne presegajo 1 % celotnih sredstev analiziranih družb.

Izpolnjeni kriterij za uvrstitev družbe v skupino visoko bančno odvisnih družb je, da povprečna odvisnost družbe od financiranja s strani bančnih institucij v obdobju 2007–2008 presega 30 % v celotnih sredstvih.

Izpolnjeni kriterij za uvrstitev družbe v skupino srednje zadolženih in bančno odvisnih družb je, da je povprečna odvisnost družbe od financiranja s strani bančnih institucij v obdobju 2007–2008 med 20 % in 30 % v celotnih sredstvih.

Izpolnjena kriterija za uvrstitev družbe v skupino zadolženih, vendar bančno neodvisnih družb, pa sta naslednja:

- povprečna celotna zadolženost družbe v obdobju 2007–2008  $> 30\%$ ;
- povprečna odvisnost družbe od financiranja s strani bančnih institucij v obdobju 2007–2008  $< 20\%$ .

Razdelitev posameznih družb v opredeljene podskupine je prikazana v Tabeli 4.

*Tabela 4: Delitev družb v podskupine na podlagi zadolženosti in bančne odvisnosti*

<b>Visoko bančno odvisne družbe</b>	<b>Srednje zadolžene in bančno odvisne družbe</b>
Cinkarna Celje, d.d. Delo prodaja, d.d. Intereuropa, d.d. Petrol, d.d. Pivovarna Laško Union, d.o.o. Terme Dobrna, d.d.	Cetis, d.d. Gorenje, d.d. Luka Koper, d.d. Melamin, d.d. Mlinotest, d.d. Plama-Pur, d.d. Poslovni sistem Mercator, d.d. Žito, d.o.o.
N = 6	N = 8
<b>Zadolžene, vendar bančno neodvisne družbe</b>	<b>Majhne in nezadolžene družbe</b>
Gea, d.d. Inles, d.d. Kompas Mejni Turistični Servis, d.d. Krka, d.d., Salus, d.d. Telekom Slovenije, d.d. Terme Čatež, d.d.	Alpetour, d.o.o. Nama, d.d. Tekstina, d.d. Union hoteli, d.d.
N = 7	N = 4

### 5.3.3 Razdelitev družb glede na osnovno dejavnost poslovanja

Ker so potrebe po investicijah med panogami različne, so v nadaljnji analizi družbe razdeljene na podlagi Standardne klasifikacije dejavnosti 2008 (v nadaljevanju SKD) na 4 podskupine (Statistični urad Republike Slovenije, 2010):

- proizvodne družbe (po SKD skupina C Predelovalne dejavnosti in skupina M Strokovne, znanstvene in tehnične dejavnosti);
- družbe, katerih osnovna dejavnost je turizem (po SKD skupina I Gostinstvo);
- trgovske družbe (po SKD skupina G Trgovina);
- družbe, katerih osnovna dejavnost so telekomunikacija, logistika ali energetika (po SKD skupina H Promet in skladiščenje ter skupina J Informacijske in komunikacijske dejavnosti).

Razdelitev družb glede na osnovno dejavnost poslovanja je podrobneje prikazana v Tabeli 5.

*Tabela 5: Delitev družb v podskupine na podlagi osnovne dejavnosti poslovanja*

<b>Trgovinska dejavnost</b>	<b>Telekomunikacije, logistika in energetska dejavnost</b>
Delo prodaja, d.d. Kompas Mejni Turistični Servis, d.d. Nama, d.d. Poslovni sistem Mercator, d.d. Salus, d.d.	Alpetour, d.o.o. Intereuropa, d.d. Luka Koper, d.d. Petrol, d.d. Telekom Slovenije, d.d.
N = 5	N = 5
<b>Proizvodna dejavnost</b>	<b>Turistična dejavnost</b>
Cetis, d.d. Cinkarna Celje, d.d. Gea, d.d. Gorenje, d.d. Inles, d.d. Krka, d.d., Melamin, d.d. Mlinotest, d.d. Plama-Pur, d.d. Pivovarna Laško Union, d.o.o. Tekstina, d.d. Žito, d.o.o.	Terme Čatež, d.d. Terme Dobrna, d.d. Union hoteli, d.d.
N = 12	N = 3

Pri razdelitvi družb glede na osnovno dejavnost poslovanja, želim bralca opozoriti, da ima družba Petrol, d.d., sicer registrirano osnovno dejavnost po SKD G47.301 - trgovina na drobno z lastnimi motornimi gorivi, vendar je zaradi smiselnosti razporeditve namesto v

podskupino trgovinska dejavnost vključena v podskupino telekomunikacije, logistika in energetska dejavnost.

## **5.4 Raziskovalna vprašanja**

Cilj magistrske naloge je ugotoviti povezavo med zadolženostjo in investicijsko aktivnostjo nefinančnih družb. Analiza, predstavljena v nadaljevanju magistrske naloge, sledi zastavljenemu ključnemu cilju skozi naslednja raziskovalna vprašanja:

- R1: Ali je investicijska aktivnost družb v letih 2014–2015 že dosegla raven pred krizo?
- R2: Ali gospodarske družbe, ki so tudi v času krize ohranile stopnjo investiranja pred krizo, sedaj dosegajo višjo rast?
- R3: Ali so gospodarske družbe, ki so se v času pred krizo pretežno financirale z bančnimi posojili, v času finančne krize bolj zmanjšale svoje izdatke za investicije kot družbe, ki so bile v času pred finančno krizo manj odvisne od bančnega posojila?
- R4: Ali zadolženost gospodarske družbe vpliva na višino investicijskih izdatkov?

## **5.5 Opredelitev spremenljivk in regresijska enačba**

Spremenljivke, vključene v regresijsko enačbo, so povzete po raziskavah avtorjev Lang et al. (1996), Aivazian et al. (2005) in Tempel (2011). Zaradi boljše primerljivosti med posameznimi leti in družbami spremenljivke niso izražene v absolutnih vrednostih, temveč kot delež v celotnih sredstvih ali kot delež v celotnih osnovnih sredstvih.

V regresijsko enačbo sta vključeni 2 spremenljivki za merjenje zadolženosti. Prva je knjigovodska vrednost celotnih obveznosti v celotnih sredstvih in druga knjigovodska vrednost finančnih obveznosti v celotnih sredstvih. Tuje raziskave so, sicer poleg prve omenjene, celotno zadolženost merile še kot dolgoročne obveznosti v celotnih sredstvih (Aivazian et al., 2005; Tempel, 2011) in obrestni dolg v celotnih sredstvih (Tempel, 2011). Različna uporabljena metodologija za izračun zadolženosti lahko sicer v analizi privede do različnih vplivov med zadolženostjo in investicijsko aktivnostjo.

V tujih raziskavah se najpogosteje omenjata 2 možnosti za definiranje možne rasti gospodarske družbe, zato sta v regresijsko enačbo vključeni obe: rast prihodkov in kazalec Tobinov Q. Rast prihodkov je izračunana kot čisti prihodki iz prodaje v osnovnih sredstvih, medtem ko kazalec Tobinov Q predstavlja razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo gospodarske družbe, pri čemer je tržna vrednost izračunana kot seštevek knjigovodske vrednosti obveznosti in tržne cene delnic. V kolikor je vrednost kazalca Tobinov Q manjša od 1, to pomeni nizko možnost družbe za rast v prihodnosti.

Tuje raziskave v regresijski modele vključujejo tudi spremenljivko denarni tok, s čimer preverjajo občutljivost višine denarnega toka na investicijske odločitve. Spremenljivko denarni tok iz poslovanja sem opredelila kot:

$$\text{denarni tok iz poslovanja} = EBITDA + \text{spremembe v gibanju obratnega kapitala} + \text{prejemki/ izdatki za davek} \quad (6)$$

Spremenljivka investicijski izdatki je odvisna spremenljivka regresijske enačbe. Investicijski izdatki v regresijski analizi vključujejo investicije v opredmetena in neopredmetena osnovna sredstva, brez investicij v finančna sredstva in investicij iz naslova prevzemov.

Regresijska enačba je naslednja:

$$I_{i,t} / OS_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 * (\text{zadolženost}_{i,t} / S_{i,t-1}) + \beta_2 * (\text{finančne obveznosti}_{i,t} / S_{i,t-1}) + \beta_3 * (DT_{i,t} / S_{i,t-1}) + \beta_4 * Q_{i,t} + \beta_5 * (\text{prihodki}_{i,t} / OS_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t}$$

kjer velja, da:

- I predstavlja investicijske izdatke v opredmetena in neopredmetena osnovna sredstva;
- OS predstavlja celotno knjigovodsko vrednost osnovnih sredstev (seštevek naslednjih postavk: opredmetena sredstva, neopredmetena sredstva in naložbene nepremičnine);
- zadolženost predstavlja celotno knjigovodsko vrednost obveznosti;
- S predstavlja celotno knjigovodsko vrednost sredstev;
- finančne obveznosti predstavljajo celotno knjigovodsko vrednost dolgoročnih in kratkoročnih finančnih obveznosti;
- DT predstavlja denarni tok iz poslovanja, izračunan kot: EBITDA + spremembe v gibanju obratnega kapitala + prejemki/izdatki za davek;
- Q predstavlja kazalec Tobinov Q, izračunan kot: (tržna kapitalizacija  $i,t$  + knjigovodska vrednost obveznosti)  $i,t$  / knjigovodska vrednost sredstev  $i,t$ ;
- prihodki predstavljajo celotne prihodke iz prodaje in
- $\varepsilon$  predstavlja člen napake.

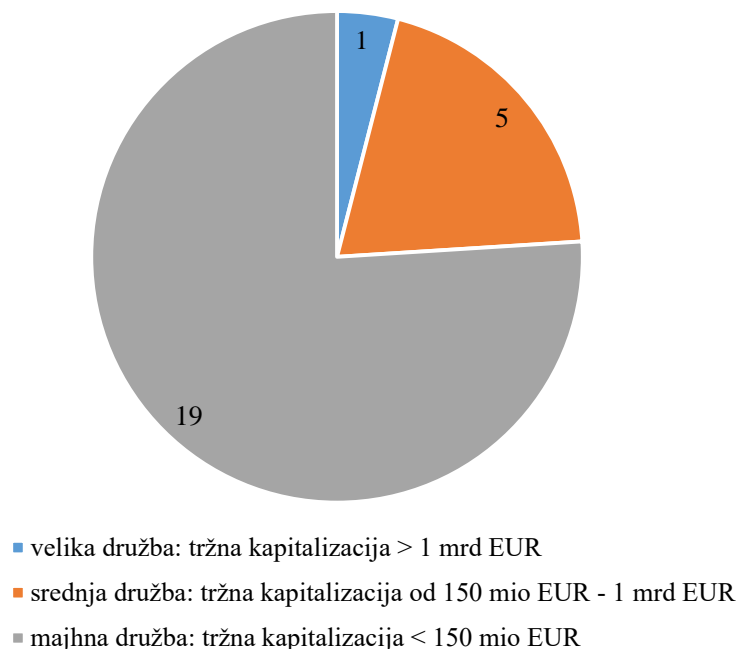
Po končanem zbiranju podatkov iz portalov GVIN in AJ PES ter letnih poročil posameznih družb so bili podatki analizirani z uporabo statističnega paketa STATA. Za analizo razmerja med neodvisnimi spremenljivkami in odvisno spremenljivko sem uporabila regresijo Pooled Ordinary Least Squares.



## 6 EMPIRIČNI REZULTATI

Izmed analiziranih družb je na dan 31. 12. 2015 na Ljubljanski borzi kotirala le ena družba, ki jo lahko razvrstim v skupino velikih družb, kar pomeni, da tržna kapitalizacija družbe presega 1 mrd EUR. Ta družba je bila Krka, d.d. Za primerjavo, v letu 2007, pred začetkom krize, so bile glede na kriterij tržne kapitalizacije na Ljubljanski borzi 4 družbe, ki so presegale mejo 1 mrd EUR, to so bile družbe Petrol, d.d., Poslovni sistem Mercator, d.d., Krka, d.d., in Telekom Slovenije, d.d. Od skupno 25 družb, ki so predmet analize v magistrski nalogi, so tako v letu 2007 na Ljubljanski borzi kotirale 4 velike družbe, 5 srednjih družb (tržna kapitalizacija med 150 mio EUR in 1 mrd EUR), preostanek so predstavljale manjše družbe. Največ analiziranih družb je tako majhnih družb, medtem ko glede na dejavnost poslovanja prevladujejo proizvodne družbe.

Slika 3: Struktura analiziranih družb glede na tržno kapitalizacijo v letu 2015



Vir: Ljubljanska borza, Statistike Ljubljanske borze za leto 2015, 2015.

EBITDA analiziranih družb je v letu 2015 znašala 807 mio EUR, kar predstavlja 17 % povečanje glede na leto 2007. To pomeni, da so družbe izboljšale in/ali povečale svojo dejavnost poslovanja.

Celotna vrednost kapitala vseh družb je konec leta 2015 znašala 4,6 mrd EUR, kar predstavlja 10 % povečanje glede na leto 2007. Kapital je leta 2007 predstavljal 52,4 % celotne pasive izkaza finančnega položaja družb, medtem ko je leta 2015 ta odstotek znašal 52,7 %. V obdobju 2007–2015 so družbe povečevale celotni kapital predvsem na podlagi

ustvarjenih dobičkov. Vpoklicani kapital vseh družb je sicer v letu 2007 znašal 790 mio EUR in se je do leta 2015 povečal na 970 mio EUR, pri čemer največjo spremembo predstavlja povečanje vpoklicanega kapitala družbe Poslovni sistem Mercator, d.d, v letu 2014 v višini 97 mio EUR (povečanje vpoklicanega kapitala je posledica prevzema novega večinskega lastnika). Večje spremembe v vpoklicanem kapitalu je v analiziranem obdobju beležila samo še družba Gorenje, d.d., ki je povečala vpoklicani kapital v letih 2008, 2010, 2013 in 2014 v skupni višini 71 mio EUR.

Gibanje ključnih bilančnih postavk analiziranih družb je po posameznih letih podrobneje prikazano v Tabeli 6.

*Tabela 6: Pregled izbranih bilančnih postavk analiziranih družb (v %)*

v % celotnih sredstev <sub>t</sub>	Poslovni izid pred obrestmi in davki	Amortizacija	Δ neto kapitala	Δ celotnih fin. obveznosti	Denar
2007	5,4	2,6	-1,0	14,2	0,5
2008	3,7	4,6	-1,3	8,8	0,5
2009	3,9	3,2	-0,5	2,2	0,4
2010	4,5	3,5	-0,8	-0,4	1,2
2011	5,2	4,0	0,1	-2,1	2,0
2012	4,1	3,4	-1,3	0,0	1,4
2013	5,0	4,1	-2,8	-1,5	2,4
2014	4,9	4,2	-1,2	-2,7	1,6
2015	4,6	3,4	-2,7	-0,9	1,6
povprečje 2007–2008	4,6	3,6	-1,2	11,5	0,5
povprečje 2009–2011	4,5	3,6	-0,4	-0,1	1,2
povprečje 2012–2013	4,6	3,8	-2,0	-0,8	1,9
povprečje 2014–2015	4,7	3,8	-2,0	-1,8	1,6

**Legenda:**

\* Finančne obveznosti predstavljajo seštevek finančnih obveznosti do družb v skupini, obveznosti do bank in druge finančne obveznosti.

*Vir podatkov: Priloga 2, lastni izračuni.*

Analiza stanja družb, ki kotirajo na Ljubljanski borzi, kaže tudi, da so družbe povečevale finančne obveznosti do leta 2010, nato pa so jih začele zmanjševati. Celotna finančna zadolženost družb je konec leta 2007 znašala 2,2 mrd EUR, konec leta 2015 pa 2,5 mrd EUR. Najvišjo absolutno finančno zadolženost so sicer dosegle družbe v letih 2009–2010, ko so bile zadolžene za 3,2 mrd EUR, kar pomeni, da so družbe od leta 2010 do leta 2015

zmanjšale finančne obveznosti za 20 %. Omenjena finančna zadolženost sicer vključuje financiranje s strani družb v skupini, finančne obveznosti do bank in druge finančne obveznosti. Vendar bi želela bralca opozoriti, da so finančne obveznosti družb precej neenakomerno razporejene, saj večje družbe prevzemajo visok delež finančnih obveznosti. Leta 2015 je družba Poslovni sistem Mercator, d.d., imela 25 % celotnih finančnih obveznosti vseh analiziranih družb, družba Petrol, d.d., 18 %, in družbi Telekom Slovenije, d.d., in Gorenje, d.d., vsaka po 16 %. Skupno največje 4 družbe po finančnih obveznostih tako prevzemajo 75 % celotnih finančnih obveznosti, pri čemer njihov delež v celotnih sredstvih analiziranih družb v letu 2015 znaša 59 %.

