

UNIVERZA V LJUBLJANI

EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**EMPIRIČNA ANALIZA DEJAVNIKOV STRUKTURE KAPITALA
SLOVENSКИH PODJETIJ V OBDOBJU 2006-2009**

Ljubljana, december 2011

KLEMEN STEGOVEC

IZJAVA

Študent Klemen Stegovec izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Igorja Lončarskega, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 20. 12. 2011

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 TEORIJE STRUKTURE KAPITALA.....	2
1.1 Teorija tehtanja (angl. <i>trade-off theory</i>)	2
1.2 Teorija vrstnega reda (angl. <i>pecking order theory</i>)	5
1.3 Postkeynesianska teorija strukture kapitala (angl. <i>post-Keynesian theory of capital structure</i>)	6
1.4 Teorija delavskega upravljanja (angl. <i>theory of the employee-governed firm</i>) in vplivi na strukturo kapitala	7
1.5 Ostale teorije strukture kapitala	7
1.5.1 Tradicionalna razlaga strukture kapitala podjetja	8
1.5.2 Teorija tempiranja trga (angl. <i>market timing theory</i>).....	8
1.5.3 Teorija strinjanja (angl. <i>agreement theory</i>)	9
2 STRUKTURA KAPITALA PODJETIJ V DRŽAVAH SREDNJE IN VZHODNE EVROPE	9
2.1 Pretekle raziskave strukture kapitala podjetij v Sloveniji	11
2.1.1 Empirična analiza finančnih odločitev slovenskih podjetij	11
2.1.2 Novejše raziskave strukture kapitala slovenskih podjetij	14
3 SLOVENSKO OKOLJE V LETIH OD 2006 DO 2009	17
3.1 Ekonomsko okolje	17
3.1.1 Gospodarska rast.....	17
3.1.2 Stopnja brezposelnosti in inflacija	18
3.1.3 Obrestne mere in rast bilančne vsote bank	20
3.1.4 Naložbe; cena in likvidnost.....	21
3.2 Politično okolje.....	22
3.3 Vpliv okolja	23
4 PREDSTAVITEV VZORCA PODJETIJ	24
4.1 Značilnosti podjetij v vzorcu	24
4.1.1 Dejavnost	24
4.1.2 Velikost.....	25
4.1.3 Pravna oblika	26
4.2 Dodatni kriterij za vključitev podjetij v vzorec	27

5 OPIS MODELA	27
5.1 Odvisna spremenljivka zadolženost podjetja (angl. <i>leverage</i>)	27
5.1.1 Stopnja zadolženosti za obdobje od 2006 do 2009	28
5.1.2 Vpliv lastništva na zadolženost slovenskih podjetij	30
5.2 Neodvisne spremenljivke	32
5.2.1 Opredmetenost osnovnih sredstev (angl. <i>tangibility of assets</i>).....	32
5.2.2 Rast prihodkov	32
5.2.3 Velikost podjetja	33
5.2.4 Variabilnost dobičkonosnosti.....	34
5.2.5 Dobičkonosnost.....	35
5.2.6 Ostale spremenljivke.....	35
5.3 Pričakovane povezave med odvisno in neodvisnimi spremenljivkami	36
5.4 Uporabljene statistične tehnike.....	37
5.4.1 Uporaba panelne regresije.....	37
5.4.2 Vrste panelne regresije.....	38
5.4.3 Izbira med modelom s stalnimi koeficienti in ostalima modeloma	39
5.4.4 Izbira med modelom s stalnimi učinki in modelom s slučajnimi učinki	39
6 REZULTATI RAZISKAVE	40
6.1 Zavrnitev ustreznosti uporabe modela s stalnimi koeficienti	40
6.2 Uporabljena regresijska funkcija	40
6.3 Model s stalnimi učinki	41
6.4 Model s slučajnimi učinki.....	42
6.5 Izbira ustrežnejšega modela.....	42
6.6 Preoblikovanje vzorca	43
6.6.1 Rezultati panelne regresije za vzorec podjetij, ki niso bila predmet prevzema	44
6.6.2 Rezultati panelne regresije za vzorec podjetij, ki so bila predmet prevzema	45
6.7 Interpretacija rezultatov za celoten vzorec	46
6.8 Interpretacija rezultatov za alternativna vzorca.....	48
SKLEP.....	48
LITERATURA IN VIRI	50

UVOD

Pomemben del literature s področja poslovnih financ je namenjen obravnavi strukture kapitala podjetij (angl. *capital structure*). Številni ekonomski raziskovalci so v zadnjih desetletjih razvili teorije strukture kapitala, medtem ko ostali raziskujejo, ali so te teorije uporabne tudi v praksi ali so uporabne le kot akademski koncept. Večina raziskovalcev je v preteklosti preučevala strukturo kapitala podjetij z razvitih trgov, predvsem evropskega in ameriškega.

V zadnjih dvajsetih letih pa je v Evropi nastalo veliko število novih, samostojnih držav, ki so začele svoje ekonomsko in politično okolje prilagajati zakonitostim, ki so jih že desetletja prej poznale države Zahodne Evrope. S spreminjanjem ekonomskega okolja v teh državah so začeli tudi raziskovalci vse pogosteje preučevati značilnosti poslovnih financ v tem okolju, tudi strukturo kapitala podjetij (Hussain & Nivorozhkin, 1997; Klapper, Sarria-Allende & Sulla, 2002; Delcoure, 2007). Raziskave strukture kapitala podjetij so v zadnjem desetletju opravili tudi številni slovenski akademiki (Mramor & Valentinčič, 2001; Berk, 2005; Črnigoj & Mramor, 2009).

Namen magistrskega dela je opraviti analizo dejavnikov, ki so vplivali na strukturo kapitala slovenskih podjetij v obdobju od leta 2006 do 2009. Na vzorcu 200 slovenskih podjetij in z uporabo panelnih regresijskih tehnik bom ugotavljal, katera teorija strukture kapitala podjetij najbolje opisuje stanje slovenskih podjetij.

Cilj magistrskega dela je tako bralcu predstaviti hiter in dinamičen proces spreminjanja in vplivov na strukturo kapitala slovenskih podjetij v obdobju, za katerega je bila na začetku značilna hitra gospodarska rast, na koncu pa ga je zaznamoval začetek še vedno trajajoče finančne in gospodarske ter politične krize.

Magistrsko delo je razdeljeno na šest glavnih poglavij. Posamezna poglavja so nato zaradi večje preglednosti dodatno razdeljena na ožje vsebinske sklope. Zaradi preglednosti in razumljivosti so v vsebino vključene slike in tabele.

Uvodu sledi prvo poglavje, v katerem opišem teorije strukture kapitala, ki jih bom v nadaljevanju empirično preveril, to so teorija tehtanja, teorija vrstnega reda, postkeynesianska teorija in teorija delavskega upravljanja. Dodan je še kratek opis nekaterih ostalih teorij strukture kapitala, ki niso predmet nadaljnje raziskave, vendar pomembno prispevajo k razumevanju še ostalih vidikov oblikovanja strukture kapitala.

Drugo poglavje se nanaša na pregled teorije s področja strukture kapitala podjetij v državah Vzhodne in Srednje Evrope. V poglavju so izpostavljene številne specifičnosti pri oblikovanju strukture kapitala podjetij v teh državah, ki za podjetja, ki delujejo na bolj razvitih trgih, niso

značilne. Drugi del poglavja je namenjen natančnejšemu pregledu novejši literature, ki opisuje strukturo kapitala slovenskih podjetij in je pomembna podlaga za mojo raziskavo.

Tretje poglavje opisuje slovensko ekonomsko in politično okolje v obdobju od leta 2006 do 2009. Izpostavljene so značilnosti, ki so pozitivno vplivale na porast zadolževanja v tem obdobju.

Četrto poglavje je namenjeno predstavitvi vzorca podjetij, ki so del raziskave. Predstavljam najpomembnejše skupne značilnosti podjetij, izbranih v vzorec, in načine in postopke za oblikovanje vzorca podjetij.

V petem poglavju opišem model in uporabljene statistične tehnike ter prikažem lastnosti odvisne in neodvisnih spremenljivk, ki sem jih uporabil pri raziskavi, medtem ko je šesto poglavje namenjeno predstavitvi rezultatov in interpretaciji le-teh.

1 TEORIJE STRUKTURE KAPITALA

Ob upoštevanju petih predpostavk popolnega trga kapitala, to so: trg kapitala deluje brez trenja, na trgu blaga in kapitala vlada popolna konkurenca, trg kapitala je informacijsko učinkovit, finančni investitorji se obnašajo racionalno in imajo homogena pričakovanja, ter v razmerah gotovosti struktura kapitala podjetja ne vpliva na tržno vrednost podjetja. Povečevanje deleža dolžniških vrednostnih papirjev v strukturi kapitala proporcionalno poveča tveganost lastniških vrednostnih papirjev podjetja in s tem njihovo zahtevano stopnjo donosnosti, zato se povprečni stroški kapitala podjetja ne spreminjajo. Ob upoštevanju pogojev popolnega trga kapitala optimalna struktura kapitala ne obstaja (Mramor, 2002, str. 90–106).

1.1 Teorija tehtanja (angl. *trade-off theory*)

Teorija tehtanja predvideva različne načine oblikovanja strukture kapitala podjetja v odvisnosti od opuščeni predpostavk popolnega trga kapitala¹, saj so izsledki teorije ob upoštevanju popolnega trga kapitala vprašljivi.