Iz pregleda analiziranih bilanc je opaziti tudi, da so družbe med finančno krizo začele zadrževati denar za zagotovitev stabilnega likvidnostnega poslovanja. Če so v obdobju 2007–2008 družbe imele v povprečju 0,5 % denarja v celotnih sredstvih, se je v obdobju 2012–2013 ta vrednost povečala na 1,9 %. Največ denarja so imele družbe v letu 2013, in sicer 218 mio EUR, kar predstavlja več kot 5-kratno povečanje glede na leto 2007 (Tabela 6).

Struktura sredstev družb se je med leti finančne krize precej spremenila. Družbe so povečale vrednost osnovnih sredstev iz 3,4 mrd EUR leta 2007 na 3,7 mrd EUR konec leta 2015 (povečanje se nanaša predvsem na povečanje postavke dobro ime družbe Petrol, d.d., v letu 2013 v višini 90 mio EUR in povečanje postavke neopredmetena sredstva v izgradnji družbe Telekom Slovenije, d.d., v letu 2014 v višini 80 mio EUR). Investicijska aktivnost analiziranih družb sicer v posameznih letih rahlo presega strošek amortizacije.

Medtem ko se je vrednost osnovnih sredstev povečala, pa se je zmanjšala predvsem vrednost finančnih sredstev. Vrednost finančnih sredstev družb se je sicer povečevala do leta 2009, ko je znašala 2,5 mrd EUR, v letu 2015 pa se je glede na leto 2007 zmanjšala za 11 %. Delež finančnih sredstev sicer v celotnih sredstvih predstavlja visok delež, saj so analizirane družbe po večini matične družbe skupine družb. Družbe so skladno s povečanim obsegom poslovanja povečevale vrednost zalog in poslovnih terjatev, ki pa so glede na vrednost v celotnih sredstvih ostale na primerljivem nivoju med letoma 2007 in 2015 (Tabela 7).

Struktura kapitala in obveznosti se med letoma 2007 in 2015 ni pomembneje spremenila. V letu 2011, ko je bilo v Sloveniji zaznati stagnacijo in prvo izboljšanje po krizi v letih 2009–2010, je delež celotnega kapitala znašal samo 48 % celotnih sredstev, a se je razmerje do leta 2015 približalo razmerju iz leta 2007. Stanje vseh finančnih obveznosti je konec leta 2015 znašalo 2,5 mrd EUR in je v strukturi sredstev ohranilo vrednost iz leta 2007 (28 %). Če so družbe v letu 2015 glede na leto 2007 povečale odstotek zalog in poslovnih terjatev v celotnih sredstvih, je zanimivo, da so na drugi strani zmanjšale poslovne obveznosti - iz 16 % v letu 2007 na 14 % v letu 2015.

Struktura izkaza finančnega položaja po posameznih postavkah za leti 2007 in 2015 je podrobneje prikazana v Tabeli 7.

*Tabela 7: Struktura aktive in pasive izkaza finančnega položaja analiziranih družb v letu 2007 in 2015 (v %)*

Struktura aktive izkaza finančnega položaja			Struktura pasive izkaza finančnega položaja		
Leto	2007	2015	Leto	2007	2015
Osnovna sredstva	42	44	Kapital	52	53
Finančna sredstva	35	28	Finančne obveznosti	28	28
Zaloge	7	7	Poslovne obveznosti	16	14
Poslovne terjatve	14	16	Ostalo	4	5
Ostalo	2	5			

*Vir podatkov: Priloga 2, lastni izračuni.*

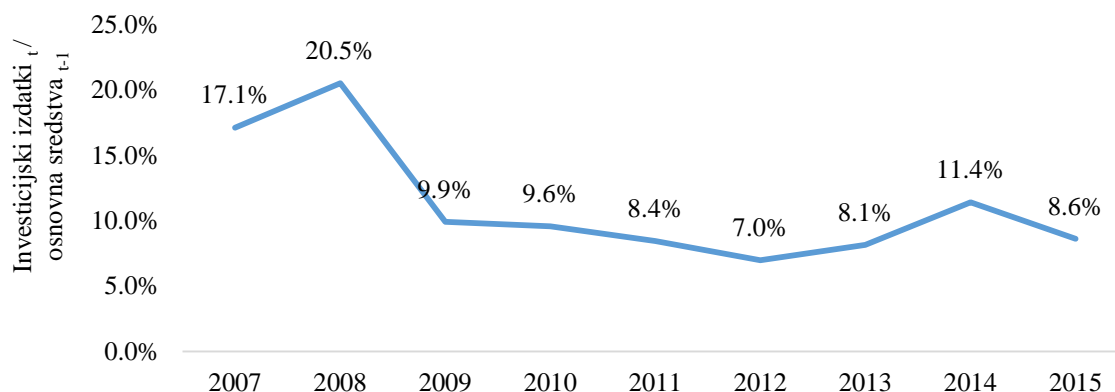
## 6.1 Investicije

V Sloveniji so se investicijski izdatki nefinančnih družb začeli zmanjševati po letu 2008 in dosegli dno v letu 2011 (Statistični urad Republike Slovenije, 2016).

Analiza podatkov 25 družb, kotirajočih na Ljubljanski borzi med leti 2007–2015, je pokazala, da so se kumulativno gledano investicijski izdatki v opredmetena in neopredmetena osnovna sredstva v letu 2008 povečali glede na leto 2007 in so znašali 689,5 mio EUR, kar predstavlja 29 % povečanje glede na predhodno leto. Po letu 2008 je sledil padec v investicijski aktivnosti. Dno so investicijski izdatki dosegli v letu 2012, ko so znašali 287,0 mio EUR. Po letu 2012 se je vrednost investicijskih izdatkov začela povečevati in v letu 2015 dosegla vrednost 345,2 mio EUR, kar še vedno predstavlja 50 % manjše investicijske izdatke glede na leto 2008 in 35 % manjše investicijske izdatke glede na leto 2007. To pomeni, da investicijski izdatki družb v letu 2015 še vedno niso dosegli stopnje investiranja pred začetkom krize.

Za boljšo predstavo je smiselno primerjati gibanje investicijske aktivnosti družb med leti kot razmerje med celotnimi investicijskimi izdatki v letu  $t$  in celotno vrednostjo osnovnih sredstev v letu  $t-1$ , kar je skladno z opredelitvijo spremenljivke investicijskih izdatkov v nadaljevanju magistrske naloge pri izvedbi regresijske analize. Če je vrednost vseh investicijskih izdatkov analiziranih družb v celotnih osnovnih sredstvih leta 2007 znašala 17,1 %, se je leta 2008 odstotek povišal na 20,5 %, nato pa se začel zmanjševati in v letu 2012 dosegel najnižji delež, ko je znašal 7,0 %. Po letu 2012 je opaziti obrnjen, pozitiven trend. Leta 2015 je odstotek investicijskih izdatkov v celotnih sredstvih znašal 8,6 %, kar je za 8,5 odstotne točke manj kot leta 2007. Gibanje investicijskih izdatkov v obdobju 2007–2015 je predstavljeno v Sliki 4.

Slika 4: Investicijski izdatki analiziranih družb v obdobju 2007–2015 (v %)



Vir podatkov: Priloga 2, lastni izračuni.

Glede na to, da so si analizirane družbe med seboj različne, Tabela 8 prikazuje pregled zmanjšanja investicijske aktivnosti v času krize celotnega vzorca in posameznih podskupin, oblikovanih na podlagi kriterijev zadolženosti in finančne odvisnosti pod poglavjem 5.3.2.

Tabela 8: Investicijska aktivnost analiziranih družb v obdobju 2007–2015 po posameznih podskupinah glede na zadolženost in bančno odvisnost

Investicije $t_t$ / osnovna sredstva $t_{t-1}$	Celotni vzorec	Majhne in nezadolž. družbe	Visoko bančno odvisne družbe	Srednje zadolžene in bančno odvisne družbe	Zadolžene, vendar bančno neodvisne družbe
<b>1 Povpr. 2007–2008 (v %)</b>	18,8	8,7	12,4	22,4	18,8
<b>2 Povpr. 2009–2011 (v %)</b>	9,3	6,7	5,8	6,6	14,6
<b>3 Povpr. 2012–2013 (v %)</b>	7,6	4,9	5,7	5,4	10,8
<b>4 Povpr. 2014–2015 (v %)</b>	10,0	7,9	5,7	7,0	15,7
<b>Razlika (2-1)</b> v odstotnih točkah	-9,5	-2,0	-6,6	-15,8	-4,2
<b>t-test</b> (2-stranska st. zn.)	1,853 0,076**	0,771 0,497	1,648 0,160	2,149 0,069**	-0,511 0,627
<b>Razlika (4-1)</b> v odstotnih točkah	-8,8	-0,8	-6,7	-15,5	-3,1
<b>t-test</b> (2-stranska st. zn.)	3,125 0,005*	-0,788 0,488	2,328 0,067**	1,994 0,086**	4,123 0,006*

**Legenda:**

\* Statistično značilno pri 5 %.

\*\* Statistično značilno pri 10 %.

Vir podatkov: Priloga 2, lastni izračuni.

Tudi razdelitev družb glede na osnovno dejavnost poslovanja (opis delitve v poglavju 5.3.3) prikazuje podobne rezultate znižanja investicijske aktivnosti. Investicijska aktivnost posameznih podskupin glede na osnovno dejavnost poslovanja je po obdobjih prikazana v Tabeli 9.

*Tabela 9: Investicijska aktivnost analiziranih družb v obdobju 2007–2015 po podskupinah glede na osnovno dejavnost poslovanja*

Investicije $t$ / osnovna sredstva $t-1$	Celotni vzorec	Proizvodna dejavnost	Turistična dejavnost	Trgovinska dejavnost	Telekom., logistika, energetika
<b>1 Povpr. 2007–2008 (v %)</b>	18,8	19,7	5,6	16,0	21,4
<b>2 Povpr. 2009–2011 (v %)</b>	9,3	11,6	6,4	5,0	11,0
<b>3 Povpr. 2012–2013 (v %)</b>	7,6	14,7	1,4	2,6	7,0
<b>4 Povpr. 2014–2015 (v %)</b>	10,0	16,5	1,0	3,0	10,5
<b>Razlika (2-1)</b> v odstotnih točkah	-9,5	-8,1	0,8	-11,0	-10,4
<b>t-test</b> (2-stranska st. zn.)	1,853 0,076**	2,101 0,060**	-0,163 0,886	-0,391 0,716	1,934 0,125
<b>Razlika (4-1)</b> v odstotnih točkah	-8,8	-3,3	-4,6	-13,0	-10,9
<b>t-test</b> (2-stranska st. zn.)	3,125 0,005*	1,826 0,095**	1,635 0,244	3,280 0,031*	1,529 0,201

**Legenda:** \* Statistično značilno pri 5 %.

\*\* Statistično značilno pri 10 %.

*Vir podatkov: Priloga 2, lastni izračuni.*

Na podlagi Tabele 9, lahko ugotovim, da se je vsem podskupinam družb v času finančne krize zmanjšala investicijska aktivnost. Še najbolj so se investicije znižale v skupini družb, katerih osnovna dejavnost predstavlja trgovinsko dejavnost ter dejavnost telekomunikacij, logistike in energetike. Tudi proizvodne družbe so stopnjo investicijske aktivnosti zmanjšale praktično takoj ob začetku krize v Sloveniji ( $t = 2,101$ ,  $p < 0,100$ ). V zadnjih dveh analiziranih letih pa je že vidno izboljšanje investicijske aktivnosti. Izboljšani trend je opaziti v vseh podskupinah, razen v turistični dejavnosti, kjer se investicijska aktivnost iz obdobja v obdobje zmanjšuje. Nobena podskupina v obdobju 2014–2015 sicer še ni dosegla investicijske aktivnosti pred začetkom krize, kar je za podskupino proizvodna dejavnost ( $t = 1,826$ ,  $p < 0,100$ ) in podskupino trgovinska dejavnost ( $t = 3,280$ ,  $p < 0,050$ ) statistično značilno pri 5 %.

### 6.1.1 Vpliv stopnje investiranja na rast

Zastavljeno raziskovalno vprašanje (R2) je, ali gospodarske družbe, ki so v času krize ohranile stopnjo investiranja pred krizo, sedaj dosegajo višjo rast. Ključni spremenljivki za odgovor na zastavljeno vprašanje sta investicijska stopnja in rast gospodarske družbe. Rast družbe sem opredelila na podlagi kazalca rasti prihodkov in kazalca rasti dodane vrednosti na zaposlenega, pri čemer sem rast prihodkov opredelila kot razmerje med prihodki v letu  $t$  in prihodki v letu  $t-1$ , ter rezultat primerjala s povprečno rastjo v prihodkih v letih 2007 in 2008. Rast dodane vrednosti na zaposlenega pa sem izračunala kot dodano vrednost na zaposlenega v letu  $t$ , glede na povprečje dodane vrednosti na zaposlenega v letih 2007 in 2008. Stopnjo investiranja za posamezno leto sem opredelila kot delež investicij v letu  $t$  v osnovnih sredstvih v letu  $t-1$  in rezultat primerjala s povprečno vrednostjo investicij v osnovnih sredstvih v letih 2007 in 2008.

Na ravni celotnega vzorca je analiza pokazala, da so se investicijskih izdatki, merjeni v celotnih osnovnih sredstvih med letoma 2009–2012, zniževali. Kljub temu je med letoma 2009–2012 32 % analiziranih družb ohranilo stopnjo investicijske aktivnosti glede na obdobje pred začetkom krize, torej v letih 2007–2008. Da je družba ohranila svojo investicijsko politiko v času krize (v obdobju 2009–2012) je morala preseči postavljeni pogoj:

- investicijska stopnja v času krize mora presegati 90 % stopnje investicijskih izdatkov pred začetkom krize.

Investicijsko aktivnost je v času krize zadržalo 8 družb: Delo prodaja, d.d., Mlinotest, d.d., Petrol, d.d., Salus, d.d., Tekstina, d.d., Terme Čatež, d.d., Gea, d.d. in Union Hoteli, d.d.

Od skupno 8 družb (32 % celotnega vzorca), ki so v času krize ohranile stopnjo investiranja, so vse družbe, razen družbe Union Hoteli, d.d. v naslednjih letih ohranile ali izboljšale svoje poslovanje pri vsaj enem od dveh kriterijev rasti. Vendar pa je potrebno upoštevati, da je izmed vseh družb izboljšanje bodisi rasti prihodkov bodisi rasti dodane vrednosti na zaposlenega v letih 2014–2015 glede na čas pred krizo doseglo 21 družb ali 84 % vseh, kar pomeni, da tudi družbe, ki v času krize niso ohranile stopnje investiranja, v zadnjem obdobju, ko se so makroekonomske razmere v Sloveniji izboljšale, dosegajo rast in izboljšanje poslovanja.

Na podlagi analiziranih podatkov velja, da višja stopnja investicijskih izdatkov ni edini dejavnik, ki prinaša pozitivne rezultate v prihodnosti in ne vpliva neposredno na rast družbe, saj nanjo lahko vpliva več različnih dejavnikov, npr. posebnosti v dejavnosti poslovanja družbe, razmere na trgu dela in kapitalskih trgih, vplivi pri spremembah zakonodaje, vpliv oblasti, menedžerski interesi in interesi kapitala, mednarodni vplivi itd.