V finančno najbolj razvitih tržnih gospodarstvih dosega finančni trgi srednje močno obliko učinkovitosti, za katero velja, da finančni investitor ne more doseči večjega donosa svojih naložb s tem, da razvije pravila trgovanja z vrednostnimi papirji, ki temeljijo na katerih koli javno razpoložljivih informacijah. Tudi na nepopolnem trgu kapitala ostaja cilj poslovanja podjetja maksimiranje njegove tržne vrednosti (Mramor, 2002, str. 107–110).

¹ Predpostavke popolnega trga kapitala, ki jih je mogoče opustiti, so: podjetniški in osebni davki, stroški finančne stiske in stečaja podjetja in simetrija informacij, ki jih imajo posamezni deležniki podjetja na voljo pri sprejemanju svojih odločitev.

Prvo nepopolnost trga kapitala predstavlja uvedba podjetniških davkov. Kljub uvedbi podjetniških davkov še vedno velja, da se s povečevanjem dolžniških vrednostnih papirjev v strukturi kapitala povečuje zahtevana stopnja donosnosti lastniških vrednostnih papirjev. Pomembna razlika je pojav davčnega ščita, ki nastane zaradi plačevanja obresti na dolžniške vrednostne papirje, ki zmanjšujejo davčno osnovo podjetju. Optimalno strukturo kapitala v tem okolju podjetje doseže, ko je v celoti financirano z dolžniškimi vrednostnimi papirji (Mramor, 2002, str. 111–120). Brealey in Myers (1988, str. 367) sta poudarila, da je takšen sklep samo teoretično zanimiv, saj je financiranje podjetja samo z dolžniškimi vrednostnimi papirji absurdno in popolnoma nestvarno.

Naslednja nepopolnost trga kapitala je vpeljava osebnih davkov, to je davkov, ki jih finančni investitorji plačujejo na dobičke iz finančnih naložb. Analizi optimalne strukture kapitala v tem okolju so dodane nekatere predpostavke, in sicer osebna davčna stopnja za donos lastniških vrednostnih papirjev je enaka nič, donos na dolžniške vrednostne papirje je netvegan, podjetniška davčna stopnja je konstantna in finančni investitorji so progresivno obdavčeni, nekateri tudi z osebno davčno stopnjo, ki je enaka nič. V primeru, ko na trgu obstajajo samo lastniški vrednostni papirji, obstajajo finančni investitorji, ki imajo osebno davčno stopnjo za donos dolžniških vrednostnih papirjev nižjo od podjetniške davčne stopnje. Ker se podjetja obnašajo racionalno, začnejo izdajati dolžniške vrednostne papirje z donosnostjo, ki za najmanj obdavčene investitorje po plačilu osebnih davkov izenačijo tveganju prilagojeno donosnost lastniških vrednostnih papirjev. Podjetja bodo svojo tržno vrednost povečevala toliko časa, dokler nakupi dolžniških vrednostnih papirjev ne bodo dosegli investitorjev tistega davčnega razreda, katerega osebna davčna stopnja na dolžniške vrednostne papirje je enaka podjetniški davčni stopnji. Ob izenačitvi podjetniške in osebne davčne stopnje podjetje s povečevanjem deleža dolžniških vrednostnih papirjev ne more več povečati svoje tržne vrednosti. Hkrati pa za vsa podjetja skupaj (sektor podjetij) velja, da bo obstajal optimalen obseg njihovega skupnega financiranja z dolžniškimi vrednostnimi papirji, kljub temu da za posamezno podjetje optimalna struktura kapitala ne obstaja (Mramor, 2002, str. 118–128).

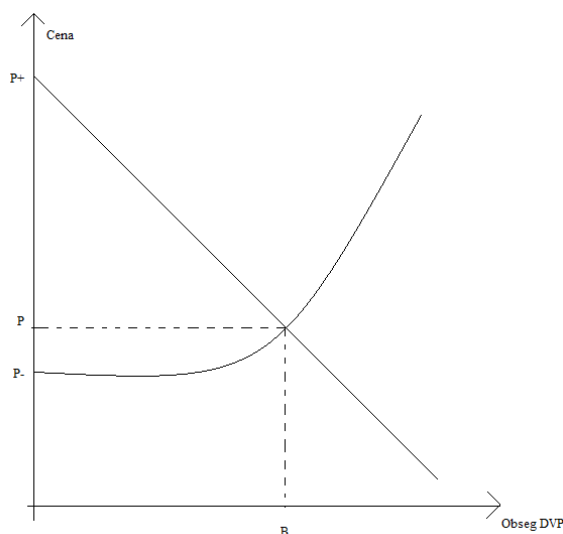
Upoštevanje stroškov finančne stiske predstavlja zadnjo opuščeno predpostavko popolnega trga kapitala. Stroški finančne stiske se nanašajo na stroške stečaja, stroške finančne stiske in tisti del stroškov agentov, ki je odvisen od finančne stiske. Stroški stečaja nastanejo zaradi dolgoročne plačilne nesposobnosti podjetja in stanja, v katerem ima podjetje nižjo vrednost sredstev od vrednosti dolga, ter vključujejo neposredne stroške, ki nastanejo zaradi plačila postopka stečaja, in posredne stroške, ki vključujejo izgubljene možnosti podjetja zaradi postopka stečaja. Z večanjem deleža dolžniških vrednostnih papirjev se povečuje možnost stečaja podjetja, ki na tržno vrednost podjetja vpliva že takrat, ko možnost stečaja zgolj obstaja, ni pa še realizirana. Stroški finančne stiske nastanejo, ko podjetje ne more refinancirati svojih obveznosti iz dolžniških vrednostnih papirjev, in zmanjšujejo vrednost podjetja zaradi znižanja investicijske dejavnosti, ustavljenih dobav dobaviteljev, upada

prodaje in podobnih izgubljenih možnosti. Stroški agentov zaradi finančne stiske nastanejo, ko želijo imetniki lastniških vrednostnih papirjev s finančnimi transakcijami prevaliti del stroškov na imetnike dolžniških vrednostnih papirjev in zavarovati vrednost svojih naložb (Mramor, 2002, str. 129–134).

V primeru, ko obstajajo tudi stroški finančne stiske, ki so pozitivno povezani z obsegom dolžniških vrednostnih papirjev, večje število izdanih dolžniških vrednostnih papirjev predstavlja zmanjšanje učinka davčnega štita na vrednost podjetja. Pri večjem obsegu dolžniških vrednostnih papirjev vsako podjetje izniči vpliv večjih stroškov na tržno vrednost, samo če se hkrati zmanjša zahtevana donosnost dolžniških vrednostnih papirjev in posledično poveča njihova cena. Pri določenem obsegu dolžniških vrednostnih papirjev posameznega podjetja obstaja samo ena tržna cena dolžniških vrednostnih papirjev, pri kateri podjetje doseže svojo največjo tržno vrednost. Cena mora biti tem višja, čim višji je obseg dolžniških vrednostnih papirjev (Mramor, 2002, str. 146–147).

Pri ceni P ima sektor podjetij optimalno strukturo kapitala, ko izda toliko dolžniških vrednostnih papirjev, da je njihov donos enak B . Vsako posamezno podjetje ima pri tej ceni svojo specifično optimalno strukturo kapitala, saj so stroški stečaja, finančne stiske in del stroškov agentov različni za vsako podjetje. Slika 1 prikazuje ponudbo, povpraševanje in ravnovesje na trgu dolžniških vrednostnih papirjev ob opustitvi predpostavk popolnega trga kapitala. Vrednost $P+$ je najvišja cena, po kateri so finančni investitorji pripravljene povpraševati po dolžniških vrednostnih papirjih podjetja, in je enaka ceni lastniških vrednostnih papirjev. Vrednost $P-$ je najnižja cena, po kateri so podjetja pripravljena ponuditi dolžniške vrednostne papirje, in je enaka ceni lastniških vrednostnih papirjev, zmanjšani za stopnjo podjetniškega davka.

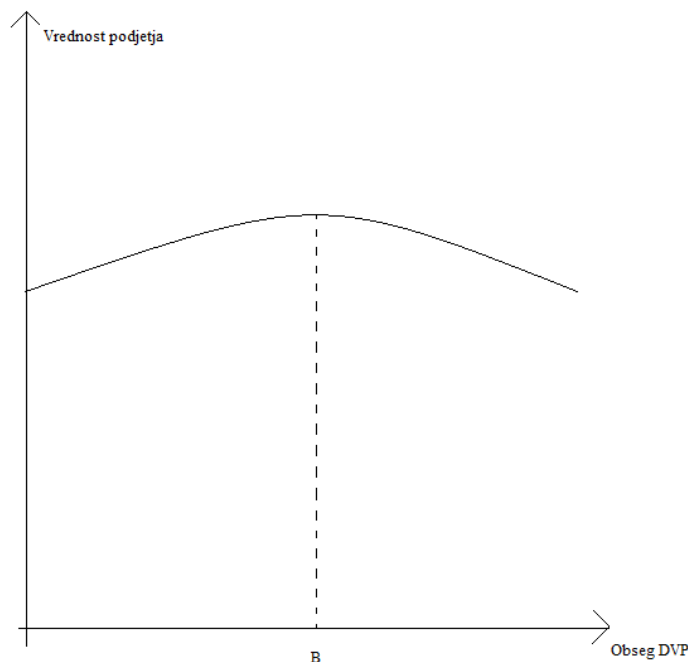
Slika 1: Ponudba, povpraševanje in ravnovesje na trgu dolžniških vrednostnih papirjev ob opustitvi predpostavk popolnega trga kapitala



Vir: D. Mramor, *Teorija poslovnih financ*, 2002, str. 148.

Slika 2 prikazuje krivuljo vrednosti podjetja pri različnem številu izdanih dolžniških vrednostnih papirjev, ki je za vsako podjetje različna in konveksna. Največjo tržno vrednost doseže podjetje pri številu izdanih dolžniških vrednostnih papirjev B, kar predstavlja tudi optimalno strukturo kapitala za posamezno podjetje.

Slika 2: Obseg izdanih dolžniških vrednostnih papirjev in vpliv na tržno vrednost podjetja



Vir: D. Mramor, *Teorija poslovnih financ*, 2002, str. 149.

1.2 Teorija vrstnega reda (angl. *pecking order theory*)

Teorija vrstnega reda je razvita ob uvedbi asimetrije informacij kot naslednje nepopolnosti na finančnih trgih in sodi med neoklasične teorije strukture kapitala, vendar se v veliki meri razlikuje od teorije tehtanja. Myers (1984, str. 196–197) je ob upoštevanju teorije vrstnega reda izpostavil naslednje ravnanje podjetja pri oblikovanju strukture kapitala:

- podjetja dajejo prednost notranjim virom financiranja pred zunanjimi,
- podjetja prilagodijo dividendno politiko svojim investicijskim priložnostim in jo le postopoma spreminjajo,
- toga dividendna politika in nepredvidljivost in spremenljivost dobičkonosnosti podjetja in investicijskih priložnosti lahko povzročijo, da je denarni tok višji oziroma nižji, kot je zahtevan za izvedbo investicij. Če denarni tok ne zadošča, podjetje najprej porabi denarne rezerve in proda kratkoročne finančne naložbe za financiranje investicij,
- če podjetje potrebuje zunanje vire financiranja, najprej izda najbolj varne vrednostne papirje; podjetje najprej uporabi dolžniške vrednostne papirje, nato hibridne vrednostne

papirje in kot zadnjo možnost lastniške vrednostne papirje v obliki dokapitalizacije podjetja,

- zadolženost podjetja je odraz potreb podjetja po zunanjem financiranju, saj podjetje novih lastniških papirjev ne bo nikoli izdalo.

Myers (1984, str. 198–201) je opozarjal, da je teorija vrstnega reda močno povezana z asimetrijo informacij, saj drugače ni mogoče razložiti uporabe dolžniških vrednostnih papirjev kot edinega vira zunanjega financiranja podjetja, kajti tudi nov zunanji kapital ima prek izdaje lastniških vrednostnih papirjev številne pozitivne učinke na podjetje, med drugim prispeva k nižji stopnji zadolženosti podjetja. Asimetrija informacij obstaja, saj je menedžment podjetja veliko bolje informiran o stanju v podjetju, kot to velja za zunanje oziroma nove investitorje. Hkrati menedžment podjetja zasleduje cilje maksimiziranja tržne vrednosti podjetja in s tem ščiti sedanje lastnike podjetja. Zunanji investitorji, ki bi kupili nove lastniške vrednostne papirje, predpostavljajo, da jim menedžment podjetja ni naklonjen, zato ustrezno prilagodijo vrednost, po kateri so pripravljeni lastniške vrednostne papirje kupiti. Če so notranje informacije menedžmenta podjetja neugodne, bi podjetje vedno izdalo nove lastniške vrednostne papirje ne glede na investicijske priložnosti, medtem ko v primeru pozitivnih notranjih informacij do izdaje podcenjenih lastniških vrednostnih papirjev ne bi nikoli prišlo.

Myers (1984, str. 201) je poudaril, da obstajajo nekateri stroški, povezani z zunanjim financiranjem podjetja, med drugim stroški izdajanja vrednostnih papirjev in preizka cena novih vrednostnih papirjev. Ob upoštevanju asimetrije informacij pa nastanejo tudi novi stroški, in sicer možnost, da se podjetje ne bo odločilo za izdajo novih vrednostnih papirjev in bo s tem opustilo dobro investicijsko priložnost. Strošek asimetrije informacij lahko podjetje obide, če zadrži dovolj denarnega toka za izvedbo investicij.

Teorijo vrstnega reda potrđita tudi Myers in Majluf (1984, str. 187) z ugotovitvami, da podjetja dajejo prednost notranjim virom financiranja, medtem ko se financiranju z izdajo novih lastniških vrednostnih papirjev poskušajo v celoti izogniti, saj nove izdaje teh vrednostnih papirjev najbolj znižajo asimetrijo informacij, ki obstaja med menedžmentom podjetja in zunanjimi investitorji.

1.3 Postkeynesianska teorija strukture kapitala (angl. *post-Keynesian theory of capital structure*)

Mramor in Valentinčič (2001, str. 68–70) sta za glavne značilnosti postkeynesianske teorije strukture kapitala izpostavila naslednje: Postkeynesianska teorija predvideva, da menedžerji sledijo svojim lastnim, osebnim ciljem pri vodenju podjetja. Likvidacija oziroma stečaj podjetja za vodilne menedžerje predstavlja tako veliko izgubo, da želijo znižati verjetnost pojava te težke situacije. Cilj podjetja je zato maksimizacija verjetnosti dolgoročnega

preživetja podjetja. Po predpostavkah teorije naj bi delničarji podjetja morali sprejeti tak odnos menedžerjev in ga razumeti kot neodločljiv strošek vodenja podjetja.

Po tej teoriji je tudi razmerje med dolgom in kapitalom funkcija tveganosti posameznega podjetja. Podjetja z nizko stopnjo lastniškega kapitala lahko povečajo verjetnost dolgoročnega preživetja, če financirajo svoje relativno velike projekte, ki imajo visok pričakovan donos in visoko tveganje, z dolžniškimi viri financiranja. Nasprotno velja za starejša podjetja z visoko stopnjo lastniškega kapitala. V primerjavi s prejšnjo skupino podjetij bodo ta investirala manj, projekti pa bodo v veliki meri financirani z lastniškim kapitalom.

1.4 Teorija delavskega upravljanja (angl. *theory of the employee-governed firm*) in vplivi na strukturo kapitala

Teorija delavskega upravljanja podjetij predpostavlja, da posredno ali neposredno podjetje upravljajo delavci in ne lastniki oziroma menedžerji podjetja. Zaposleni, ki so eni izmed deležnikov podjetja, imajo lahko v lasti visok delež izdanih lastniških vrednostnih papirjev podjetja, čeprav ima posamezen zaposleni relativno malo svojega premoženja vezanega na lastniške vrednostne papirje tega podjetja.

Teorija predvideva, da je cilj delavcev maksimizacija njihovih plač v širšem pomenu. Razširjena definicija tako ne vključuje samo plač, temveč tudi vse ugodnosti, dobre delovne pogoje in tudi dividende, ki jih delavci kot lastniki podjetja prejmejo. Navadno se predpostavlja, da so cilji delavcev kratkoročni.

Ker je cena lastniškega kapitala v primeru delavskega upravljanja zelo nizka, je optimalna struktura kapitala v tem primeru sestavljena pretežno iz lastniškega kapitala (stopnja zadolženosti podjetja je zaželeno najnižja možna), ki omogoča maksimizacijo plač. Podjetja z nizko stopnjo donosnosti bodo svoje visoko donosne projekte financirala z dolgom, saj ni razloga za uporabo dragega zunanjega lastniškega financiranja, ki lahko zniža njihov vpliv pri vodenju podjetja (Mramor & Valentinčič, 2001, str. 71–73).

1.5 Ostale teorije strukture kapitala

Naslednje teorije predstavljajo nekoliko drugačen pogled na oblikovanje strukture kapitala, kot ga predvidevajo teorije, obravnavane v prejšnjem delu poglavja. Teh teorij zaradi svojih specifičnih lastnosti in neustreznosti pri obravnavi v slovenskem gospodarskem in finančnem okolju ne bom empirično analiziral.

1.5.1 Tradicionalna razlaga strukture kapitala podjetja

Preden so številni ekonomisti razvili in testirali svoje teorije strukture kapitala, so zagovorniki tradicionalne razlage strukture kapitala podjetja na podlagi izkušenj iz prakse trdili, da struktura kapitala vpliva na vrednost podjetja. Njihova razlaga je temeljila na predpostavki o neracionalnem obnašanju finančnih investorjev. Sklepali so, da se pri nizki stopnji zadolženosti podjetja s povečevanjem deleža dolžniških vrednostnih papirjev v strukturi kapitala poveča tržna vrednost podjetja, saj so stroški dolžniških vrednostnih papirjev nižji od stroškov lastniških vrednostnih papirjev. Tržna vrednost podjetja se povečuje, dokler podjetje lahko zamenja lastniške vrednostne papirje s cenejšimi dolžniškimi. Pri določeni višini zadolženosti podjetja tako ustvari optimalno strukturo kapitala podjetja in s tem najvišjo tržno vrednost podjetja. Povečanje zadolženosti v tej točki pa ponovno zmanjšuje vrednost podjetja, saj investitorji zahtevajo vedno višje donosnosti vrednostnih papirjev tega podjetja (Mramor, 2002, str. 86–90).

Ker tradicionalna razlaga temelji na empiričnih izkustvih posameznih opazovalcev in ne na znanstvenih dejstvih, je ni mogoče ustrezno testirati. Kljub sklepom tradicionalne razlage, ki so podobni ugotovitvam teorije tehtanja ob opuščanju predpostavk popolnega trga kapitala, pa so načini sklepanja, ki privedejo do podobnih rezultatov, povsem različni in medsebojno neprimerljivi.