## 6.2 Zadolženost

Po javno dostopnih podatkih AJPES-a so celotne obveznosti, vključno z rezervacijami in pasivnimi časovnimi razmejitvami, nefinančnih družb v Sloveniji v letu 2015 znašale 48.954 mio EUR, kar predstavlja 127 % BDP Slovenije (AJPES - Agencija Republike Slovenije za Javnopravne Evidence in Storitve, 2016). Za primerjavo, 25 družb, vključenih v analizo, ki na celotnem vzorcu raziskave AJPES predstavljajo 0,04 % vseh družb, je v letu 2015 imelo 4.132 mio EUR celotnih obveznosti, kar predstavlja 8 % celotnih obveznosti vseh gospodarskih družb in zadrug v Sloveniji.

Prav tako po podatkih AJPES-a so kratkoročne in dolgoročne finančne obveznosti do bank nefinančnih družb v Sloveniji v letu 2015 znašale 28.098 mio EUR, kar predstavlja 73 % BDP (AJPES - Agencija Republike Slovenije za Javnopravne Evidence in Storitve, 2016). Finančne obveznosti do bank družb, vključenih v analizo, pa so konec leta 2015 znašale 1.150 mio EUR, kar predstavlja 4 % vseh finančnih obveznosti do bank v Sloveniji.

Celotne obveznosti analiziranih družb vključujejo finančne obveznosti do družb v skupini, finančne obveznosti do bank, druge finančne obveznosti, obveznosti za odmerjeni davek, poslovne obveznosti, rezervacije in pasivne časovne razmejitve. V strukturi največji delež predstavljajo finančne obveznosti do bank (v letu 2007 51 %, v letu 2015 28 %) in poslovne obveznosti (v letu 2007 34 %, v letu 2015 30 %).

Celotna vrednost obveznosti analiziranih družb, vključno z rezervacijami in pasivnimi časovnimi razmejitvami, je v letu 2007 znašala 3.783 mio EUR, od česar so 51 % celotnega dolga predstavljale finančne obveznosti do bank. Do leta 2011 so celotne obveznosti naraščale, po letu 2011 pa so se začele zmanjševati predvsem zaradi zmanjševanja finančnih obveznosti do bank. V obdobju 2011–2015 so se celotne obveznosti zmanjšale za 735 mio EUR, pri čemer so se finančne obveznosti do bank zmanjšale za 1.167 mio EUR, a je opaziti spremenjen trend financiranja gospodarskih družb. Družbe so začele iskati alternativne vire financiranja, saj sta sanacija bančnega sistema in posojilni krč povzročila zaostrene razmere na trgu financiranja.

Finančne obveznosti do družb znotraj skupine pri analiziranih družbah nimajo večjega deleža in so v povprečju med leti 2007–2015 znašale 2 % celotnih obveznosti, pri čemer velja, da je v zadnjih dveh letih, 2014 in 2015, zaznati povišanje vrednosti financiranja s strani družb v skupini. Če so leta 2013 finančne obveznosti do družb znotraj skupine znašale 51 mio EUR, so se le-te do konca leta 2015 povečale za 411 % in so v letu 2015 znašale 276 mio EUR. Primer družbe, ki je povečala svoje obveznosti do družb v skupini, je družba Pivovarna Laško Union, d.o.o., ki je ob prevzemu s strani družbe Heineken s kreditom, ki ga je prejela od novega lastnika, popolnoma poplačala obveznosti do bank.



Če so v obdobju pred začetkom gospodarske krize finančne obveznosti do bank predstavljale 51 % celotnih obveznosti, so v letu 2015 predstavljale le še 28 % celotnih obveznosti. Finančne obveznosti do bank so se sicer povečevale do leta 2010, ko so znašale 2.505 mio EUR, nato pa so se iz leta v leto zmanjševale. Po letu 2010 so do leta 2015 analizirane družbe zmanjšale obveznosti do bank za 1.355 mio EUR, pri čemer je zmanjšanje opaziti predvsem v letih 2013 in 2014. Konec analiziranega obdobja so znašale finančne obveznosti do bank 1.150 mio EUR, kar je 41 % manj kot leta 2007.

Gibanje posamezne postavke celotnih obveznosti v analiziranem obdobju je prikazano v Tabeli 10.

*Tabela 10: Sestava celotnih obveznosti analiziranih družb v obdobju 2007–2015*

	Finančne obveznosti do družb v skupini		Finančne obveznosti do bank		Druge finančne obveznosti		Obveznosti za davek		Poslovne obveznosti		Rezervacije in pasivne časovne razmejitev		Skupaj celotne obveznosti	
	v mio EUR	ind. na t-1	v mio EUR	ind. na t-1	v mio EUR	ind. na t-1	v mio EUR	ind. na t-1	v mio EUR	ind. na t-1	v mio EUR	ind. na t-1	v mio EUR	ind. na t-1
<b>2007</b>	67	-	1.937	-	179	-	51	-	1.274	-	276	-	<b>3.783</b>	-
<b>2008</b>	68	103	2.537	131	372	207	73	145	1.312	103	311	113	<b>4.673</b>	<b>124</b>
<b>2009</b>	143	209	2.503	99	527	142	89	121	1.196	91	267	86	<b>4.725</b>	<b>101</b>
<b>2010</b>	43	30	2.505	100	590	112	99	112	1.252	105	297	111	<b>4.786</b>	<b>101</b>
<b>2011</b>	106	249	2.317	92	515	87	87	88	1.242	99	600	202	<b>4.867</b>	<b>102</b>
<b>2012</b>	46	43	2.122	92	773	150	71	81	1.379	111	333	55	<b>4.723</b>	<b>97</b>
<b>2013</b>	51	112	1.732	82	1.026	133	51	72	1.420	103	339	102	<b>4.618</b>	<b>98</b>
<b>2014</b>	135	264	1.276	74	1.163	113	40	80	1.294	91	429	126	<b>4.338</b>	<b>94</b>
<b>2015</b>	276	204	1.150	90	1.054	91	38	94	1.228	95	385	90	<b>4.132</b>	<b>95</b>

*Vir podatkov: Priloga 2, lastni izračuni.*

V opazovanem analiziranem obdobju 2007–2015 je še največjo rast dosegla postavka druge finančne obveznosti, ki ne vključuje financiranja s strani bank ali financiranja od družb znotraj skupine. To nakazuje, da so družbe začele iskati alternativne oblike financiranja, npr. v obliki izdaj komercialnih zapisov ali obveznic. Druge finančne obveznosti so leta 2007 predstavljale 5 % celotnih obveznosti, leta 2011 11 % celotnih obveznosti in leta 2015 26 % celotnih obveznosti. Spremembo v povečanju drugih finančnih obveznosti v letu 2015 glede na leto 2007 je opaziti predvsem pri naslednjih družbah: Gorenje, d.d., povečanje za 61 mio EUR, Petrol, d.d., povečanje za 380 mio EUR in Telekom Slovenije, d.d., povečanje za 300 mio EUR (pri vseh omenjenih družbah se druge finančne obveznosti nanašajo na obveznice). Pod druge oblike financiranja spadajo tudi izdaje komercialnih zapisov (npr. družba Poslovni sistem Mercator, d.d. je v letu 2015 izdala za 20 mio EUR komercialnih zapisov).

Pri regresijski analizi v nadaljevanju magistrske naloge so celotne obveznosti prikazane kot delež v celotnih sredstvih predvsem zaradi primerljivosti podatkov med leti. Absolutno gledano so se sicer celotne obveznosti analiziranih družb iz leta 2007 na leto 2015 povečale, vendar se je delež celotnih obveznosti v strukturi sredstev znižal. V letu 2007 so celotne obveznosti predstavljale 55,6 % sredstev predhodnega leta, po letu 2008 se je delež začel zmanjševati in je v letu 2015 dosegel vrednost 46,5% v celotnih obveznostih. Gibanje celotnih obveznosti v sredstvih je prikazano v Tabeli 11.

*Tabela 11: Gibanje celotnih obveznosti v sredstvih v obdobju 2007–2015 (v %)*

Leto	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Celotne obveznosti $t$ / sredstva $t-1$	55,6	58,8	52,6	52,7	53,7	50,3	49,6	47,4	46,5

*Vir podatkov: Priloga 2, lastni izračuni.*

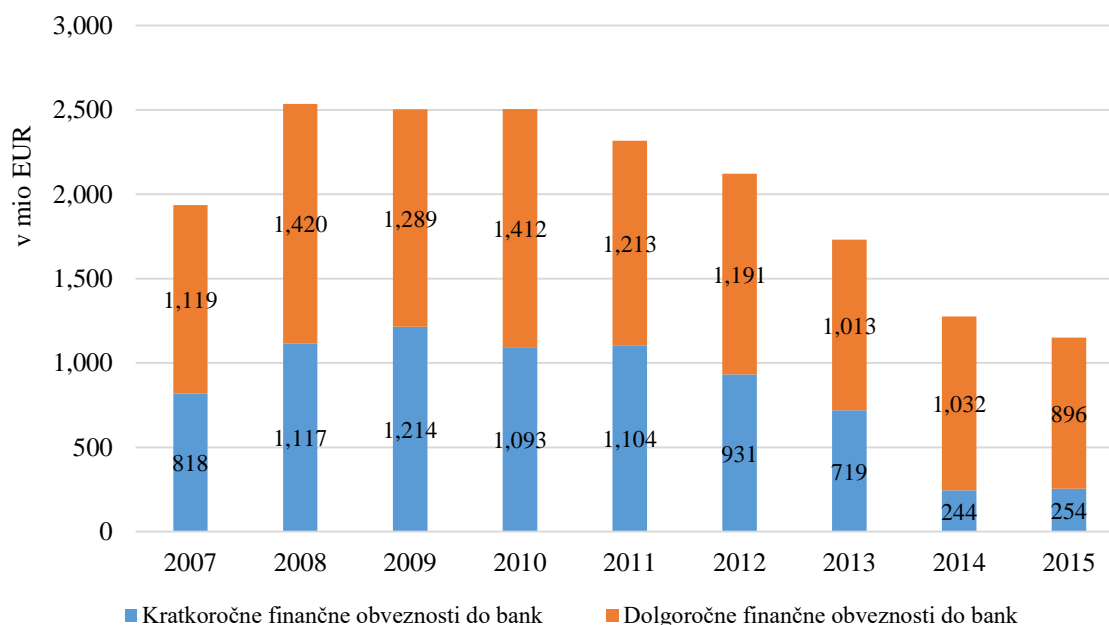
Celotne kratkoročne obveznosti analiziranih družb, z izjemo leta 2014, skozi celotno analizirano obdobje 2007–2015 presegajo dolgoročne obveznosti, v povprečju za 30 %, predvsem ker so poslovne obveznosti pretežno kratkoročnega tipa.

### **6.2.1 Finančne obveznosti do bank**

Od leta 2007 do leta 2015 so analizirane družbe znižale finančne obveznosti do bank iz 1.937 mio EUR na 1.150 mio EUR. Največjo spremembo so dosegle družbe v podskupini bančno zelo odvisnih družb, saj so nekatere izmed njih, npr. Cinkarna Celje, d.d., do leta 2015 popolnoma poplačale finančne obveznosti do bank.

Kratkoročne finančne obveznosti do bank so bile v letu 2007 za 27 % nižje kot dolgoročne finančne obveznosti, vendar se je do leta 2011 povečeval delež kratkoročnih obveznosti. Leta 2011 so kratkoročne finančne obveznosti analiziranih družb do bank znašale 1.105 mio EUR, dolgoročne pa 1.212 mio EUR. V letu 2014 se je finančna struktura precej izboljšala, saj so kratkoročne finančne obveznosti predstavljale le še 19 % celotnega financiranja do bank (leta 2011 je ta delež znašal 48 %). Padec je predvsem posledica gibanj v skupini velikih družb, predvsem družbe Poslovni sistem Mercator, d.d., ki se je v letu 2014 prestrukturirala in kratkoročne obveznosti do bank pretvorila v dolgoročne obveznosti do bank. Delež vseh finančnih obveznosti družbe Poslovni sistem Mercator, d.d., je v letu 2014 v vseh finančnih obveznostih analiziranih družb namreč znašal 36 %, zato je sprememba močno vpliva na celotni analizirani vzorec. Gibanje dolgoročnih in kratkoročnih obveznosti do bank je prikazano v Sliki 5.

Slika 5: Dolgoročne in kratkoročne obveznosti analiziranih družb do bank v obdobju 2007–2015 (v mio EUR)



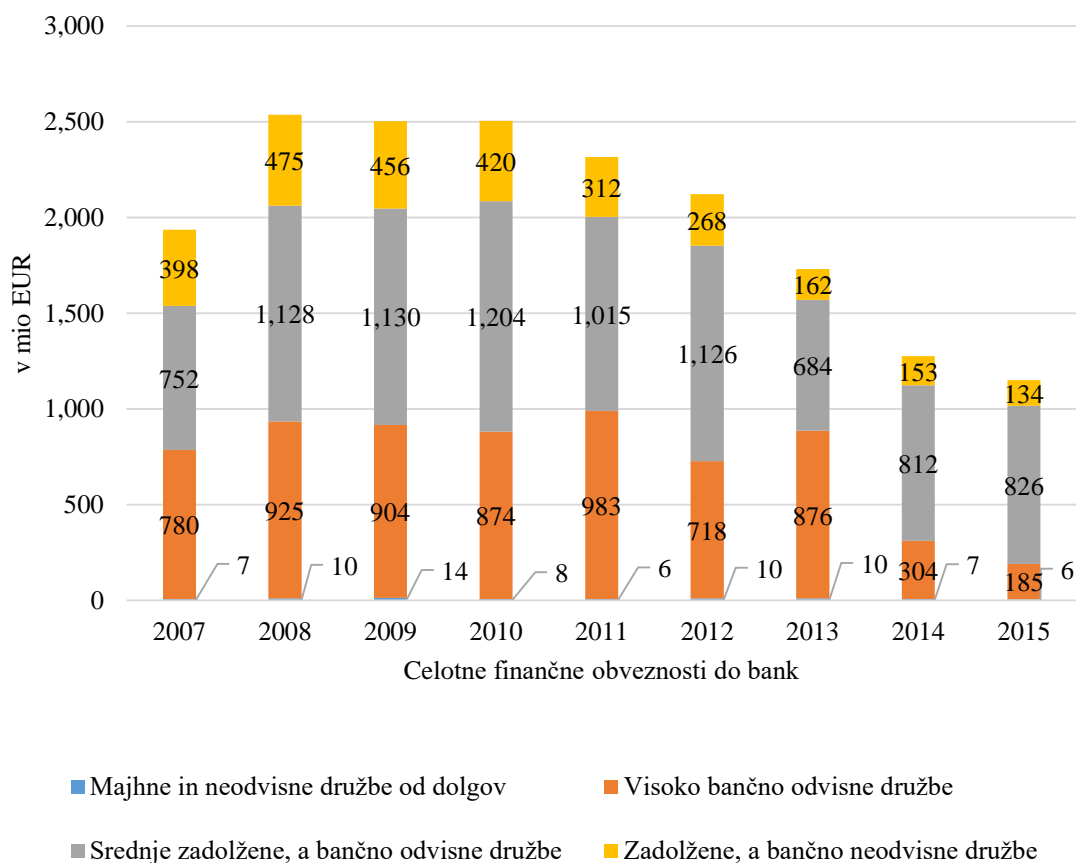
Vir podatkov: Priloga 2, lastni izračuni.

Glede na delitev družb po zadolženosti in bančni odvisnosti (razdelitev je predstavljena v poglavju 5.3.2) je stanje v letu 2015 glede na leto 2007 naslednje:

- v skupini majhnih in nezadolženih družb od zunanjega financiranja so se bančne obveznosti zmanjšale za 15 %, pri čemer je povprečna finančna obveznost do bank na družbo v skupini v letu 2007 znašala 1,7 mio EUR, v letu 2015 pa 1,5 mio EUR;
- v skupini zadolženih, vendar neodvisnih družb s stani bančnega financiranja, so se finančne obveznosti iz 398 mio EUR zmanjšale na 134 mio EUR, kar predstavlja zmanjšanje za 66 %;
- v skupini bančno zelo odvisnih družb so družbe v času finančne krize znatno zmanjšale obveznosti do bank, za 594 mio EUR, kar predstavlja zmanjšanje za 76 %; nekatere družbe, kot so Cinkarna Celje, d.d., so v celoti poplačale svoje finančne obveznosti, družba Pivovarna Laško Union, d.o.o., je ob prevzemu s strani družbe Heineken poplačala obveznosti do bank s kreditom, ki ga je prejela od novega lastnika, družba Petrol, d.d., je svoje obveznosti do bank zmanjšala za 271 mio EUR na račun alternativnih virov financiranja;
- v skupini srednje zadolženih družb, ki so odvisne od finančnega financiranja, so se absolutne finančne obveznosti do bank v letu 2015 glede na leto 2007 sicer povečale za 10 %, vendar so družbe zmanjšale celotne obveznosti v obdobju 2009–2015 za 304 mio EUR.