1.5.2 Teorija tempiranja trga (angl. *market timing theory*)

Baker in Wurgler (2002, str. 1–4) sta izpostavila glavne značilnosti teorije tempiranja trga:

- podjetja izdajajo lastniške vrednostne papirje v času visokih tržnih cen in odkupujejo lastniške vrednostne papirje v času nizkih tržnih cen,
- tempiranje trga ima pomemben in dolgoročen vpliv na strukturo kapitala,
- trenutna struktura kapitala je rezultat vseh predhodnih poskusov tempiranja trga,
- s stališča vlagateljev tempiranje trga nudi več koristi dolgoročnim vlagateljem, saj so kratkoročni (špekulativni) vlagatelji velikokrat na slabšem, ker kupujejo lastniške vrednostne papirje v času visokih cen.

Teorija predvideva neprestano vpetost podjetja v sam proces oblikovanja strukture kapitala. Vendar je struktura kapitala podjetja po ugotovitvah teorije tempiranja trga posledica preteklih, trenutnih in pričakovanih razmer na nepopolnih finančnih trgih, ne pa posamezne nepopolnosti na trgu kapitala, kot to predvidevajo na primer neoklasične teorije strukture kapitala. Baker in Wurgler (2002, str. 3) zavrneta obstoj ciljne strukture kapitala, ki jo na dolgi rok poskuša doseči podjetje s posredovanjem na finančnih trgih, medtem ko Alti (2006, str. 1690) izpostavlja, da je vpliv tempiranja trga na strukturo kapitala podjetja kratkoročen in na dolgi rok podjetje poskuša doseči ciljno strukturo kapitala.

Teorija tempiranja trga je za empirično analizo na slovenskem finančnem trgu neprimerna, saj je število novih izdaj vrednostnih papirjev zelo nizko. Poleg tega je za finančni trg značilna tudi zelo nizka likvidnost vrednostnih papirjev, še posebej dolžniških (s številnimi obveznicami slovenskih podjetij se na organiziranem trgu sploh ne trguje). V teh okoliščinah je teorijo, ki predvideva izkoriščanje cen posameznih vrednostnih papirjev v korist podjetja, nemogoče testirati.

1.5.3 Teorija strinjanja (angl. *agreement theory*)

Dittmar in Thakor (2007, str. 1) sta razvila tako imenovano teorijo strinjanja med menedžerji podjetja in obstoječimi lastniki podjetja. V svojem delu sta izrazila strinjanje z nekaterimi vidiki teorije tempiranja trga, vendar sta jo še dodatno nadgradila in izboljšala. S teorijo sta predvidela, da menedžerji podjetja izdajajo lastniške vrednostne papirje za financiranje investicij takrat, ko imajo lastniki in menedžerji podobne poglede na koristi, ki jih prinaša investicija. Strinjanje lastnikov in menedžerjev enačita z izdajami lastniških vrednostnih papirjev, medtem ko je nestrinjanje obeh skupin povezano z izdajo dolžniških vrednostnih papirjev. Avtorja sta ambiciozno trdila, da ima njuna teorija največjo moč pri razlaganju strukture kapitala podjetja.

Ker tudi teorija strinjanja temelji na nekaterih ugotovitvah teorije tempiranja trga, je empirična analiza teorije v slovenskem gospodarskem in finančnem okolju nemogoča.

2 STRUKTURA KAPITALA PODJETIJ V DRŽAVAH SREDNJE IN VZHODNE EVROPE

Za podjetja v državah Srednje in Vzhodne Evrope je značilna sprememba ekonomskega in političnega okolja v začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja, ki ji pravimo proces tranzicije. Falke (2002, str. 4–6) proces tranzicije opisuje kot spreminjanje delovanja starih in uvajanje novih državnih institucij, ki se zavzemajo za liberalizacijo trga, neodvisnost finančnih institucij in pospeševanje podjetništva, ki temelji na prestrukturiranju in privatizaciji obstoječih podjetij in ustanavljanju novih podjetij v zasebni lasti. Poskusil bom ugotoviti, če v teh državah obstajajo drugačne zakonitosti pri oblikovanju strukture kapitala podjetij kot pri podjetjih v razvitih državah, npr. v Zahodni Evropi in ZDA.

Hussain in Nivorozhkin (1997, str. 24) sta raziskovala strukturo kapitala poljskih podjetij, ki so kotirala na borzi med letoma 1991 in 1994. Ugotavljala sta, da je bila za poljska podjetja v začetnem postopku tranzicije značilna nizka stopnja zadolženosti, saj banke niso želele posojati tem podjetjem zaradi visokih tveganj, ki so bila povezana z njimi. Vpliv koncentracije lastništva podjetij na stopnjo zadolženosti podjetij je bil minimalen. Izpostavila sta še, da so imela velika podjetja v tuji lasti, ki so delovala na Poljskem, precej višjo stopnjo zadolženosti kot ostala podjetja.

Cornelli, Portes in Schaffer (1996, str. 2) so ugotavljali, ali je finančni sektor na Madžarskem in Poljskem dovolj financiral podjetja in spremljal tveganja, povezana z njimi. Opazili so negativno povezanost med dobičkonosnostjo podjetja in zadolženostjo ter višino opredmetenih osnovnih sredstev in zadolženostjo, medtem ko je velikost podjetja pozitivno vplivala na stopnjo zadolženosti.

Nivorozhkin (2002, str. 185) je preučeval vplive na strukturo kapitala madžarskih podjetij, ki so kotirala na borzi, med letoma 1992 in 1995. Ugotovil je, da so imela podjetja nizko stopnjo dolga v obveznostih do virov financiranja. Opazil je negativno povezanost med višino opredmetenih osnovnih sredstev in zadolženostjo, ki je bila posledica pomanjkanja dolgoročnih dolžniških virov financiranja. Izpostavil je, da so bila večja podjetja navadno bolj zadolžena kot manjša in da so imela bolj dobičkonosna podjetja manjšo stopnjo zadolženosti kot manj dobičkonosna.

Klapper, Sarria-Allende in Sulla (2002, str. 25) so preučevali strukturo kapitala v malih in srednje velikih podjetjih v 15 državah Srednje in Vzhodne Evrope. Ugotovili so, da so bila mala in srednje velika podjetja bolj dinamična kot velika. Mala in srednje velika podjetja so bila večinoma mlajša, bolj zadolžena, bolj dobičkonosna in hitreje rastoča kot velika podjetja, kar nakazuje, da so bila ta podjetja bolj tržno naravnana. Hkrati pa so poudarili, da so se ta podjetja soočala s problemom zagotavljanja dolgoročnih dolžniških virov financiranja, kar je omejevalo njihovo sposobnost nadaljnje rasti.

Delcoure (2007, str. 413) je ugotavljala, ali je mogoče katero izmed teorij strukture kapitala podjetja, ki veljajo za podjetja na razvitih, zahodnih trgih, uporabiti za razlago strukture kapitala podjetij v Srednji in Vzhodni Evropi. Ugotovila je, da je modificirana teorija vrstnega reda najbolje opisovala oblikovanje strukture kapitala v teh podjetjih. Modificirana teorija vrstnega reda predpostavlja, da podjetja pri zunanjih virih financiranja dajejo prednost lastniškemu virom pred dolžniškimi. Podjetja so se odločala za lastniške vire financiranja zaradi omejitev finančnega sektorja v teh državah, različnih pravic, ki so jih imeli lastniki lastniških vrednostnih papirjev in dolžniških vrednostnih papirjev, razvitosti in dostopnosti finančnih trgov ter načina upravljanja teh podjetij.

De Haas in Peeters (2006, str. 160) sta preučevala spreminjanje strukture kapitala podjetij, ciljno razmerje med kapitalom in dolgom teh podjetij in hitrost prilagajanja oziroma doseganja te stopnje v državah Srednje in Vzhodne Evrope. Ugotovila sta, da so med procesom tranzicije podjetja povečala svojo zadolženost in zmanjšala razliko med trenutnim in ciljnim razmerjem med kapitalom in dolgom. Izpostavila sta negativno povezanost med dobičkonosnostjo in stopnjo zadolženosti in pozitivno povezanost med starostjo podjetja in zadolženostjo. Hitrost prilagajanja ciljni zadolženosti je bila za ta podjetja nizka zaradi omejitev finančnega sektorja v teh državah.

Nivorozhkin (2005) ter Claessens in Laeven (2003) so v svojih raziskavah potrdili ugotovitve De Haasa in Peetersa.

Ugotovitve raziskovalcev strukture kapitala podjetij v Srednji in Vzhodni Evropi lahko strnem v nekaj ključnih značilnosti, in sicer:

- nizka stopnja zadolženosti podjetij ob začetku procesa tranzicije,
- težka dostopnost do dolžniških virov financiranja zaradi nedelovanja finančnega sektorja,
- velikost in dobičkonosnost podjetja sta glavna faktorja, ki vplivata na oblikovanje strukture kapitala teh podjetij,
- postopno povečevanje stopnje zadolženosti podjetij.

Iz spoznanj raziskovalcev izhaja tudi to, da se oblikovanje strukture kapitala po posameznih državah ne razlikuje v veliki meri. Za celotno območje Srednje in Vzhodne Evrope veljajo približno enake zakonitosti pri oblikovanju strukture kapitala podjetij. Opazen je tudi trend počasnega približevanja oblikovanja strukture kapitala podjetij značilnostim, ki so v preteklosti bile značilne za podjetja iz bolj razvitih območji, kar je posledica razvijajočega se finančnega sektorja v teh državah, ki omogoča podjetjem lažji dostop do financiranja z dolgom. Sklepam lahko, da so podobni procesi in zakonitosti, kot jih opisujejo navedeni avtorji, pri oblikovanju oziroma spreminjanju kapitalske strukture podjetij skozi čas veljavni tudi za Slovenijo, saj je tudi zanj, podobno kot za druge države tega območja, značilen proces preoblikovanja ekonomskega in političnega okolja v zadnjih dvajsetih letih.

2.1 Pretekle raziskave strukture kapitala podjetij v Sloveniji

V devetdesetih letih prejšnjega stoletja je tudi slovensko gospodarstvo prešlo proces tranzicije. Če so se cilji in načini poslovanja slovenskih podjetij skozi ta proces spremenili, bi tudi pretekli raziskovalci morali opaziti razlike v strukturi kapitala podjetij v odvisnosti od časa, v katerem so opravili svoje empirične analize.

2.1.1 Empirična analiza finančnih odločitev slovenskih podjetij

Mramor in Valentinčič (2001, str. 64–93) sta pripravila empirično analizo, s katero sta želela pojasniti najpomembnejše vplive na finančne odločitve slovenskih podjetij. Osnova za njuno delo je bila določitev cilja slovenskih podjetij, ki je temelj za vse nadaljnje, tako finančne kot tudi ostale odločitve posameznega podjetja. Navajata tri različne teorije, ki opisujejo ravnanje podjetij, in sicer neoklasično, postkeynesiansko ter teorijo delavskega upravljanja. Vsaka izmed naštetih teorij predvideva različne cilje podjetja.

Z vprašalnikom, ki je bil naslovljen na finančne direktorje slovenskih podjetij, sta Mramor in Valentinčič ugotavljala, da je bil najpomembnejši cilj slovenskih podjetij konec devetdesetih

let prejšnjega stoletja preživetje podjetja na dolgi rok. V Tabeli 1 so po pomembnosti navedeni cilji, ki so jih izpostavili finančni direktorji. Lestvica pomembnosti je bila razdeljena na ocene od ena do pet, kjer je ocena ena predstavljala nepomemben cilj, medtem ko je ocena pet predstavljala najpomembnejši cilj. Poleg preživetja na dolgi rok so izpostavljeni še naslednji možni cilji: visoka kreditna sposobnost podjetja, finančna neodvisnost, vzdrževanje dobrih virov financiranja, finančna fleksibilnost, maksimizacija vrednosti lastniških vrednostnih papirjev in primerljivost finančnega stanja podjetja z ostalimi podjetji iz iste panoge.

Tabela 1: Cilji slovenskih podjetij po pomembnosti

Cilj	Povprečna vrednost
Dolgoročno preživetje	3,8
Visoka kreditna sposobnost	3,3
Finančna neodvisnost	3,1
Finančna fleksibilnost	2,9
Maksimizacija vrednosti lastniških VP	2,5
Primerljivost finančnega stanja	1,6

Vir: D. Mramor & A. Valentinčič, When Maximizing Shareholders' Wealth Is Not the Only Choice, 2001, str. 78.

Iz dobljenih rezultatov bi lahko sklepal, da so imeli menedžerji slovenskih podjetij glavno vlogo pri upravljanju slovenskih podjetij v tem času². Za potrditev oziroma zavrnitev te hipoteze sta avtorja primerjala še rast plač na zaposlenega z rastjo produktivnosti na zaposlenega. Ugotovila sta, da je v obdobju od 1995 do 1998 rast plač na zaposlenega v povprečju prehitela rast produktivnosti na zaposlenega, zato sta zaključila, da je bil v tem obdobju glavni cilj slovenskih podjetij maksimizacija plač zaposlenih. Maksimizacija plač zaposlenih je zniževala dolgoročne možnosti preživetja podjetij in hkrati zniževala donosnost lastniškega kapitala in sredstev, kar pomeni, da so bili cilj menedžmenta podjetij in njihovih lastnikov sekundarnega pomena, podobno kot je to veljalo za obdobje pred tranzicijo.

Avtorja sta podobno kot za cilje povprašala finančne direktorje tudi po odločitvah, povezanih s strukturo kapitala podjetij. V Tabeli 2 so strnjene njune ugotovitve. Privlačnost posameznega vira financiranja je tudi v tem primeru ocenjena z vrednostmi od ena do pet, kjer ena predstavlja najmanj zaželen vir financiranja, medtem ko pet ustreza najbolj zaželenemu viru financiranja.

² Ugotovitev velja le ob upoštevanju cilja slovenskih podjetij kot edinega dejavnika analize poslovnih financ. Ob upoštevanju ostalih dejavnikov so zaključki raziskave bistveno drugačni.

Tabela 2: Privlačnost posameznega vira financiranja

Vir financiranja	Povprečna vrednost
Zadržani dobički	3,5
Dolgoročno dolžniško financiranje	2,5
Izdaja novih lastniških VP	2,2
Zamenljive obveznice	1,5
Zamenljive prednostne delnice	1,1
Prednostne delnice	1,0

Vir: D. Mramor & A. Valentinčič, When Maximizing Shareholders' Wealth Is Not the Only Choice, 2001, str. 84.

Iz Tabele 2 je razvidno, da je bil zadržani dobiček podjetij najprivlačnejši vir financiranja, ki mu sledita dolgoročno dolžniško financiranje s strani bank in izdaja novih lastniških vrednostnih papirjev. Zanašanje na zadržane dobičke podjetja kot najpomembnejšega vira financiranja je v nasprotju z neoklasično teorijo, saj ne vodi k najnižjim stroškom kapitala in posledično k optimalni strukturi kapitala. Visoka privlačnost financiranja z zadržanimi dobički tako napeljuje na oblikovanje strukture kapitala, ki jo predvideva teorija delavskega upravljanja. Tudi postkeynesianske teorije ni mogoče izključiti, saj ta predvideva, da starejša podjetja povečajo svoje možnosti za dolgoročno preživetje, če so v veliki meri financirana z lastniškim kapitalom.

V želji, da bi potrdila, katera teorija najbolje opisuje oblikovanje strukture kapitala slovenskih podjetij v tem obdobju, sta avtorja izvedla regresijsko analizo, s katero sta ugotovila, da je povezava med dobičkonosnostjo podjetja in zadolženostjo negativna in statistično značilna. Obstajala je tudi močna negativna povezava med višino opredmetenih osnovnih sredstev in zadolženostjo. Rezultati regresijske analize so avtorja pripeljali do sklepa, da je mogoče strukturo kapitala slovenskih podjetij najbolje opisati s postkeynesiansko teorijo. Starost podjetij in njihova nizka stopnja zadolženosti sta še dodatno potrjevali odkritja njune analize.

Mramor in Valentinčič sta zaključila svoje raziskovalno delo z ugotovitvijo, da je bilo za večino slovenskih podjetij konec devetdesetih let prejšnjega stoletja značilno upravljanje s strani delavcev. Vpliv menedžerjev in zasledovanje cilja dolgoročnega preživetja podjetja je bilo zaznati le pri odločitvah, povezanih s strukturo kapitala podjetja. Navedla sta nekaj razlogov za prevladovanje delavskega vpliva v podjetjih, ki so bili prisotni kljub dolgoletnemu procesu tranzicije, in sicer:

- delavci so bili pomembni lastniki nekaterih podjetij, ostala podjetja v lasti predvsem finančnih institucij so posnemala obnašanje prve skupine podjetij,
- dvotirni sistem upravljanja podjetij, kjer so delavci imeli svoje predstavnike v upravnem odboru in nadzornem svetu,
- močan vpliv sindikatov, ki so pospeševali rast plač,

- kulturni in zgodovinski vplivi ter
- pomanjkanje znanja menedžerjev.

2.1.2 Novejše raziskave strukture kapitala slovenskih podjetij

Za novejše raziskave strukture kapitala slovenskih podjetij predvidevam, da bodo pokazale odklon od rezultatov, ki sta jih navajala Mramor in Valentinčič (2001), saj se je poslovno in finančno okolje v Sloveniji po letu 2000 precej spremenilo.

Berk (2005, str. 3–18) je pričakoval, da se bo skladno s spremembo cilja slovenskih podjetij in povečanim vplivom lastnikov ali menedžerjev slovenskih podjetij spremenila tudi struktura kapitala teh podjetij. Opazil je, da so slovenska podjetja v preteklosti bila zelo malo financirana z dolgom. Poglavitna razloga, ki sta v preteklosti zmanjševala dolžniško financiranje podjetij, sta bila prevladujoč delavski vpliv v podjetjih in slabi rezultati poslovanja podjetij, ki so odvrčali finančne institucije od tega, da bi posojale denar.