Slika 6 predstavlja gibanje finančnih obveznosti po posameznih podskupinah. V letu 2008 so se vse 4 skupine družb, glede na leto 2007, dodatno zadolžile. Kot že omenjeno, so največje spremembe beležile skupine, ki so odvisnejše od bančnega financiranja.

Slika 6: Finančne obveznosti do bank po podskupinah glede na zadolženosti in bančno odvisnost v obdobju 2007–2015 (v mio EUR)



Vir podatkov: Priloga 2, lastni izračuni.

## 6.2.2 Finančna stabilnost družb

V zadnjih letih so je kot ključni problem slovenskega gospodarstva izpostavljal problem prevelike zadolženosti. Kazalnik finančnega vzvoda, ki prikaže strukturo financiranja, je v letu 2007 znašal 0,91 in se je v času finančne krize zmanjšal na 0,90.

Kazalnik za ugotavljanje prevelike zadolženosti družb je tudi kazalnik neto dolg/ EBITDA, ki se je v letu 2015 glede na leto 2007 na celotnem analiziranem vzorcu znižal iz 2,6 na 2,1, kar pomeni zmanjšanje za 17,5 % (Tabela 12). Vrednost spremembe kaže, da lahko družbe poravnajo svoje finančne obveznosti z denarnimi sredstvi, ki jim ostanejo po plačilu stroškov materiala, storitev in dela, v krajšem časovnem okviru, kot so bile to sposobne leta 2007.

Sicer velja, da če vrednost kazalnika preseže 4 ali 5, obstaja velika verjetnost, da bodo družbe v prihodnje s težavo poravnale svoje finančne obveznosti, ter hkrati ne bodo zmožne pridobivati novih finančnih virov, ki so nujni za rast in razvoj podjetja. Neto dolg sem v izračunu opredelila kot seštevek dolgoročnih in kratkoročnih finančnih obveznosti zmanjšanih za dolgoročna in kratkoročna dana posojila ter denar.

Nad vrednostjo 4 kazalnika neto dolg/ EBITDA je skupina visoko bančno odvisnih družb, ki je v obdobju analiziranja sicer izboljšala vrednost kazalnika. Blizu kritične vrednosti je sicer tudi skupina srednje zadolženih in bančno odvisnih družb. Ob upoštevanju maksimalne dopustne meje kriterija so bile leta 2015 prezadolžene naslednje družbe: Delo prodaja, d.d., Intereuropa, d.d., Gorenje, d.d., Pivovarna Laško Union, d.o.o., Poslovni sistem Mercator, d.d., in Terme Čatež, d.d. Vendar če družba uspešno posluje, potem tudi višji obseg dolga ne predstavlja tveganja za družbo. Višja zadolženost družb nastane problematična, ko upade uspešnost poslovanja in je potrebno prestrukturiranje družbe, zaradi nizke stopnje donosnosti, potrebnega odplačevanja bančnih posojil ali prenizkih prilivov. Za primerjavo, vrednost kazalca nefinančnih družb je v Evropi v letu 2014 znašala 1,82 (Pwc, 2015).

*Tabela 12: Neto dolg/ EBITDA v letu 2007 in 2015*

Neto dolg * / EBITDA	Leto	
	2007	2015
<b>Celotni vzorec</b>	2,6	2,1
<b>Posamezne podskupine **:</b>		
Majhne in nezadolžene družbe	-0,2	-0,1
Visoko bančno odvisne družbe	6,0	4,8
Srednje zadolžene in bančno odvisne družbe	3,8	3,8
Zadolžene, vendar bančno neodvisne družbe	0,5	0,5

**Legenda:**

\* Neto dolg je izračunan kot dolgoročne finančne obveznosti + kratkoročne finančne obveznosti – dolgoročna dana posojila – kratkoročna dana posojila – denar in denarni ustrezniki.

\*\* Družbi Tekstina, d.d., in Gea, d.d., sta v letu 2007 izločeni zaradi negativne vrednosti EBITDA.

*Vir podatkov: Priloga 2, lastni izračuni.*

### **6.3 Vpliv zadolženosti na investicijske odločitve analiziranih družb**

Po letu 2008 je sledil padec investicijske aktivnosti, medtem ko se je vrednost celotnih obveznosti povečevala do leta 2011. Najnižjo vrednost so investicijski izdatki dosegli v letu 2012, ko so znašali 287 mio EUR. Po letu 2012 se je vrednost investicijskih izdatkov začela povečevati in v letu 2015 dosegla vrednost 345 mio EUR, kar pa sicer še vedno predstavlja

50 % zmanjšanje glede na leto 2008. Celotne obveznosti so se začele zmanjševati po letu 2011, predvsem zaradi odplačevanja in zmanjševanja finančnih obveznosti do bank.

Če primerjam posamezna obdobja, se je v obdobju 2009–2011, ki vključuje prvo leto krize in krajše obdobje navideznega okrevanja slovenskega gospodarstva, investicijska aktivnost družb drastično znižala (za 366 mio EUR glede na leto 2008), medtem ko so se finančne obveznosti že začele zmanjševati. V naslednjem, tretjem obdobju 2012–2013, ki predstavlja obdobje ponovnega poslabšanja makroekonomskih razmer v Sloveniji, pa je opaziti nadaljnje razdolževanje analiziranih družb in visoko poplačilo finančnih obveznosti (zmanjšanje finančnih obveznosti za 585 mio EUR glede na leto 2011). Investicijski izdatki so v absolutni vrednosti v tem obdobju ostali na primerljivi ravni predhodnega leta. Četrto obdobje 2014–2015, ki predstavlja obdobje gospodarske rasti in izboljšanja gospodarskih razmer, kaže nadaljevalni trend zmanjševanja finančnih obveznosti ob že povečanih investicijskih izdatkih. Spremembe v investicijskih izdatkih, celotnih obveznostih in finančnih obveznostih po posameznih obdobjih so podrobneje prikazane v Tabeli 13.

*Tabela 13: Spremembe v investicijskih izdatkih, celotnih in finančnih obveznostih po obdobjih (v mio EUR)*

<b>Δ v mio EUR glede na zadnje leto predhodnega obdobja</b>	<b>Δ investicij</b>	<b>Δ celotnih obveznosti</b>	<b>Δ finančnih obveznosti *</b>
<b>2007–2008</b>	-	-	-
<b>2009–2011</b>	-366	194	-220
<b>2012–2013</b>	6	-254	-585
<b>2014–2015</b>	15	-481	-581

**Legenda:** \* Finančne obveznosti predstavljajo obveznosti do bank, družb v skupini in druge finančne obveznosti.

*Vir podatkov: Priloga 2, lastni izračuni.*

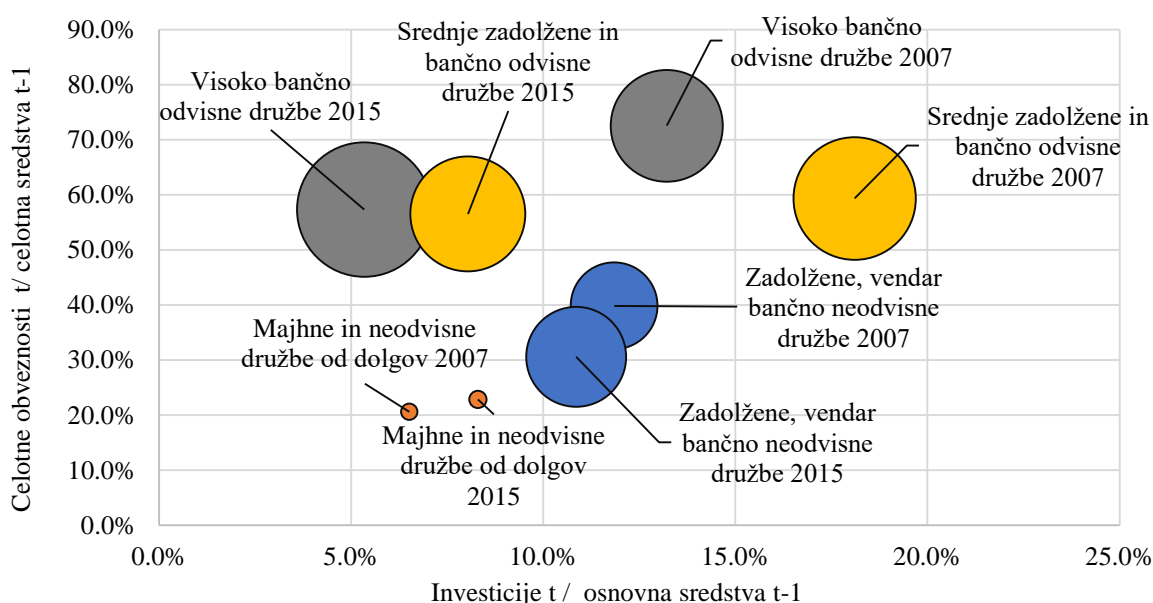
Spremembe v zadolženosti in v investicijskih izdatkih po posameznih podskupinah (razdelitev opredeljena pod poglavjem 5.3.2) so bile v obdobju 2007–2015 različne.

Kot je razvidno iz Slike 7 sta največjo spremembo dosegli skupini visoko bančno odvisnih družb in srednje zadolženih in bančno odvisnih družb, ki so svoje bilance razdolžile iz naslova dolžniškega financiranja, pri čemer je zmanjšanje dolgov vplivalo na nižje investicijske izdatke. V letu 2007 so celotne obveznosti v celotnih sredstvih skupine visoko bančno odvisnih družb znašale 72,6 %, v letu 2015 pa le še 57,3 %, medtem ko so se investicije v celotnih osnovnih sredstvih zmanjšale iz 13,2 % na 5,3 %. Investicije v celotnih sredstvih so se prav tako precej znižale v skupini srednje zadolženih, a bančno odvisnih družbah, iz 18,1 % v letu 2007 na 8,0 % v letu 2005, medtem ko so se celotne obveznosti v sredstvih znižale iz 59,4 % na 56,5 %. Skupina zadolženih, a bančno neodvisnih družb je

prav tako razdolžila svoje bilance iz 39,9 % na 30,6 %, in zmanjšala investicijsko stopnjo za 0,9 odstotne točke. Skupina majhnih in neodvisnih družb je edina skupina, ki je povišala investicijske aktivnosti. Če primerjam leti 2007 in 2015, se je zadolženost skupine majhnih in neodvisnih družb minimalno spremenila.

Analizirane družbe so tako v času finančne krize poplačevale obveznosti in zmanjševale investicijske izdatke. Sprememba v investicijski aktivnosti in zadolženosti v letu 2015 glede na leto 2007 je za posamezno podskupino prikazana v Sliki 7.

Slika 7: Investicije, zadolženost in prihodki analiziranih družb v letih 2007 in 2015\*



**Legenda:** \* Velikost krogov predstavlja velikost posamezne podskupine v čistih prihodkih iz prodaje.

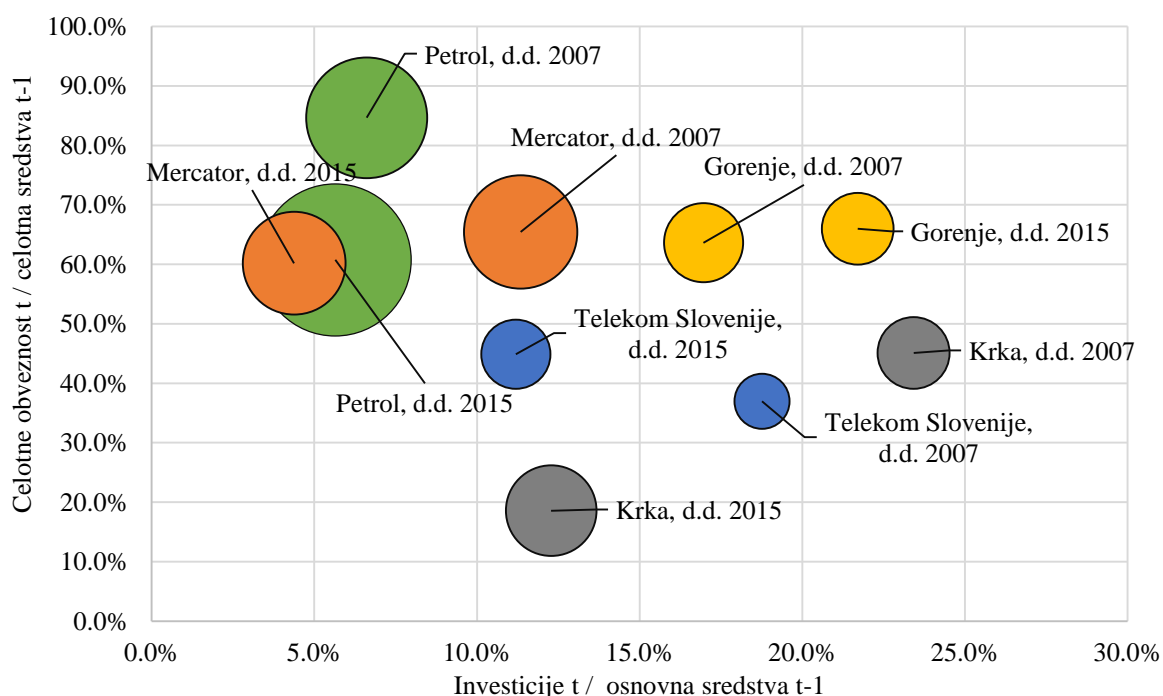
Vir podatkov: Priloga 2, lastni izračuni.

Teorija bančnega posojilnega šoka pravi, da bodo bančno odvisne družbe v času krize bolj zmanjšale investicijske izdatke od bančno manj odvisnih podjetij. Teorija šoka kreditne ponudbe pa predvideva, da bodo družbe, ki so bolj odvisne od kreditnega financiranja, bolj zmanjšale svoje izdatke kot manj odvisne družbe. Tako lahko torej pričakujemo manjši padec v investicijski aktivnosti za družbe, ki so manj odvisne od bančnega financiranja oziroma kreditiranja (Kahle & Stulz, 2012). Rezultati analiziranih družb kažejo, da vzorec potrjuje tako teorijo bančnega posojilnega šoka kot teorijo kreditne ponudbe.

Glede na to, da izmed petindvajsetih analiziranih družb 5 družb ustvari več kot 80 % prihodkov in imajo 80 % vseh sredstev analiziranih družb, Slika 8 prikazuje podrobnejši pregled največjih družb v vzorcu: Gorenje, d.d., Krka, d.d., Petrol, d.d., Poslovni sistem Mercator, d.d., in Telekom Slovenije, d.d.

Družbe Krka, d.d., Mercator, d.d., in Telekom Slovenije, d.d., so v letu 2015 glede na 2007 pomembno zmanjšale investicijsko aktivnost, pri čemer je Krka, d.d., zmanjšala svoje obveznosti v celotnih sredstvih za 26,5 odstotne točke, Poslovni sistem Mercator, d.d. za 5,3 % odstotne točke, družba Telekom Slovenije, d.d., pa je povečala svojo zadolženost za 7,9 odstotne točke. Družba Petrol, d.d., je ohranila stopnjo investiranja v letu 2015 glede na čas pred krizo in znižala delež celotnih obveznosti v celotnih sredstvih, medtem ko je družba Gorenje, d.d., ohranila delež obveznosti v celotnih sredstvih, a zmanjšala stopnjo investiranja. Največjo rast prihodkov je v času finančne krize beležila družba Petrol, d.d.