V obdobju od 1997 do 2003 je zaznal povečanje dolga v virih financiranja pri večjih slovenskih podjetjih, ki so bila vključena v raziskavo. Podjetja so bila razporejena v štiri skupine po dejavnosti, ki so jo opravljala, in sicer gradbeništvo, trgovina, predelovalne dejavnosti ter transport in komunikacije. Avtor je navedel, da je bila največja zadolženost značilna za podjetja iz dejavnosti gradbeništvo, medtem ko so bila podjetja iz panoge transport in komunikacije v največji meri financirana z lastniškim kapitalom. Podjetja iz predelovalne dejavnosti so si bila po strukturi kapitala med seboj zelo podobna, medtem ko je bila za ostale skupine značilna večja raznolikost med strukturo kapitala posameznih podjetij. Kljub postopnemu povečevanju pomena dolga v strukturi kapitala slovenskih podjetij pa je bila tudi za leto 2003 značilna nizka stopnja zadolženosti. Delež dolgov v strukturi kapitala je izračunal kot razmerje med vsoto dolgoročnih obveznosti in kratkoročnih finančnih obveznosti do bank v primerjavi z isto vsoto, ki ji je bil prištet še kapital podjetja. Najvišja vrednost tega razmerja v opazovanem obdobju ni pri nobeni skupini dejavnosti presegla vrednosti 0,3, kar kaže na to, da so bila slovenska podjetja v veliki meri financirana z lastniškim kapitalom.

Zadolženost slovenskih podjetij je primerjal z zadolženostjo podjetij iz drugih držav. Ugotovil je, da so obstajale pomembne razlike pri uporabi dolžniškega financiranja med Slovenijo in državami Evropske unije (EU15). V povprečju je bilo slovensko podjetje več kot polovico manj zadolženo kot primerljivo evropsko podjetje. Evropska podjetja, ki so delovala v dejavnosti transport in komunikacije, so bila celo desetkrat bolj zadolžena kot slovenska podjetja v tej dejavnosti.

Avtor je izvedel tudi primerjavo med zadolženostjo podjetij v posamezni skupini dejavnosti v nekaterih državah Evropske unije, Sloveniji in Japonski na dan 31. 12. 2002. Primerjava

pokaže, da so podjetja iz držav Evropske unije v povprečju približno enako zadolžena kot podjetja iz Japonske, čeprav obstajajo pomembne razlike med zadolženostjo podjetij po posameznih članicah Evropske unije, ki jih je avtor obravnaval.

V nadaljevanju je Berk ugotavljal, kateri so najpomembnejši razlogi, ki so v tistem času vplivali na zadolženost slovenskih podjetij. Izvedel je regresijsko analizo, v kateri je proučeval, kako neodvisne spremenljivke, ki so delež opredmetenih osnovnih sredstev v celotnih sredstvih, rast prodaje, razmerje med tržno vrednostjo podjetja in dolgom, velikost podjetja, variabilnost dobička iz poslovanja, investicijska donosnost in davčni ščit, vplivajo na odvisno spremenljivko zadolženost podjetja. Opazil je negativno povezanost med donosnostjo podjetja in zadolženostjo in pozitivno povezanost med razmerjem med tržno vrednostjo podjetja in zadolženostjo podjetja (višja zadolženost podjetij, ki imajo boljše priložnost za nadaljnjo rast). Izpostavil je tudi negativno povezanost med deležem opredmetenih osnovnih sredstev v celotnih sredstvih in zadolženostjo podjetja. Iz povezanosti med spremenljivkami je sklepal, da je za opisovanje zadolženosti slovenskih podjetij bolj smiselna uporaba teorije vrstnega reda kot teorije tehtanja.

Berk je zaključil svojo raziskavo z ugotovitvami, da slovenska podjetja niso izdajala novega lastniškega kapitala, ampak so se zanašala vse bolj na dolžniško financiranje, če jim interni viri financiranja podjetja niso zadoščali za izvedbo vseh projektov. Razlogi za povečanje obsega zadolževanja slovenskih podjetij ob prehodu v enaindvajseto stoletje pa so bili trend upadanja obrestnih mer, nizka pretekla zadolženost slovenskih podjetij in višja pričakovana donosnost novih projektov, ki so bili financirani tudi z dolžniškimi viri.

Berk (2007, str. 147–148) je preveril, kakšno vlogo ima slovenski kapitalski trg pri oblikovanju strukture kapitala podjetij. Ugotovil je, da so bila nejavna podjetja veliko bolj zadolžena kot podjetja, ki so kotirala na borzi. Čeprav so bila podjetja v zasebni lasti veliko bolj zadolžena, pa se njihove finančne odločitve niso v veliki meri razlikovale od podjetij, ki so kotirala na borzi. Ugotovil je, da je velikost podjetij pozitivno vplivala na stopnjo zadolženosti podjetij, medtem ko je dobičkonosnost podjetij imela negativen vpliv na stopnjo zadolženosti.

Razlog za minimalne razlike med strukturo kapitala podjetij v zasebni lasti in podjetij, ki so kotirala na borzi, je bil v tem, da v Sloveniji ni obstajal razvit kapitalski trg, na katerem bi bilo mogoče učinkovito izpeljati proces dokapitalizacije podjetij. Prav tako so imela podjetja iz obeh skupin težave pri pridobivanju novih virov financiranja za izvajanje novih projektov.

Črnigoj in Mramor (2009, str. 86–87) sta tudi ugotavljala, kateri dejavniki so vplivali na strukturo kapitala podjetja v Sloveniji v letih 1999–2006. Z regresijsko analizo sta testirala vpliv naslednjih spremenljivk na zadolženost podjetja: delež opredmetenih osnovnih sredstev v celotnih sredstvih, variabilnost dobičkonosnosti, rast prihodkov, velikost, dobičkonosnost,

razmerje med stroški dela in rastjo dodane vrednosti in delež lastniškega kapitala na zaposlenega.

Njuna raziskava je pokazala statistično značilno negativno povezanost med stopnjo zadolženosti slovenskih podjetij in opredmetenostjo osnovnih sredstev, variabilnostjo dobičkonosnosti, dobičkonosnostjo ter deležem lastniškega kapitala na zaposlenega, medtem ko je bila povezava med stopnjo zadolženosti in velikostjo ter rastjo podjetja pozitivna in statistično značilna.

Potrdila sta ugotovitve preteklih raziskav strukture kapitala, in sicer, da s teorijami, ki postavljajo interese lastnikov podjetij v ospredje, oblikovanja strukture kapitala slovenskih podjetij še ni mogoče v celoti opisati. Poudarila sta, da je zaznati počasno večanje vpliva lastnikov na odločitve in cilje podjetja in s tem tudi na oblikovanje strukture kapitala.

Homar (2008, str. 6–19) je podobno kot ostali ugotavljal dejavnike strukture kapitala. Poleg slovenskih podjetij je v analizo vključil tudi podjetja iz ostalih tranzicijskih držav. V svoji raziskavi je preučil vpliv naslednjih spremenljivk na stopnjo zadolženosti podjetij: delež opredmetenih osnovnih sredstev, dobičkonosnost sredstev, rast prihodkov od prodaje, velikost podjetja, standardni odklon dobičkonosnosti sredstev, starost in lastniški kapital na zaposlenega.

Rezultat povezanosti med neodvisnimi spremenljivkami in zadolženostjo podjetij je potrdil domnevo, da za razlago strukture kapitala ne zadoščajo teorije tehtanja in teorije vrstnega reda, temveč obstajajo še drugi dejavniki, ki imajo odločilen vpliv.

Iz raziskav preteklih avtorjev je razvidno, da je prišlo pri oblikovanju strukture kapitala slovenskih podjetij in tudi drugih finančnih in ostalih odločitvah v podjetjih do velikih sprememb. V devetdesetih letih prejšnjega stoletja so podjetja le s težavo in zelo počasi nadomeščala miselnost in procese odločanja, ki so bili prisotni pred začetkom tranzicije. Po letu 2000 je mogoče zaznati postopen odmik od delavskega upravljanja podjetij in finančnih odločitev, podrejenih tej logiki, k upravljanju, pri katerem so pomembnejši menedžerji oziroma lastniki podjetij. Tudi struktura kapitala podjetij se je prilagajala novim ciljem podjetij. Opazno je povečevanje zadolženosti slovenskih podjetij, hkrati pa ni mogoče še natančno ugotoviti, kateri teoriji sledijo odločitve slovenskih podjetij, povezane s strukturo kapitala.

Sklepam lahko, da se je trend krepitve moči lastnikov in menedžerjev nadaljeval tudi po letu 2006 in da je tudi stopnja dinamike na področju strukture kapitala slovenskih podjetij ostala visoka, zato bom poskusil v empiričnem delu potrditi hipotezo, da se struktura kapitala slovenskih podjetij podreja izsledkom ene izmed teorij strukture kapitala, ki predpostavljajo vodilno vlogo lastnikov ali menedžerjev podjetja pri oblikovanju le-te. Rezultati empirične

analize bodo še toliko zanimivejši zaradi pojava svetovne gospodarske in finančne krize, ki je pomembno vplivala tudi na poslovanje in odločitve slovenskih podjetij v letih 2008 in 2009³.

3 SLOVENSKO OKOLJE V LETIH OD 2006 DO 2009

Menim, da okolje in čas pomembno zaznamujeta odločitve vseh, ki so z njima povezani, od posameznikov do večjih organizacij, med katere lahko uvrstim tudi podjetja. Z opisom okolja bo postavljen okvir za lažje razumevanje empirične analize strukture kapitala slovenskih podjetij, zato je najpomembnejši in najbolj izpostavljen del okolja slovensko ekonomsko in politično okolje in njegove značilnosti v tem času.

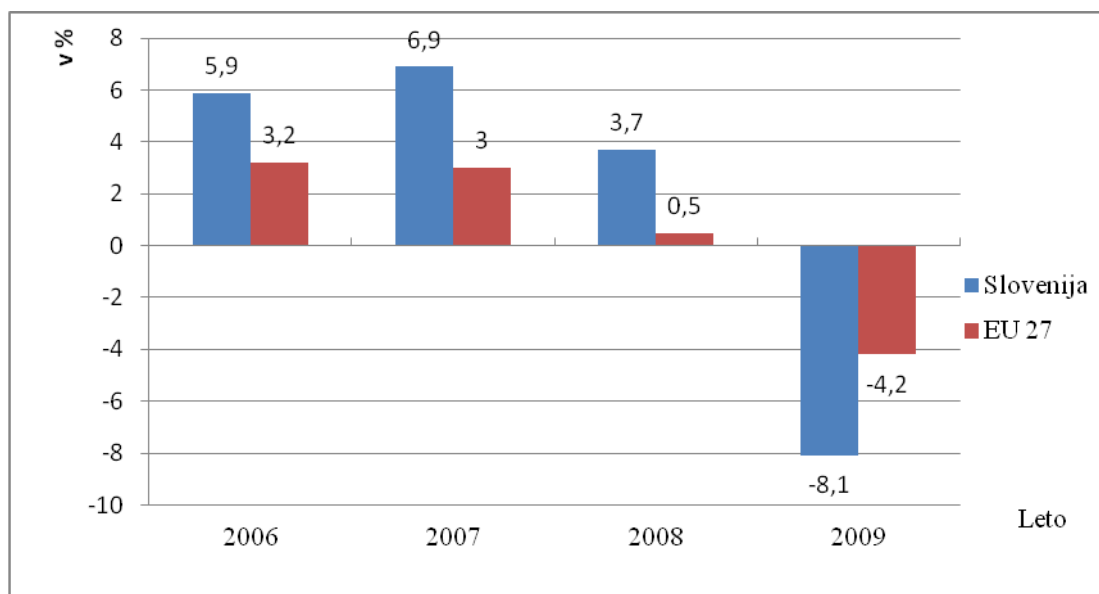
3.1 Ekonomsko okolje

Ekonomsko okolje je lahko pomemben dejavnik, ki vpliva na zadolževanje podjetij. V času visoke gospodarske rasti in stabilnih cen je mogoče pričakovati višjo investicijsko dejavnost podjetij in posledično povečano potrebo po virih financiranja.

3.1.1 Gospodarska rast

Kot prvi indikator ekonomskega okolja bom izpostavil slovensko gospodarsko rast v tem obdobju. S Slike 3 so razvidne stopnje rasti bruto domačega proizvoda v Sloveniji in v Evropski uniji, pri kateri je podatek sestavljen kot povprečje njenih sedemindvajsetih članic.

Slika 3: Gospodarska rast v Sloveniji in EU27 v obdobju od 2006 do 2009



Vir: Eurostat, Real GDP growth rate, 2011.

³ Pretekle raziskave strukture kapitala slovenskih podjetij so bile opravljene v času (visoke) rasti slovenskega gospodarstva.

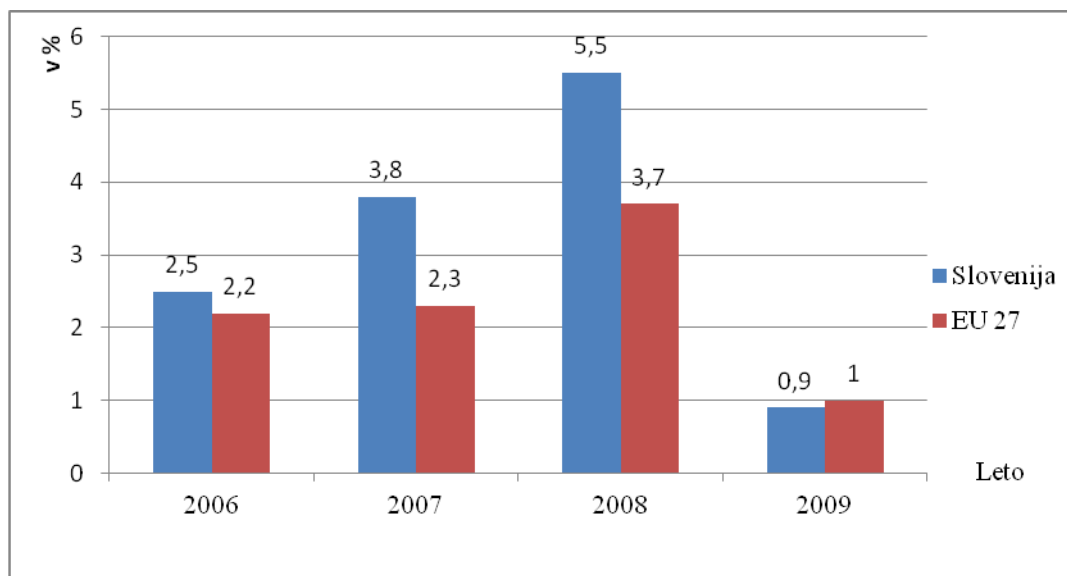
V prvih treh letih proučevanega obdobja je gospodarska rast v Sloveniji bila od povprečja Evropske unije pomembno višja. Rast bruto domačega proizvoda je v povprečju EU bila najvišja leta 2006, in sicer 3,2 %, nato je upadala in v letu 2009 zaradi splošne gospodarske in finančne krize postala negativna. Bruto domači proizvod se je v povprečju EU v letu 2009 skrčil za 4,2 %. V Sloveniji je bila najhitrejša gospodarska rast značilna za leto 2007, ko je znašala 6,9 %. Po tem letu je značilen hiter upad, še posebej v letu 2009, ko se je bruto domači proizvod v Sloveniji zmanjšal za več kot 8 %.

Zaradi visoke stopnje gospodarske rasti v začetnih letih proučevanega obdobja so imela podjetja preveč optimistična pričakovanja za prihodnost. Pričakujem, da kljub visoki gospodarski rasti slovenska podjetja niso imela dovolj lastnih virov za financiranje svojih številnih in obsežnih, mogoče celo predimenzioniranih projektov, zato so se dodatno zadolževala. Sklepam, da se je zadolženost slovenskih podjetij povečala tudi v letu 2009, vendar zaradi drugačnih razlogov, kot so bili značilni za obdobje hitre gospodarske rasti. Likvidnostne težave slovenskih podjetij bi lahko bile poglobitveni razlog za povečanje zadolženosti v tem obdobju.

3.1.2 Stopnja brezposelnosti in inflacija

Stopnja brezposelnosti in inflacija neposredno sicer ne vplivata na stopnjo zadolženosti podjetij. Omenil ju bom, ker oba ekonomska kazalca pomembno vplivata na končne potrošnike. Nizka stopnja brezposelnosti in inflacije v potrošnikih vzbujata zaupanje. Potrošnik, ki se ne boji izgube službe in ki ni pod pritiskom hitre rasti cen, bo pripravljen trošiti več, posledično se morajo tudi podjetja prilagoditi višjemu povpraševanju.

Slika 4: Stopnja inflacije v obdobju od 2006 do 2009 v Sloveniji in EU27

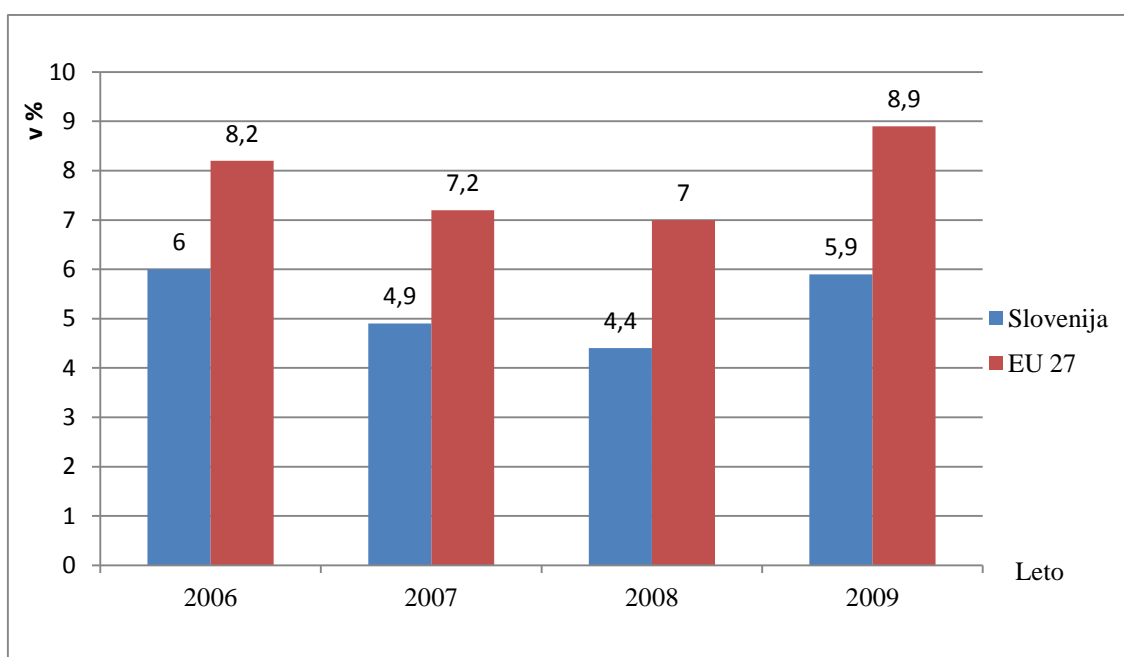


Vir: Eurostat, HICP – all items – annual average inflation rate, 2011.