Slika 8: Investicije, zadolženost in prihodki analiziranih družb v letih 2007 in 2015 – velike družbe\*



**Legenda:** \* Velikost krogov predstavlja velikost posamezne družbe v čistih prihodkih iz prodaje vseh analiziranih družb.

Vir podatkov: Priloga 2, lastni izračuni.

## 6.4 Analiza korelacij

Analiza korelacijskih koeficientov pove, koliko so posamezne spremenljivke med seboj linearno povezane. Opis spremenljivk, vključenih v analizo, je podrobneje predstavljen v poglavju 5.5.

Spremenljivki investicije in celotne obveznosti sta v pozitivni povezavi ( $r = 0,131$ ,  $p = < 0,050$ ), prav tako sta v pozitivni povezavi spremenljivki investicije in denarni tok iz poslovanja ( $r = 0,208$ ,  $p = < 0,050$ ). V pozitivni povezavi sta tudi spremenljivki investicije



in prihodki ( $r = 0,218$ ,  $p = < 0,050$ ) ter investicije in Tobinov Q ( $r = 0,263$ ,  $p = < 0,050$ ). Statistično značilne korelacije, pri stopnji značilnosti 5 % med neodvisnimi spremenljivkami, so še naslednje korelacije: spremenljivki celotne obveznosti in finančne obveznosti sta pozitivno povezani ( $r = 0,857$ ,  $p = < 0,050$ ); spremenljivki celotni dolg in denarni tok iz poslovanja sta v negativni povezavi ( $r = -0,186$ ,  $p = < 0,050$ ); spremenljivki celotne obveznosti in Tobinov Q sta v pozitivni povezavi ( $r = 0,137$ ,  $p = < 0,050$ ), prav tako sta v pozitivni povezavi spremenljivki celotni dolg in prihodki ( $r = 0,129$ ,  $p = < 0,050$ ); spremenljivki finančne obveznosti in prihodki sta negativno povezani ( $r = -0,124$ ,  $p = < 0,050$ ); negativno povezani sta tudi spremenljivki finančne obveznosti in denarni tok iz poslovanja ( $r = -0,285$ ,  $p = < 0,050$ ).

Z izjemo močne korelacije med celotnimi in finančnimi obveznostmi, ki je bila pričakovana, so vse ostale korelacije nižje od 0,3.

Tabela 14: Analiza korelacij

		Celotne obv. $t$ / sred. $t-1$	Finančne obv. $t$ / sred. $t-1$	Investicije $t$ / osn. sred. $t-1$	Denarni tok $t$ / sred. $t-1$	Prihodki $t$ / osn. sred. $t-1$	Tobinov Q
<b>Celotne obv. <math>t</math> / sred. <math>t-1</math></b>	Pearson koef. St. zn.	1 0,000	0,857* 0,000	0,131* 0,025	-0,186* 0,003	0,129* 0,027	0,137* 0,020
<b>Finančne obv. <math>t</math> / sred. <math>t-1</math></b>	Pearson koef. St. zn.	0,857* 0,000	1 0,000	-0,025 0,355	-0,285* 0,000	-0,124* 0,032	0,089 0,093**
<b>Investicije <math>t</math> / osn. sred. <math>t-1</math></b>	Pearson koef. St. zn.	0,131* 0,025	-0,025 0,355	1 0,000	0,208* 0,001	0,218* 0,001	0,263* 0,000
<b>Denarni tok <math>t</math> / sred. <math>t-1</math></b>	Pearson koef. St. zn.	-0,186* 0,003	-0,285* 0,000	0,208* 0,001	1 0,000	-0,057 0,197	0,060 0,185
<b>Prihodki <math>t</math> / osn. sred. <math>t-1</math></b>	Pearson koef. St. zn.	0,129* 0,027	-0,124* 0,032	0,218* 0,001	-0,057 0,197	1 0,000	0,041 0,270
<b>Tobinov Q</b>	Pearson koef. St. zn.	0,137* 0,020	0,089 0,093**	0,263* 0,000	0,060 0,185	0,041 0,270	1

**Legenda:**

\* Statistično značilno pri stopnji 5 % (1 - stran.).

\*\* Statistično značilno pri stopnji 10 % (1 - stran.).

Vir podatkov: Priloga 2, lastni izračuni.

## 6.5 Regresijska analiza

Spremenljivke, vključene v regresijo (celotne obveznosti, finančne obveznosti, denarni tok iz poslovanja, Tobinov Q, prihodki), pojasnjujejo 18,2 % variiranja odvisne spremenljivke investicijski izdatki ( $R^2 = 0,182$ ). To pomeni, da ostali dejavniki, ki niso vključeni v analizo, pojasnjujejo 81,8 % variiranja odvisne spremenljivke.

Na podlagi analize velja, da na vzorcu 25 slovenskih gospodarskih družb, ki kotirajo na Ljubljanski borzi, med leti 2007–2015 celotne obveznosti statistično značilno pozitivno vpliva na investicije ( $\beta = 0,213$ ,  $p = < 0,050$ ), kar je v nasprotju s tujimi raziskavami (Lang et al., 1996; Aivazian et al., 2005; Tempel, 2011), kjer se je izkazalo, da zadolženost negativno vpliva na investicije. Je pa analiza pokazala, da višina finančnih obveznosti negativno vpliva na investicijske izdatke ( $\beta = - 0,176$ ,  $p = < 0,050$ ), medtem ko denarni tok iz poslovanja pozitivno vpliva na investicijske izdatke ( $\beta = 0,329$ ,  $p = < 0,050$ ), prav tako pozitivno vpliva kazalec Tobinov Q ( $\beta = 0,047$ ,  $p = < 0,050$ ) in spremenljivka rast prihodkov ( $\beta = 0,006$ ,  $p = < 0,050$ ). Omenjeni vplivi so skladni z že obstoječimi tujimi raziskavami (Lang et al., 1996; Aivazian et al., 2005; Tempel, 2011), predstavljenimi v poglavju 4.

Regresijski koeficienti v Tabeli 15 prikazujejo povezanost med neodvisnimi spremenljivkami in odvisno spremenljivko.

*Tabela 15: Regresijska analiza*

	Celotno obdobje (2007–2015)		Obdobje 1 (2007–2008)		Obdobje 2 (2009–2011)		Obdobje 3 (2012–2013)		Obdobje 4 (2014–2015)	
	Koef.	St. zn.	Koef.	St. zn.	Koef.	St. zn.	Koef.	St. zn.	Koef.	St. zn.
<b>Investicije <math>t</math> / osnovna sredstva <math>t-1</math></b>										
<b>Konstantni člen</b>	-0,025	0,271	-0,013	0,837	0,007	0,866	-0,026	0,414	-0,026	0,461
<b>Cel. obv. <math>t</math> / celotna sred. <math>t-1</math></b>	0,213	0,009*	0,196	0,920	0,126	0,338	0,361	0,002*	0,297	0,035*
<b>Fin. obv. <math>t</math> / celotna sred. <math>t-1</math></b>	-0,176	0,046*	0,244	0,262	-0,168	0,221	-0,331	0,009*	-0,314	0,040*
<b>Denarni tok <math>t</math> / celotna sred. <math>t-1</math></b>	0,329	0,004*	0,789	0,034*	0,248	0,271	0,425	0,034*	0,347	0,003*
<b>Prihodki <math>t-1</math> / osnovna sred. <math>t-1</math></b>	0,006	0,050*	-0,003	0,675	-0,230	0,000*	-0,001	0,729	-0,002	0,670
<b>Tobinov Q</b>	0,047	0,000*	0,037	0,111	-0,285	0,333	0,008	0,738	0,462	0,104
<b>Število opazovanj</b>	225		50		75		50		50	
<b>R<sup>2</sup></b>	0,1819		0,2253		0,3938		0,3622		0,3711	

**Legenda:** \* Statistično značilno pri stopnji 5 %.

*Vir podatkov: Priloga 2, lastni izračuni.*

Ker preučevano obdobje 2007–2015 vključuje obdobje pred začetkom krize, obdobje krize in obdobje okrevanja slovenskega gospodarstva, je v Tabeli 15 prikazan izpis regresijskih koeficientov za posamezno časovno obdobje. V zadnjih dveh obdobjih, v obdobju 3 in v obdobju 4, spremenljivka celotne obveznosti statistično značilna pozitivno vpliva na investicije ( $\beta = 0,361$ ,  $p = < 0,050$ ;  $\beta = 0,297$ ,  $p = < 0,050$ ), medtem ko finančne obveznosti statistično značilno negativno vplivajo na investicije ( $\beta = - 0,331$ ,  $p = < 0,050$ ;  $\beta = - 0,314$ ,  $p = < 0,050$ ). Denarni tok iz poslovanja v obeh obdobjih pozitivno vpliva na investicije ( $\beta = 0,425$ ,  $p = < 0,050$ ;  $\beta = 0,347$ ,  $p = < 0,050$ ). Vplivi, ki v analiziranih posameznih obdobjih veljajo za statistično značilne, so še: v obdobju 1 denarni tok iz poslovanja statistično

značilno pozitivno vpliva na investicijske izdatke ( $\beta = 0,789$ ,  $p = < 0,050$ ); v obdobju 2 pa rast prihodkov negativno vpliva na investicije ( $\beta = - 0,230$ ,  $p = < 0,050$ ).

## 6.6 Razprava o rezultatih

Slovenske gospodarske družbe, ki kotirajo na Ljubljanski borzi, po veliki večini obvladujejo veliki delničarji, povezani tudi z državo, ki pa aktivno ne trgujejo z delnicami družb. Ker družbe po večini ne morejo pridobiti dodatnega kapitala od obstoječih velikih lastnikov, povezanih družb ali prevzemnih družb, in ker je zaradi majhnega in razmeroma nerazvitega slovenskega kapitalskega trga število novih poslov, opravljenih na Ljubljanski borzi, majhno, sta pri analiziranih družbah pomembni predvsem naslednji vrsti financiranja:

- financiranje z notranjim financiranjem preko ustvarjenega denarnega toka iz poslovanja in
- financiranje z zunanjim financiranjem, kjer prevladuje financiranje s strani bank.

V regresijsko analizo sem vključila spremenljivke, ki opredeljujejo možne načine financiranja investicij gospodarskih družb: celotne obveznosti, finančne obveznosti, denarni tok iz poslovanja ter kazalca Tobinov Q in rast prihodkov, ki pojasnjujeta možnosti gospodarske družbe za rast v prihodnosti.

Manjše kot bo imela družba možnosti za rast in nižje denarne tokove kot bo ustvarjala, nižja bo njena vrednost na trgu, kar bo vplivalo na njene možnosti glede pridobivanja dodatnih virov financiranja in na investicijske odločitve. V analiziranem obdobju 2007–2015 so se investicije analiziranih družb zmanjšale. Če so investicije v deležu celotnih osnovnih sredstev v letu 2007 predstavljale 17,1 %, so leta 2015 le 8,6 %. Padeč v investicijski aktivnosti je spremljal padeč prihodkov v celotnih osnovnih sredstvih, znižal se je denarni tok iz poslovanja, zmanjšala se je tudi zadolženost.

Rast prihodkov lahko potencialno vpliva na večje možnosti gospodarske družbe za napredek in razvoj v prihodnosti. V regresijsko analizo je vključena spremenljivka delež prihodkov v letu  $t$  v osnovnih sredstvih v letu  $t-1$ , ki pozitivno vpliva na višino investicijskih izdatkov ( $\beta = 0,006$ ,  $p < 0,050$ , Tabela 15). To pomeni, da je gibanje investicijskih izdatkov sledilo gibanju uspešnosti poslovanja gospodarske družbe, merjene v prihodkih. Primer: v obdobju 2012–2013 se je delež prihodkov v osnovnih sredstvih glede na obdobje 2007–2008 znižal za 2,2 %, v tem istem obdobju so bili investicijski izdatki najnižji.

Rast prihodkov ob hkratnem učinkovitem stroškovnem poslovanju gospodarske družbe vpliva na vrednost družbe na trgu. Regresijska analiza je pokazala, da na celotnem analiziranem obdobju na gibanje odvisne spremenljivke vpliva tudi kazalec Tobinov Q (pozitiven vpliv;  $\beta = 0,047$ ,  $p = < 0,050$ ). Kazalec Tobinov Q je bil v regresijsko funkcijo

vključen, ker meri razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo sredstev. V kolikor je vrednost kazalca višja, ima družba večje možnosti za rast v prihodnosti in lahko več vlaga v investicije. Na podlagi analize ugotavljam, da se je ob začetku krize tržna kapitalizacija analiziranih družb znižala, kar je vplivalo na nižjo vrednost kazalca Tobinov Q. Ker so bile možnosti za rast družb nižje, so družbe manj namenile investicijam. Vendar želim bralca opozoriti, da je kljub statistično značilnemu vplivu med kazalcem Tobinov Q in investicijskimi izdatki povezava med spremenljivkama na slovenskem kapitalskem trgu nezanesljiva. Predvsem zaradi majhnega in slabo razvitega slovenskega kapitalskega trga, ki zaradi majhnega števila opravljenih poslov na Ljubljanski borzi, glede na primerjavo z drugimi evropskimi borzami, vpliva na vrednost delnic.

Vrednost družbe na trgu vpliva na dostop do virov financiranja gospodarskih družb. Rezultati regresijske analize kažejo, da je zmanjševanje zadolženosti gospodarskih družb v času finančne krize vplivalo na investicijske odločitve. Prav tako lahko na podlagi analize za analizirane družbe trdim, da je bil padec investicij pri družbah, ki so bile manj odvisne od kreditiranja in bančnega financiranja, nižji kot pri družbah, ki so bile bolj odvisne od kreditiranja in bančnega financiranja.

Nefinančne družbe glavnino pozitivnega denarnega toka ustvarijo z osnovno dejavnostjo poslovanja, ki ga lahko usmerijo v financiranje obratnega kapitala, v izplačilo dividend, v nakup in prevzem drugih družb, v nakup opreme in nepremičnin. Družba naj bi investirala več ob višje ustvarjenih denarnih tokovih iz poslovanja tudi zato, ker so notranji viri financiranja cenejši od zunanjih virov financiranja in ker investiranje ustvarja možnosti za rast družbe v prihodnosti. Spremenljivka denarni tok v regresijski analizi predstavlja denarni tok iz poslovanja, to je denarni tok, ki ga družba generira iz osnovne dejavnosti poslovanja, in denarni tok, ki ga ima družba na voljo za naložbene aktivnosti in poplačilo financiranja. Na celotnem analiziranem vzorcu je analiza pokazala, da spremenljivka denarni tok iz poslovanja pozitivno vpliva na investicije ( $\beta = 0,329$ ,  $p < 0,050$ ), kar pomeni, da so družbe v času gospodarske krize zmanjšale investicije tudi zaradi nižjega ustvarjenega denarnega toka iz poslovanja oziroma da so družbe v obdobju 2013–2015, ko so začele ustvarjati višje denarne tokove iz poslovanja, pričele povečevati tudi investicijske izdatke.

Na podlagi regresijske analize ugotavljam, da spremenljivki zadolženost in denarni tok iz poslovanja vplivata na višino investicijskih izdatkov, zato v nadaljevanju povzemam ključne ugotovitve po posameznih analiziranih obdobjih, opredeljenih pod poglavjem 5.3.1.

Obdobje 1 (2007–2008): v obdobju pred začetkom krize je bila za analizirane družbe značilna visoka stopnja investicijskih izdatkov, družbe so se dodatno zadolževale, tudi pri finančnih institucijah, ugodne makroekonomske razmere so se odražale v pozitivnih napovedih poslovanja in v vesplošnem optimizmu. Družbe so generirale visoke denarne tokove iz poslovanja, kar je vplivalo na njihovo investicijsko aktivnost. Regresijska analiza

potrjuje pozitiven vpliv spremenljivke denarni tok iz poslovanja na investicijske izdatke ( $\beta = 0,789$ ,  $p = < 0,050$ ; Tabela 15). To pomeni, da so družbe v obdobju pred začetkom krize povečevale zadolženost in ustvarjale višje denarne tokove iz poslovanja ob hkratni rasti investicijske aktivnosti, kar pomeni, da so financirale investicije tako iz notranjih virov financiranja kot tudi iz zunanega vira financiranja preko povečane izpostavljenosti do bank. A že konec leta 2008 je bilo čutiti, da se razmere spreminjajo. Predsednik družbe Petrol, d.d., Marko Kryžanowski, je v intervjuju konec leta 2008 za časopis Delo dejal »Sedanja draga posojila ne bodo mogla spodbujati konkurenčnosti, učinek finančne krize se bo v realnem sektorju poznal v treh do šestih mesecih,..., opazamo, da se gibanje pri prodaji na debelo že zaostruje« (Grgič, 2008).

Obdobje 2 (2009–2011): finančna kriza je jasno pokazala signal, da so slovenske delniške družbe prekomerno zadolžene in v preveliki meri odvisne od bančnih kreditov, predvsem pa, da niso sposobne pridobiti potrebnega dodatnega svežega kapitala. Zato je kriza imela večje, dolgotrajnejše posledice, splošna negotovost glede razmer na trgu pa je takoj ob začetku krize povzročila drastičen padec v investicijskih izdatkih v višini 9,5 odstotne točke glede na predhodno obdobje ( $t = 1,853$ ,  $p < 0,100$ ; vir: Tabela 8), pri čemer so investicijski izdatki padli predvsem pri bančno bolj odvisnih družbah, npr. skupina srednje zadolženih, vendar bančno odvisnih družb je beležila padec v kazalniku investicije  $t_t$  / osnovna sredstva  $t_{t-1}$  za 15,8 odstotnih točk glede na predhodno obdobje ( $t = 2,149$ ,  $p < 0,100$ ; vir Tabela 8). Investicijski izdatki so se znižali v proizvodnih in trgovinskih družbah ter družbah, ki opravljajo telekomunikacijsko, logistično ali energetsko dejavnost. Po začetku krize, v letu 2009, je sicer opaziti začetek zmanjševanja obveznosti do bank in posledično celotnih obveznosti. Na padec investicijske aktivnosti je vplival bančni posojilni krč in negotovosti, zaradi česar so se tudi gospodarske družbe začele previdneje odločati glede investicij. Negotovost se je odražala tudi v povečanju denarnih sredstev gospodarskih družb in v zadrževanju denarja. Če je bila vrednost denarja in denarnih ustreznikov v obdobju 2007–2008 0,5 % v celotnih sredstvih, je bila v obdobju 2009–2011 1,2 %, pri čemer je bilančna vsota družb naraščala.

Obdobje 3 (2012–2013): v obdobju 2012–2013 je bila gospodarska rast v Sloveniji najnižja, prevladovali so izjemno negativni makroekonomski trendi, čeprav je pred tem že kazalo na izboljšanje splošnih gospodarskih razmer. Analizirane družbe so v tem obdobju še vedno sledile politiki zmanjševanja celotnih finančnih obveznosti, vendar je opaziti pozitiven trend v postopnem povečevanju investicijske aktivnosti, pri čemer je trend izboljšanja investicijske aktivnosti opaziti v drugi polovici obdobja, v letu 2013. Na podlagi regresijske analize lahko ugotovim, da so v tem obdobju celotne obveznosti pozitivno vplivale na investicije ( $\beta = 0,361$ ,  $p = < 0,050$ ; Tabela 15), na drugi strani pa so finančne obveznosti negativno vplivale na investicijske izdatki ( $\beta = - 0,331$ ,  $p = < 0,050$ ; Tabela 15). To nakazuje, da so družbe, sicer ob zmanjševanju finančnih obveznosti, a ob povečanju celotnih obveznosti, začele povečevati investicijske izdatke. Primer take družbe je družba Gorenje,

d.d, ki je v letu 2013 glede na leto 2012 povečala investicijske izdatke za 33 mio EUR, ob tem je zmanjšala obveznosti do bank za 8 mio EUR, po drugi strani pa povečala celotne obveznosti za 10 mio EUR. V obdobju je statistično značilen tudi pozitiven vpliv spremenljivke denarni tok iz poslovanja na investicije ( $\beta = 0,425$ ,  $p = < 0,050$ ; Tabela 15), kar pomeni, da je izboljšanje poslovanja družb, preko generiranega višjega denarnega toka iz poslovanja, vplivalo na povečane investicijske izdatke gospodarskih družb.

Obdobje 4 (2014–2015): medtem ko so bile družbe zaradi slabših gospodarskih razmer in velike negotovosti v poslovnem okolju precej zadržane do novih vlaganj, se je v obdobju 2014–2015 ob boljših gospodarskih razmerah pričelo kazati vidno izboljšanje v investicijski aktivnosti. Tudi v tem, zadnjem analiziranem obdobju, 2014–2015, so sicer družbe še naprej zmanjševale odvisnost od bančnega financiranja, a na podlagi analize ugotavljam, da so družbe začele iskati druge, alternativne vire financiranja – na primer na trgu obveznic, povečali so se krediti iz naslova medpodjetniških kreditiranj, nekatere družbe so izdale komercialne zapise itd. Družbe so v obdobju izboljšale svoje poslovanje tudi iz likvidnostnega vidika, kljub odplačevanju finančnih obveznosti. A kljub pozitivnim trendom investicijska aktivnost v zadnjem analiziranem obdobju še vedno ni dosegla nivoja pred krizo. Regresijska analiza je sicer pokazala, da so vplivi spremenljivk v obdobju 4 primerljivi z obdobjem 3, pozitiven je vpliv spremenljivke denarni tok na investicije ( $\beta = 0,347$ ,  $p = < 0,050$ ; Tabela 15), prav tako je pozitiven vpliv spremenljivke celotne obveznosti na investicije ( $\beta = 0,297$ ,  $p = < 0,050$ ; Tabela 15) in negativen je vpliv spremenljivke investicije na finančne obveznosti ( $\beta = - 0,314$ ,  $p = < 0,050$ ; Tabela 15).

## **SKLEP**

Družba ima dve možnosti za financiranje investicij. Lahko jih financira z notranjim financiranjem, kar pomeni z izdajo novih delnic ali financiranje z zadržanimi dobički oziroma z ustvarjenim denarnim tokom iz poslovanja, ali pa se družba odloči za zunanje financiranje, kamor spadajo financiranje z bančnimi krediti, medpodjetniško financiranje, izdaja obveznic itd.

Kriza je v Sloveniji pokazala, da so slovenske družbe prekomerno zadolžene in odvisne od bančnih kreditov. Tradicionalno je bilo dolžniško financiranje bolj odvisno od bank, vendar se trend v zadnjem obdobju spreminja, saj družbe poskušajo vse pogosteje kapital pridobiti tudi na obvezniškem trgu.

Da bi ugotovila, kako je v Sloveniji zadolženost vplivala na investicijsko aktivnosti, sem analizirala poslovanje in finančne kazalnike 25 družb, ki so v obdobju 2007–2015 kotirale na Ljubljanski borzi. Na podlagi zastavljenih raziskovalnih vprašanj sem prišla do zaključkov, predstavljenih v nadaljevanju.

Prvo zastavljeno raziskovalno vprašanje je bilo, ali je investicijska aktivnost družb v letih 2014–2015 že dosegla raven pred krizo. Na podlagi analiziranega vzorca lahko ugotovim, da investicijski izdatki še vedno niso dosegli nivoja pred začetkom krize. V obdobju 2007–2015 so investicijski izdatki sicer dosegli najvišji vrednosti v letih 2007 in 2008, medtem ko so bili najnižji v letu 2012. Po letu 2012 pa so se zopet začeli povečevati in leta 2015 dosegli vrednost 345,2 mio EUR, kar predstavlja 50 % padec glede na leto 2008 in 35 % padec glede na leto 2007. Če vrednost investicijskih izdatkov analiziranih družb primerjam kot delež v osnovnih sredstvih, je vrednost leta 2007 znašala 17,1 %, leta 2015 pa 8,6 %, kar je 8,5 odstotne točke manj kot leta 2007.

Drugo zastavljeno raziskovalno vprašanje je bilo, če gospodarske družbe, ki so tudi v času krize ohranile stopnjo investiranja pred krizo, dosegajo višjo rast. Ugotovila sem, da na podlagi analiziranih podatkov ne morem trditi, da višja stopnja investicijskih izdatkov prinaša izboljšanje rezultatov poslovanja in neposredno vpliva na rast družbe, saj na izboljšanje poslovanja lahko vpliva več različnih dejavnikov, npr. posebnosti v dejavnosti poslovanja družbe, razmere na trgu dela in kapitalskih trgih, menedžerski interesi in interesi kapitala, mednarodni vplivi itd. Od skupno 8 družb (32 % celotnega vzorca), ki so v času krize ohranile stopnjo investiranja, so sicer vse družbe, razen ene, ohranile ali izboljšale svoje poslovanje. Vendar je izmed vseh analiziranih družb izboljšanje poslovanja v letih 2014–2015 glede na čas pred krizo doseglo 21 družb (84 % celotnega vzorca), kar pomeni, da tudi družbe, ki v času krize niso ohranile stopnje investiranja, v zadnjem obdobju dosegajo rast in izboljšanje poslovanja.

Analizirane družbe so v obdobju 2007–2015 znižale finančne obveznosti do bank iz 1.937 mio EUR na 1.150 mio EUR, zato me je v tretjem raziskovalnem vprašanju zanimalo, če so gospodarske družbe, ki so se v času pred krizo pretežno financirale z bančnimi posojili, v času finančne krize bolj zmanjšale izdatke za investicije kot družbe, ki so bile v času pred finančno krizo manj odvisne od bančnega posojila. Na podlagi analiziranih podatkov lahko ugotovim, da so družbe, ki so se pred krizo pretežno financirale z bančnimi posojili, v času finančne krize bolj zmanjšale svoje izdatke za investicije kot družbe, ki so bile v času pred finančno krizo manj odvisne od bančnih posojil. V letu 2007 so celotne obveznosti v celotnih sredstvih skupine visoko bančno odvisnih družb znašale 72,6 % (leto 2015: 57,3 %), medtem ko so investicije v celotnih osnovnih sredstvih znašale 13,2 % (leto 2015: 5,3 %). Investicije v celotnih sredstvih so se prav tako precej znižale v skupini srednje zadolženih, a bančno odvisnih družb, iz 18,1 % v letu 2007 na 8,0 % v letu 2007, medtem ko so se celotne obveznosti v sredstvih znižale iz 59,4 % na 56,5 %. Skupina manj zadolženih in bančno neodvisnih družb je pri tem beležila zmanjšanje investicijsko stopnje, vendar le za 0,9 odstotne točke, medtem ko je skupina majhnih in neodvisnih družb edina skupina, ki je v letu 2015 glede na leto 2007 povišala investicijske aktivnosti.

Na podlagi regresijske analize in četrtega raziskovalnega vprašanja, kjer me je zanimalo, ali zadolženost vpliva na višino investicijskih izdatkov, ugotavljam, da zadolženost vpliva na investicijske odločitve. Regresijska analiza je sicer pokazala, da poleg zadolženosti na investicijske odločitve statistično značilno vplivajo tudi denarni tok iz poslovanja, kazalec Tobinov Q in rast prihodkov. Ker preučevano analizirano obdobje vključuje obdobje rasti in gospodarskega vzpona (2007–2008), obdobje upada in stagnacije (2009–2011), obdobje ponovnega poslabšanja (2012–2013) in obdobje ponovne gospodarske rasti (2014–2015), za posamezno obdobje na vzorcu 25 analiziranih družb lahko ugotovim naslednje:

- obdobje 2007–2008: akumuliranje dolga, generiranje visokih denarnih tokov iz poslovanja ob hkratni rasti investicij, kar pomeni, da so družbe financirale investicije iz notranjih in zunanjih virov financiranja, tudi preko povečevanja izpostavljenosti do bank;
- obdobje 2009–2011: zmanjševanje finančnih obveznosti in hkratni padec v investicijskih izdatkih, negotovost se odraža tudi v povečanju denarnih sredstev gospodarskih družb in v zadrževanju denarja;
- obdobje 2012–2013: nadaljnje zmanjševanje celotnih finančnih obveznosti in ponovna pozitivna stopnja rasti v investicijskih izdatkih ob pozitivnem vplivu spremenljivke prosti denarni tok na investicijske izdatke;
- obdobje 2014–2015: nadaljnje zmanjševanje odvisnosti od bančnega financiranja, ob pozitivni rasti investicij in povečanju alternativnih virov financiranja.

### **Možnosti za nadaljnje raziskave**

V analizo so bile zaradi dostopnosti podatkov vključene le gospodarske družbe, ki so v letih 2007–2015 kotirale na Ljubljanski borzi. Vzorec zajema 25 slovenskih gospodarskih družb, kar je v primerjavi s tujimi raziskavami majhen vzorec, saj je bilo v primerljivih tujih raziskavah v analizo vključenih tudi več kot 600 družb. Prav tako je pri analiziranih družbah prisotna neenakomerna razporejenost, npr. leta 2015 so imele največje 4 analizirane družbe 75 % celotnih finančnih obveznosti analiziranih družb.

Rezultati regresijske analize kažejo, da na investicijske izdatke vpliva zadolženost, denarni tok iz poslovanja, rast prihodkov in kazalec Tobinov Q, vendar vključene neodvisne spremenljivke pojasnjujejo le 18,2 % gibanja investicijskih izdatkov. Možnosti za prihodnje raziskave so predvsem pri regresijski enačbi z upoštevanjem še drugih spremenljivk, ki lahko vplivajo na investicijsko aktivnost nefinančnih družb, npr. donosnost projektov, gibanje neto obratnega kapitala, dostop do finančnih trgov in obrestnih mer itd.

Analiza je bila narejena na podlagi podobnih tujih raziskav, pri čemer je potrebno upoštevati, da obstajajo razlike med finančnimi trgi, dostopi do finančnih trgov, razlike med strukturami upravljanja družb in finančnim vzvodom. Slovenski kapitalski trg je majhen, slabo razvit in slabo opravlja funkcije izdajanja ter zbiranja svežega lastniškega kapitala, število novih poslov, opravljenih na Ljubljanski borzi, je majhno, predvsem glede na obseg, ki ga ustvarijo



druge evropske borze. Zaradi nerazvitega slovenskega kapitalskega trga, ki vpliva na vrednost delnic, tako vključitev spremenljivke Tobinov Q v regresijsko analizo ni najustreznejša.

Ker je bila regresija za 25 gospodarskih družb in 9 let narejena s t.i. regresijo Pooled Ordinary Least Squares, je možnost za izboljšanje analize v uporabi regresijske analize na podlagi fiksnih učinkov (angl. *fixed effect models*) ali regresijske analize na podlagi naključnih učinkov (angl. *random effect models*), saj uporabljena regresija v analizi ne upošteva individualnih karakteristik posamezne družbe in časovne komponente. Uporaba omenjenih dveh regresij pa bi temeljila na uporabi panelnih podatkov, kar bi omogočilo kontrolo pri heterogenosti posameznih družb.

## LITERATURA IN VIRI

1. Aivazian, V. A., Ge, Y., & Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 277-291.
2. AJPES - Agencija Republike Slovenije za Javnopravne Evidence in Storitve. (2016). *Informacija o poslovanju gospodarskih družb v Republiki Sloveniji v letu 2015*. Ljubljana: Agencija Republike Slovenije za Javnopravne Evidence in Storitve.
3. Alpetour, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Alpetour, d.d.* Kranj: Alpetour, d.d.
4. Alpetour, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Alpetour, d.d.* Kranj: Alpetour, d.d.
5. Alpetour, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Alpetour, d.d.* Kranj: Alpetour, d.d.
6. Alpetour, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Alpetour, d.d.* Kranj: Alpetour, d.d.
7. Alpetour, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Alpetour, d.d.* Kranj: Alpetour, d.d.
8. Alpetour, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Alpetour, d.d.* Kranj: Alpetour, d.d.
9. Alpetour, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Alpetour, d.d.* Kranj: Alpetour, d.d.
10. Alpetour, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Alpetour, d.d.* Kranj: Alpetour, d.d.
11. Alpetour, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Alpetour, d.d.* Kranj: Alpetour, d.d.
12. Banka Slovenije. (2011). *Varčevanje in investicije pred krizo in v krizi*. Ljubljana: Banka Slovenije.
13. Banka Slovenije. (2014). *Rezultati ankete o povpraševanju po posojilih nefinančnih družb po dejavnostih*. Ljubljana: Banka Slovenije.
14. Banka Slovenije. (2015). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
15. Banka Slovenije. (2016). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
16. Bole, V., Prašnikar, J., & Trobec, D. (2012). *Debt Accumulation: Dynamics, Structure and Mechanisms*. Dublin: INFINITI Konferenca mednarodnih financ.
17. Bole, V., Prašnikar, J., & Trobec, D. (2014). Policy measures in the deleveraging process: A macroprudential evaluation. *Journal of Policy Modeling*, 36(2), 410-432.
18. Cetis, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Cetis, d.d.* Celje: Cetis, d.d.
19. Cetis, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Cetis, d.d.* Celje: Cetis, d.d.
20. Cetis, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Cetis, d.d.* Celje: Cetis, d.d.
21. Cetis, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Cetis, d.d.* Celje: Cetis, d.d.
22. Cetis, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Cetis, d.d.* Celje: Cetis, d.d.
23. Cetis, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Cetis, d.d.* Celje: Cetis, d.d.
24. Cetis, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Cetis, d.d.* Celje: Cetis, d.d.
25. Cetis, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Cetis, d.d.* Celje: Cetis, d.d.
26. Cetis, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Cetis, d.d.* Celje: Cetis, d.d.
27. Chand, S. (b.l.). *7 New Theories of Investment Are Explained Below*. Najdeno 21. januarja 2017 na spletnem naslovu <http://www.yourarticlelibrary.com/macroeconomics/theories-macro-economics/7-new-theories-of-investment-are-explained-below/31082/>
28. Cinkarna Celje, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje, d.d.* Celje: Cinkarna Celje, d.d.

29. Cinkarna Celje, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje, d.d.* Celje: Cinkarna Celje, d.d.
30. Cinkarna Celje, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje, d.d.* Celje: Cinkarna Celje, d.d.
31. Cinkarna Celje, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje, d.d.* Celje: Cinkarna Celje, d.d.
32. Cinkarna Celje, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje, d.d.* Celje: Cinkarna Celje, d.d.
33. Cinkarna Celje, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje, d.d.* Celje: Cinkarna Celje, d.d.
34. Cinkarna Celje, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje, d.d.* Celje: Cinkarna Celje, d.d.
35. Cinkarna Celje, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje, d.d.* Celje: Cinkarna Celje, d.d.
36. Cinkarna Celje, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Cinkarna Celje, d.d.* Celje: Cinkarna Celje, d.d.
37. Danmarks Nationalbank. (2015). *Firm leverage and investment during the crisis.* Kopenhagen: Danmarks Nationalbank.
38. De Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm-and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1954-1969.
39. Debt/EBITDA Ratio. (b.l). V *ReadyRatios*. Najdeno 14. avgusta 2017 na spletnem naslovu [https://www.readyratios.com/reference/debt/debt\\_ebitda\\_ratio.htm](https://www.readyratios.com/reference/debt/debt_ebitda_ratio.htm)
40. Delo prodaja, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Delo prodaja, d.d.* Ljubljana: Delo prodaja, d.d.
41. Delo prodaja, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Delo prodaja, d.d.* Ljubljana: Delo prodaja, d.d.
42. Delo prodaja, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Delo prodaja, d.d.* Ljubljana: Delo prodaja, d.d.
43. Delo prodaja, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Delo prodaja, d.d.* Ljubljana: Delo prodaja, d.d.
44. Delo prodaja, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Delo prodaja, d.d.* Ljubljana: Delo prodaja, d.d.
45. Delo prodaja, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Delo prodaja, d.d.* Ljubljana: Delo prodaja, d.d.
46. Delo prodaja, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Delo prodaja, d.d.* Ljubljana: Delo prodaja, d.d.
47. Delo prodaja, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Delo prodaja, d.d.* Ljubljana: Delo prodaja, d.d.
48. Delo prodaja, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Delo prodaja, d.d.* Ljubljana: Delo prodaja, d.d.

49. Duchin, R., Ozbas, O., & Sensoy, B. A. (2009). Costly External Finance, Corporate Investment, and the Subprime Mortgage Credit Crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 418-435.
50. Evropska centralna banka. (2013). *Corporate finance and economic activity in the euro area*. Frankfurt: Evropska centralna banka.
51. Evropska centralna banka. (2014). *Monthly bulletin - february 2014*. Frankfurt: Evropska centralna banka.
52. Evropska investicijska banka. (2013). *Investment and investment Finance in Europe*. Luksemburg: Evropska investicijska banka.
53. Evropska investicijska banka. (2016). *Investment and Investment Finance in Europe- Finacing productivity growth, Key findings*. Luksemburg: Evropska investicijska banka.
54. Evropska komisija. (2015a). *Poročilo o državi – Slovenija 2015*. Bruselj: Evropska komisija.
55. Evropska komisija. (2015b). *Quarterly Report on the Euro Area 2015*. Bruselj: Evropska komisija.
56. Evropska komisija. (b.l.) *Annual key indicators by Member States*. Najdeno 5. februarja 2017 na spletnem naslovu <http://ec.europa.eu/eurostat/web/sector-accounts/data/annual-data>
57. Gea, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Gea, d.d.* Slovenska Bistrica: Gea, d.d.
58. Gea, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Gea, d.d.* Slovenska Bistrica: Gea, d.d.
59. Gea, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Gea, d.d.* Slovenska Bistrica: Gea, d.d.
60. Gea, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Gea, d.d.* Slovenska Bistrica: Gea, d.d.
61. Gea, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Gea, d.d.* Slovenska Bistrica: Gea, d.d.
62. Gea, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Gea, d.d.* Slovenska Bistrica: Gea, d.d.
63. Gea, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Gea, d.d.* Slovenska Bistrica: Gea, d.d.
64. Gea, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Gea, d.d.* Slovenska Bistrica: Gea, d.d.
65. Gea, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Gea, d.d.* Slovenska Bistrica: Gea, d.d.
66. Gorenje, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Gorenje, d.d.* Velenje: Gorenje, d.d.
67. Gorenje, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Gorenje, d.d.* Velenje: Gorenje, d.d.
68. Gorenje, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Gorenje, d.d.* Velenje: Gorenje, d.d.
69. Gorenje, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Gorenje, d.d.* Velenje: Gorenje, d.d.
70. Gorenje, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Gorenje, d.d.* Velenje: Gorenje, d.d.
71. Gorenje, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Gorenje, d.d.* Velenje: Gorenje, d.d.
72. Gorenje, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Gorenje, d.d.* Velenje: Gorenje, d.d.
73. Gorenje, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Gorenje, d.d.* Velenje: Gorenje, d.d.
74. Gorenje, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Gorenje, d.d.* Velenje: Gorenje, d.d.
75. Grgič, M. (2008, 27. oktober). Petrol krizo že občuti. *Delo*. Najdeno 30. septembra 2017 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/gospodarstvo/petrol-krizo-ze-obcuti.html>
76. Igličar, A., Hočevnar, M., & Zaman Groff, M. (2017). *Osnove računovodstva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

77. *Indicators of indebtedness*. Najdeno 14. avgusta 2017 na spletnem naslovu [https://is.mendelu.cz/eknihovna/opory/zobraz\\_cast.pl?cast=59747](https://is.mendelu.cz/eknihovna/opory/zobraz_cast.pl?cast=59747)
78. Inles, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Inles, d.d.* Ribnica: Inles, d.d.
79. Inles, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Inles, d.d.* Ribnica: Inles, d.d.
80. Inles, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Inles, d.d.* Ribnica: Inles, d.d.
81. Inles, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Inles, d.d.* Ribnica: Inles, d.d.
82. Inles, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Inles, d.d.* Ribnica: Inles, d.d.
83. Inles, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Inles, d.d.* Ribnica: Inles, d.d.
84. Inles, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Inles, d.d.* Ribnica: Inles, d.d.
85. Inles, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Inles, d.d.* Ribnica: Inles, d.d.
86. Inles, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Inles, d.d.* Ribnica: Inles, d.d.
87. Intereuropa, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Intereuropa, d.d.* Koper: Intereuropa, d.d.
88. Intereuropa, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Intereuropa, d.d.* Koper: Intereuropa, d.d.
89. Intereuropa, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Intereuropa, d.d.* Koper: Intereuropa, d.d.
90. Intereuropa, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Intereuropa, d.d.* Koper: Intereuropa, d.d.
91. Intereuropa, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Intereuropa, d.d.* Koper: Intereuropa, d.d.
92. Intereuropa, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Intereuropa, d.d.* Koper: Intereuropa, d.d.
93. Intereuropa, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Intereuropa, d.d.* Koper: Intereuropa, d.d.
94. Intereuropa, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Intereuropa, d.d.* Koper: Intereuropa, d.d.
95. Intereuropa, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Intereuropa, d.d.* Koper: Intereuropa, d.d.
96. Intertrade Ita, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Intertrade Ita, d.d.* Ljubljana: Intertrade Ita, d.d.
97. Intertrade Ita, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Intertrade Ita, d.d.* Ljubljana: Intertrade Ita, d.d.
98. Intertrade Ita, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Intertrade Ita, d.d.* Ljubljana: Intertrade Ita, d.d.
99. Intertrade Ita, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Intertrade Ita, d.d.* Ljubljana: Intertrade Ita, d.d.
100. Intertrade Ita, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Intertrade Ita, d.d.* Ljubljana: Intertrade Ita, d.d.
101. Intertrade Ita, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Intertrade Ita, d.d.* Ljubljana: Intertrade Ita, d.d.

102. Intertrade Ita, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Intertrade Ita, d.d.* Ljubljana: Intertrade Ita, d.d.
103. Intertrade Ita, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Intertrade Ita, d.d.* Ljubljana: Intertrade Ita, d.d.
104. Intertrade Ita, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Intertrade Ita, d.d.* Ljubljana: Intertrade Ita, d.d.
105. Istrabenz, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Istrabenz, d.d.* Koper: Istrabenz, d.d.
106. Istrabenz, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Istrabenz, d.d.* Koper: Istrabenz, d.d.
107. Istrabenz, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Istrabenz, d.d.* Koper: Istrabenz, d.d.
108. Istrabenz, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Istrabenz, d.d.* Koper: Istrabenz, d.d.
109. Istrabenz, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Istrabenz, d.d.* Koper: Istrabenz, d.d.
110. Istrabenz, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Istrabenz, d.d.* Koper: Istrabenz, d.d.
111. Istrabenz, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Istrabenz, d.d.* Koper: Istrabenz, d.d.
112. Istrabenz, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Istrabenz, d.d.* Koper: Istrabenz, d.d.
113. Istrabenz, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Istrabenz, d.d.* Koper: Istrabenz, d.d.
114. Kahle, K. M., & Stulz, M. (2012). Access to capital, investment, and the financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 110(2), 280-299.
115. Keber, R. (2003). *Investicijska funkcija slovenskega gospodarstva.* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
116. Kompas Mejni Turistični Servis, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Kompas Mejni Turistični Servis, d.d.* Ljubljana: Kompas Mejni Turistični Servis, d.d.
117. Kompas Mejni Turistični Servis, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Kompas Mejni Turistični Servis, d.d.* Ljubljana: Kompas Mejni Turistični Servis, d.d.
118. Kompas Mejni Turistični Servis, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Kompas Mejni Turistični Servis, d.d.* Ljubljana: Kompas Mejni Turistični Servis, d.d.
119. Kompas Mejni Turistični Servis, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Kompas Mejni Turistični Servis, d.d.* Ljubljana: Kompas Mejni Turistični Servis, d.d.
120. Kompas Mejni Turistični Servis, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Kompas Mejni Turistični Servis, d.d.* Ljubljana: Kompas Mejni Turistični Servis, d.d.
121. Kompas Mejni Turistični Servis, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Kompas Mejni Turistični Servis, d.d.* Ljubljana: Kompas Mejni Turistični Servis, d.d.
122. Kompas Mejni Turistični Servis, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Kompas Mejni Turistični Servis, d.d.* Ljubljana: Kompas Mejni Turistični Servis, d.d.
123. Kompas Mejni Turistični Servis, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Kompas Mejni Turistični Servis, d.d.* Ljubljana: Kompas Mejni Turistični Servis, d.d.
124. Kompas Mejni Turistični Servis, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Kompas Mejni Turistični Servis, d.d.* Ljubljana: Kompas Mejni Turistični Servis, d.d.
125. Krka, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Krka, d.d.* Novo mesto: Krka, d.d.
126. Krka, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Krka, d.d.* Novo mesto: Krka, d.d.
127. Krka, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Krka, d.d.* Novo mesto: Krka, d.d.
128. Krka, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Krka, d.d.* Novo mesto: Krka, d.d.

129. Krka, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Krka, d.d.* Novo mesto: Krka, d.d.
130. Krka, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Krka, d.d.* Novo mesto: Krka, d.d.
131. Krka, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Krka, d.d.* Novo mesto: Krka, d.d.
132. Krka, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Krka, d.d.* Novo mesto: Krka, d.d.
133. Krka, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Krka, d.d.* Novo mesto: Krka, d.d.
134. Lang, L., Ofek, E., & Stulz, R. M. (1996). Leverage, investment, and firm Growth. *Journal of Financial Economics*, 40, 3-30 .
135. Ljubljanska borza, d.d. (2015). *Statistike Ljubljanske borze za leto 2015*. Ljubljana: Ljubljanska borza, d.d.
136. Luka Koper, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Luka Koper, d.d.* Koper: Luka Koper, d.d.
137. Luka Koper, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Luka Koper, d.d.* Koper: Luka Koper, d.d.
138. Luka Koper, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Luka Koper, d.d.* Koper: Luka Koper, d.d.
139. Luka Koper, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Luka Koper, d.d.* Koper: Luka Koper, d.d.
140. Luka Koper, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Luka Koper, d.d.* Koper: Luka Koper, d.d.
141. Luka Koper, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Luka Koper, d.d.* Koper: Luka Koper, d.d.
142. Luka Koper, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Luka Koper, d.d.* Koper: Luka Koper, d.d.
143. Luka Koper, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Luka Koper, d.d.* Koper: Luka Koper, d.d.
144. Luka Koper, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Luka Koper, d.d.* Koper: Luka Koper, d.d.
145. Mednarodni denarni sklad. (2017). *Global Financial Stability Report*. Washington: Mednarodni denarni sklad.
146. Melamin, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Melamin, d.d.* Kočevje: Melamin, d.d.
147. Melamin, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Melamin, d.d.* Kočevje: Melamin, d.d.
148. Melamin, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Melamin, d.d.* Kočevje: Melamin, d.d.
149. Melamin, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Melamin, d.d.* Kočevje: Melamin, d.d.
150. Melamin, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Melamin, d.d.* Kočevje: Melamin, d.d.
151. Melamin, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Melamin, d.d.* Kočevje: Melamin, d.d.
152. Melamin, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Melamin, d.d.* Kočevje: Melamin, d.d.
153. Melamin, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Melamin, d.d.* Kočevje: Melamin, d.d.
154. Melamin, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Melamin, d.d.* Kočevje: Melamin, d.d.
155. Mlinotest, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Mlinotest, d.d.* Ajdovščina: Mlinotest, d.d.

156. Mlinotest, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Mlinotest, d.d.* Ajdovščina: Mlinotest, d.d.
157. Mlinotest, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Mlinotest, d.d.* Ajdovščina: Mlinotest, d.d.
158. Mlinotest, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Mlinotest, d.d.* Ajdovščina: Mlinotest, d.d.
159. Mlinotest, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Mlinotest, d.d.* Ajdovščina: Mlinotest, d.d.
160. Mlinotest, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Mlinotest, d.d.* Ajdovščina: Mlinotest, d.d.
161. Mlinotest, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Mlinotest, d.d.* Ajdovščina: Mlinotest, d.d.
162. Mlinotest, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Mlinotest, d.d.* Ajdovščina: Mlinotest, d.d.
163. Mlinotest, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Mlinotest, d.d.* Ajdovščina: Mlinotest, d.d.
164. Nama, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Nama, d.d.* Ljubljana: Nama, d.d.
165. Nama, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Nama, d.d.* Ljubljana: Nama, d.d.
166. Nama, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Nama, d.d.* Ljubljana: Nama, d.d.
167. Nama, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Nama, d.d.* Ljubljana: Nama, d.d.
168. Nama, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Nama, d.d.* Ljubljana: Nama, d.d.
169. Nama, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Nama, d.d.* Ljubljana: Nama, d.d.
170. Nama, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Nama, d.d.* Ljubljana: Nama, d.d.
171. Nama, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Nama, d.d.* Ljubljana: Nama, d.d.
172. Nama, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Nama, d.d.* Ljubljana: Nama, d.d.
173. Ngigi, P. N. (2015). *Effect of financial leverage on corporate investment for non financial firms listed at the nairobi securities exchange* (magistrsko delo). Nairobi: Univerza Nairobi.
174. Noč, M. (2011). *Kazalniki zadolženosti Slovenije*. Najdeno 8. avgusta 2017 na spletnem naslovu [http://www.stat.si/StatisticniDnevi/Docs/Radenci2011/Noc-Kazalniki\\_zadolzenosti-prispevek.pdf](http://www.stat.si/StatisticniDnevi/Docs/Radenci2011/Noc-Kazalniki_zadolzenosti-prispevek.pdf)
175. Petrol, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Petrol, d.d.* Ljubljana: Petrol, d.d.
176. Petrol, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Petrol, d.d.* Ljubljana: Petrol, d.d.
177. Petrol, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Petrol, d.d.* Ljubljana: Petrol, d.d.
178. Petrol, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Petrol, d.d.* Ljubljana: Petrol, d.d.
179. Petrol, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Petrol, d.d.* Ljubljana: Petrol, d.d.
180. Petrol, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Petrol, d.d.* Ljubljana: Petrol, d.d.
181. Petrol, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Petrol, d.d.* Ljubljana: Petrol, d.d.
182. Petrol, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Petrol, d.d.* Ljubljana: Petrol, d.d.
183. Petrol, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Petrol, d.d.* Ljubljana: Petrol, d.d.



184. Pivovarna Laško, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško, d.d.* Laško: Pivovarna Laško, d.d.
185. Pivovarna Laško, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško, d.d.* Laško: Pivovarna Laško, d.d.
186. Pivovarna Laško, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško, d.d.* Laško: Pivovarna Laško, d.d.
187. Pivovarna Laško, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško, d.d.* Laško: Pivovarna Laško, d.d.
188. Pivovarna Laško, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško, d.d.* Laško: Pivovarna Laško, d.d.
189. Pivovarna Laško, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško, d.d.* Laško: Pivovarna Laško, d.d.
190. Pivovarna Laško, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško, d.d.* Laško: Pivovarna Laško, d.d.
191. Pivovarna Laško, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško, d.d.* Laško: Pivovarna Laško, d.d.
192. Pivovarna Laško, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Pivovarna Laško, d.d.* Laško: Pivovarna Laško, d.d.
193. Plama-Pur, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Plama-Pur, d.d.* Podgrad: Plama-Pur, d.d.
194. Plama-Pur, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Plama-Pur, d.d.* Podgrad: Plama-Pur, d.d.
195. Plama-Pur, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Plama-Pur, d.d.* Podgrad: Plama-Pur, d.d.
196. Plama-Pur, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Plama-Pur, d.d.* Podgrad: Plama-Pur, d.d.
197. Plama-Pur, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Plama-Pur, d.d.* Podgrad: Plama-Pur, d.d.
198. Plama-Pur, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Plama-Pur, d.d.* Podgrad: Plama-Pur, d.d.
199. Plama-Pur, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Plama-Pur, d.d.* Podgrad: Plama-Pur, d.d.
200. Plama-Pur, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Plama-Pur, d.d.* Podgrad: Plama-Pur, d.d.
201. Plama-Pur, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Plama-Pur, d.d.* Podgrad: Plama-Pur, d.d.
202. Poslovni sistem Mercator, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Poslovni sistem Mercator, d.d.* Ljubljana: Poslovni sistem Mercator, d.d.
203. Poslovni sistem Mercator, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Poslovni sistem Mercator, d.d.* Ljubljana: Poslovni sistem Mercator, d.d.

204. Poslovni sistem Mercator, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Poslovni sistem Mercator, d.d.* Ljubljana: Poslovni sistem Mercator, d.d.
205. Poslovni sistem Mercator, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Poslovni sistem Mercator, d.d.* Ljubljana: Poslovni sistem Mercator, d.d.
206. Poslovni sistem Mercator, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Poslovni sistem Mercator, d.d.* Ljubljana: Poslovni sistem Mercator, d.d.
207. Poslovni sistem Mercator, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Poslovni sistem Mercator, d.d.* Ljubljana: Poslovni sistem Mercator, d.d.
208. Poslovni sistem Mercator, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Poslovni sistem Mercator, d.d.* Ljubljana: Poslovni sistem Mercator, d.d.
209. Poslovni sistem Mercator, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Poslovni sistem Mercator, d.d.* Ljubljana: Poslovni sistem Mercator, d.d.
210. Poslovni sistem Mercator, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Poslovni sistem Mercator, d.d.* Ljubljana: Poslovni sistem Mercator, d.d.
211. Prašnikar, J., & Svejnar, J. (2007). Investment, wages and corporate governance during the Transition: evidence from Slovenia Firms. V *Transition and Beyond: essay in honor of Mario Nuti (Studies in Economic Transition)* (str. 149-173). Boston, New York: Palgrave Macmillan.
212. Pwc. (2015). *Bridging the Gap 2015- Annual Global Working Capital Survey*. Najdeno 8. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://www.pwc.com/gx/en/business-recovery-restructuring-services/working-capital-management/working-capital-survey/2015/assets/global-working-capital-survey-2015-report.pdf>
213. Ross, S. A., Westerfield, R., & Jord, B. D. (2003). *Fundamentals of corporate finance*. Boston.
214. Salus, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Salus, d.d.* Ljubljana: Salus, d.d.
215. Salus, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Salus, d.d.* Ljubljana: Salus, d.d.
216. Salus, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Salus, d.d.* Ljubljana: Salus, d.d.
217. Salus, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Salus, d.d.* Ljubljana: Salus, d.d.
218. Salus, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Salus, d.d.* Ljubljana: Salus, d.d.
219. Salus, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Salus, d.d.* Ljubljana: Salus, d.d.
220. Salus, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Salus, d.d.* Ljubljana: Salus, d.d.
221. Salus, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Salus, d.d.* Ljubljana: Salus, d.d.
222. Salus, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Salus, d.d.* Ljubljana: Salus, d.d.
223. Sava, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Sava, d.d.* Kranj: Sava, d.d.
224. Sava, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Sava, d.d.* Kranj: Sava, d.d.
225. Sava, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Sava, d.d.* Kranj: Sava, d.d.
226. Sava, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Sava, d.d.* Kranj: Sava, d.d.
227. Sava, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Sava, d.d.* Kranj: Sava, d.d.
228. Sava, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Sava, d.d.* Kranj: Sava, d.d.
229. Sava, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Sava, d.d.* Kranj: Sava, d.d.
230. Sava, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Sava, d.d.* Kranj: Sava, d.d.

231. Sava, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Sava, d.d.* Kranj: Sava, d.d.
232. Senjur, M. (2001). *Makroekonomija: makroekonomija odprtega gospodarstva.* Maribor: založba MER – MER Evrocenter.
233. Skupina Prva, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Skupina Prva, d.d.* Ljubljana: Skupina Prva, d.d.
234. Skupina Prva, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Skupina Prva, d.d.* Ljubljana: Skupina Prva, d.d.
235. Skupina Prva, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Skupina Prva, d.d.* Ljubljana: Skupina Prva, d.d.
236. Skupina Prva, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Skupina Prva, d.d.* Ljubljana: Skupina Prva, d.d.
237. Skupina Prva, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Skupina Prva, d.d.* Ljubljana: Skupina Prva, d.d.
238. Skupina Prva, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Skupina Prva, d.d.* Ljubljana: Skupina Prva, d.d.
239. Skupina Prva, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Skupina Prva, d.d.* Ljubljana: Skupina Prva, d.d.
240. Skupina Prva, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Skupina Prva, d.d.* Ljubljana: Skupina Prva, d.d.
241. Skupina Prva, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Skupina Prva, d.d.* Ljubljana: Skupina Prva, d.d.
242. Statistični urad Republike Slovenije. (2010). *Standardna klasifikacija dejavnosti 2008.* Najdeno 25. februarja 2017 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/doc/pub/skd.pdf>
243. Statistični urad Republike Slovenije. (2016). *Vrednost investicij v osnovna sredstva v letu 2015 najvišja po letu 2009.* Najdeno 25. februarja 2017 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/StatWeb/News/Index/6390>
244. Statistični urad Republike Slovenije. (b.l.). *Podatkovna baza SI-STAT.* Najdeno 8. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://pxweb.stat.si/pxweb/Dialog/statfile2.asp>
245. Tekstina, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Tekstina, d.d.* Ajdovščina: Tekstina, d.d.
246. Tekstina, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Tekstina, d.d.* Ajdovščina: Tekstina, d.d.
247. Tekstina, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Tekstina, d.d.* Ajdovščina: Tekstina, d.d.
248. Tekstina, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Tekstina, d.d.* Ajdovščina: Tekstina, d.d.
249. Tekstina, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Tekstina, d.d.* Ajdovščina: Tekstina, d.d.
250. Tekstina, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Tekstina, d.d.* Ajdovščina: Tekstina, d.d.
251. Tekstina, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Tekstina, d.d.* Ajdovščina: Tekstina, d.d.
252. Tekstina, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Tekstina, d.d.* Ajdovščina: Tekstina, d.d.
253. Tekstina, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Tekstina, d.d.* Ajdovščina: Tekstina, d.d.
254. Telekom Slovenije, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije, d.d.* Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.
255. Telekom Slovenije, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije, d.d.* Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.

256. Telekom Slovenije, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije, d.d.* Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.
257. Telekom Slovenije, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije, d.d.* Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.
258. Telekom Slovenije, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije, d.d.* Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.
259. Telekom Slovenije, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije, d.d.* Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.
260. Telekom Slovenije, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije, d.d.* Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.
261. Telekom Slovenije, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije, d.d.* Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.
262. Telekom Slovenije, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Telekom Slovenije, d.d.* Ljubljana: Telekom Slovenije, d.d.
263. Tempel, E. (2011). *The influence of financial leverage on investment: an examination of overinvestment and underinvestment in Danish listed companies.* Najdeno 5. februarja 2017 na spletnem naslovu <http://essay.utwente.nl/62872/>
264. Terme Čatež, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Terme Čatež, d.d.* Brežice: Terme Čatež, d.d.
265. Terme Čatež, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Terme Čatež, d.d.* Brežice: Terme Čatež, d.d.
266. Terme Čatež, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Terme Čatež, d.d.* Brežice: Terme Čatež, d.d.
267. Terme Čatež, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Terme Čatež, d.d.* Brežice: Terme Čatež, d.d.
268. Terme Čatež, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Terme Čatež, d.d.* Brežice: Terme Čatež, d.d.
269. Terme Čatež, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Terme Čatež, d.d.* Brežice: Terme Čatež, d.d.
270. Terme Čatež, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Terme Čatež, d.d.* Brežice: Terme Čatež, d.d.
271. Terme Čatež, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Terme Čatež, d.d.* Brežice: Terme Čatež, d.d.
272. Terme Čatež, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Terme Čatež, d.d.* Brežice: Terme Čatež, d.d.
273. Terme Dobrna, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna, d.d.* Dobrna: Terme Dobrna, d.d.
274. Terme Dobrna, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna, d.d.* Dobrna: Terme Dobrna, d.d.
275. Terme Dobrna, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna, d.d.* Dobrna: Terme Dobrna, d.d.

276. Terme Dobrna, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna, d.d.* Dobrna: Terme Dobrna, d.d.
277. Terme Dobrna, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna, d.d.* Dobrna: Terme Dobrna, d.d.
278. Terme Dobrna, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna, d.d.* Dobrna: Terme Dobrna, d.d.
279. Terme Dobrna, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna, d.d.* Dobrna: Terme Dobrna, d.d.
280. Terme Dobrna, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna, d.d.* Dobrna: Terme Dobrna, d.d.
281. Terme Dobrna, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Terme Dobrna, d.d.* Dobrna: Terme Dobrna, d.d.
282. Union hoteli, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Union hoteli, d.d.* Ljubljana: Union hoteli, d.d.
283. Union hoteli, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Union hoteli, d.d.* Ljubljana: Union hoteli, d.d.
284. Union hoteli, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Union hoteli, d.d.* Ljubljana: Union hoteli, d.d.
285. Union hoteli, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Union hoteli, d.d.* Ljubljana: Union hoteli, d.d.
286. Union hoteli, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Union hoteli, d.d.* Ljubljana: Union hoteli, d.d.
287. Union hoteli, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Union hoteli, d.d.* Ljubljana: Union hoteli, d.d.
288. Union hoteli, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Union hoteli, d.d.* Ljubljana: Union hoteli, d.d.
289. Union hoteli, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Union hoteli, d.d.* Ljubljana: Union hoteli, d.d.
290. Union hoteli, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Union hoteli, d.d.* Ljubljana: Union hoteli, d.d.
291. Urad za makroekonomske analize in razvoj. (2014). *Ekonomski izzivi 2014: Zadolženost in razdolževanje slovenskih podjetij.* Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in razvoj.
292. Urad za makroekonomske analize in razvoj. (2017). *Zadolženost podjetniškega sektorja.* Najdeno 8. avgusta 2017 na spletnem naslovu [http://www.umar.gov.si/fileadmin/user\\_upload/publikacije/kratke\\_analize/Zadolzenost\\_Lusina/Zadolzenost\\_podjetniškega\\_sektorja1.pdf](http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/kratke_analize/Zadolzenost_Lusina/Zadolzenost_podjetniškega_sektorja1.pdf)
293. Žito, d.d. (2007). *Letno poročilo podjetja Žito, d.d.* Ljubljana: Žito, d.d.
294. Žito, d.d. (2008). *Letno poročilo podjetja Žito, d.d.* Ljubljana: Žito, d.d.
295. Žito, d.d. (2009). *Letno poročilo podjetja Žito, d.d.* Ljubljana: Žito, d.d.
296. Žito, d.d. (2010). *Letno poročilo podjetja Žito, d.d.* Ljubljana: Žito, d.d.

297. Žito, d.d. (2011). *Letno poročilo podjetja Žito, d.d.* Ljubljana: Žito, d.d.
298. Žito, d.d. (2012). *Letno poročilo podjetja Žito, d.d.* Ljubljana: Žito, d.d.
299. Žito, d.d. (2013). *Letno poročilo podjetja Žito, d.d.* Ljubljana: Žito, d.d.
300. Žito, d.d. (2014). *Letno poročilo podjetja Žito, d.d.* Ljubljana: Žito, d.d.
301. Žito, d.d. (2015). *Letno poročilo podjetja Žito, d.d.* Ljubljana: Žito, d.d.

## **PRILOGE**





## **KAZALO PRILOG**

Priloga 1: Seznam kratic.....	1
Priloga 2: Seznam virov za Tabelo 6, Tabelo 7, Tabelo 8, Tabelo 9, Tabelo 10, Tabelo 11, Tabelo 12, Tabelo 13, Tabelo 14 in Tabelo 15 ter Slika 4, Slika 5, Slika 6, Slika 7 in Slika 8.....	2



## **PRILOGA 1: Seznam kratic**

AJPES.....	Agencija Republike Slovenije za Javnopravne Evidence in Storitve
BDP.....	Bruto domači proizvod
DUTB.....	Družba za upravljanje terjatev bank, d.d.
EBITDA.....	Poslovni izid pred obrestmi, davki in amortizacijo
EUR.....	Evro
GVIN.....	Poslovno informacijski portal slovenskega gospodarstva
mio.....	milijon
mrd.....	milijarda
SKD.....	Standardna klasifikacija dejavnosti
STATA.....	Statistična programska oprema za analizo podatkov
SURS.....	Statistični urad Republike Slovenije