S Slike 4 je razvidna stopnja inflacije v letih od 2006 do 2009 v Sloveniji in v Evropski uniji. Na spletni strani Statističnega urada Republike Slovenije je navedeno, da je podlaga za izračun stopnje inflacije indeks cen življenjskih potrebščin (Indeks inflacije, 2011). Iz grafa je razvidno, da je bila stopnja inflacije v Sloveniji višja kot v povprečju EU v tem obdobju. V letu 2009 je stopnja inflacije v Sloveniji že močno presegala 2 %, ki ju v svojem cilju izpostavlja Evropska centralna banka (Monetary policy objective, 2011).

Kljub nekoliko višji stopnji inflacije v Sloveniji, ki pa se je v letu 2009 znižala zaradi vpliva gospodarske in finančne krize, pa inflacije ne bi izpostavil kot večji problem. Iz spletne strani Statističnega urada Republike Slovenije je razvidno, da je zgodovinsko gledano v tem obdobju rast cen v Sloveniji bila na zelo nizkem nivoju, saj so bili v devetdesetih letih prejšnjega stoletja za Slovenijo značilni zelo visoki inflacijski pritiski (Indeks inflacije, 2011). Relativna stabilnost cen v obdobju je tako imela pozitiven vpliv na navade slovenskih potrošnikov.

Slika 5: Stopnja brezposelnosti v obdobju od 2006 do 2009 v Sloveniji in EU27



Vir: Eurostat, Unemployment rate, annual average, by sex and age groups (%), 2011.

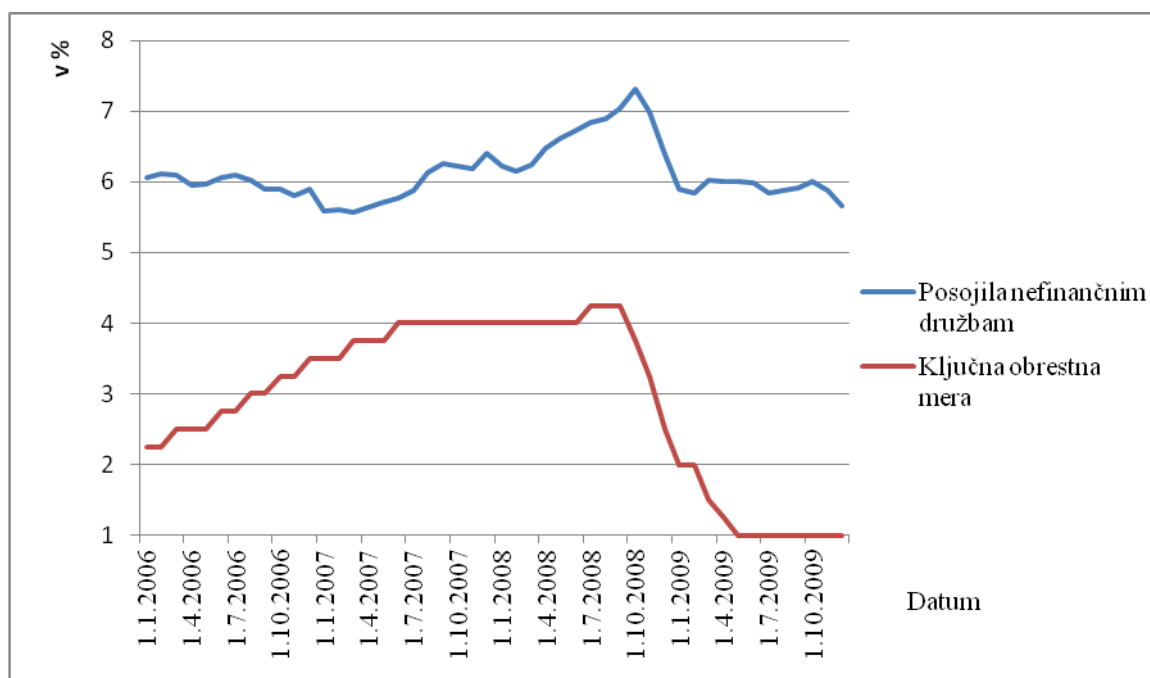
S Slike 5 je razvidna primerjava med stopnjo brezposelnosti v Sloveniji in Evropski uniji za proučevano obdobje. Stopnja brezposelnosti je izračunana na podlagi ankete o delovni sili, ki temelji na opredelitvah Mednarodne organizacije dela (Eurostat, 2011c). Iz Slike 5 je mogoče opaziti, da je stopnja brezposelnosti v Sloveniji pomembno nižja kot v povprečju EU. Razlika je v obdobju 2006–2009 znašala med dvema in tremi odstotnimi točkami. V letu 2009 je zaradi gospodarske in finančne krize prišlo do rasti števila brezposelnih v Sloveniji in v EU.

Nizka stopnja brezposelnosti v tem obdobju je tudi prispevala k stabilnosti slovenskega gospodarstva in hkrati pospeševala domače povpraševanje. Z višanjem stopnje brezposelnosti, ki je razvidna v letu 2009, pa so se hitre rasti domačega povpraševanja začele ohlajati.

3.1.3 Obrestne mere in rast bilančne vsote bank

V nadaljevanju bom izpostavil gibanje obrestnih mer v obdobju od 2006 do 2009. Nizke obrestne mere imajo poleg ostalih ugodnih makroekonomskih gibanj zelo pomemben vpliv na stopnjo in hitrost zadolževanja. V obdobju nizkih obrestnih mer lahko številni projekti postanejo dobičkonosni, medtem ko to v obdobju visokih obrestnih mer zanje ni veljalo. Nizke obrestne mere pa lahko na drugi strani skrivajo številne pasti. V primeru poznejšega porasta obrestnih mer in znižanja gospodarske aktivnosti nekega območja lahko dolg posameznih podjetij postane nevzdržen in začne resno ogrožati preživetje nekaterih podjetij.

Slika 6: Ključna obrestna mera ECB in obrestna mera za nova posojila slovenskim nefinančnim družbam



Vir: Obrestne mere novih posojil podjetjem – nefinančnim družbam (podatkovne serije); Obrestne mere Evropske centralne Banke, 2011.

S Slike 6 je razvidno gibanje obrestnih mer za posojila do enega milijona evrov, ki so jih v obdobju od 2006 do 2009 lahko najele slovenske nefinančne družbe, in ključna obrestna mera, ki jo je oblikovala Evropska centralna banka pri oblikovanju monetarne politike evroobmočja. Kljub rasti ključne obrestne mere v letih 2006 in 2007 so se posojila slovenskim nefinančnim institucijam cenila. Z zaostrovanjem razmer na svetovnih finančnih trgih se je v letu 2008 cena posojil slovenskim nefinančnim podjetjem dvignila. Posredovanje Evropske centralne banke je ceno posojil postavilo na predkrizno raven.

Posojila, ki so jih lahko najemale slovenske nefinančne družbe v obdobju od 2006 do 2009, so bila cenejša kot posojila, ki so jih te družbe lahko najemale v preteklih obdobjih, kar je lahko pomemben dejavnik pri stopnji zadolževanja in oblikovanju strukture kapitala podjetij (Obrestne mere novih posojil podjetjem – nefinančnim družbam (podatkovne serije, 2011).

V obdobju 2006–2009 je Banka Slovenije vodila zelo sproščeno politiko pri nadzoru bančnega kreditiranja⁴, kar je razvidno iz Tabele 3, in s tem dovolila prehitro rast zadolženosti slovenskega privatnega sektorja. Previsoka likvidnost pa največkrat vodi k odobravanju kreditov za vprašljive investicije, ki se kasneje velikokrat izkažejo za napačne. Prehitra rast bilančne vsote bank je v številnih državah v zadnjih desetletjih vodila k finančnim in gospodarskim krizam v obdobju, ko se je kreditna aktivnost ustavila in se je število nedonosnih posojil hitro in izrazito povečalo (Segura, 2011).

Tabela 3: Skupna bilančna vsota slovenskih bank, rast bilančne vsote in primerjava bilančne vsote z BDP

Leto	Skupna bilančna vsota bank v milijonih EUR	Rast glede na predhodno leto (%)	Bilančna vsota bank v % BDP
2006	33.868	15,64	114,6
2007	42.343	24,58	126,6
2008	47.628	12,48	128,3
2009	51.427	7,98	147,4

Vir: Bilančna vsota glede na BDP, 2011.

Iz Tabele 3 je razvidna izjemna rast bilančne vsote slovenskih bank v celotnem preučevanem obdobju, posebej pa v letu 2007. Bilančna vsota bank se je glede na slovenski bruto domači proizvod nenehno povečevala in najvišjo vrednost dosegla v letu 2009, ko je predstavljala 147,4 % slovenskega bruto domačega proizvoda.

3.1.4 Naložbe; cena in likvidnost

Veliko slovenskih podjetij je v letih od 2006 do 2009 zelo spremenilo svojo naložbeno politiko. Številna slovenska podjetja so povečala svoje naložbe v vrednostne papirje⁵ in nepremičnine, hkrati pa povečevala svojo zadolženost. Posledica povečanega investicijskega povpraševanja so bile zelo visoke cene, ki so se oblikovale na slovenskem borznem trgu in trgu nepremičnin, hkrati pa je bila za to obdobje značilna tudi visoka likvidnost omenjenih naložb. S povečanjem naložbenih aktivnosti so slovenska podjetja povečevala tudi svoja

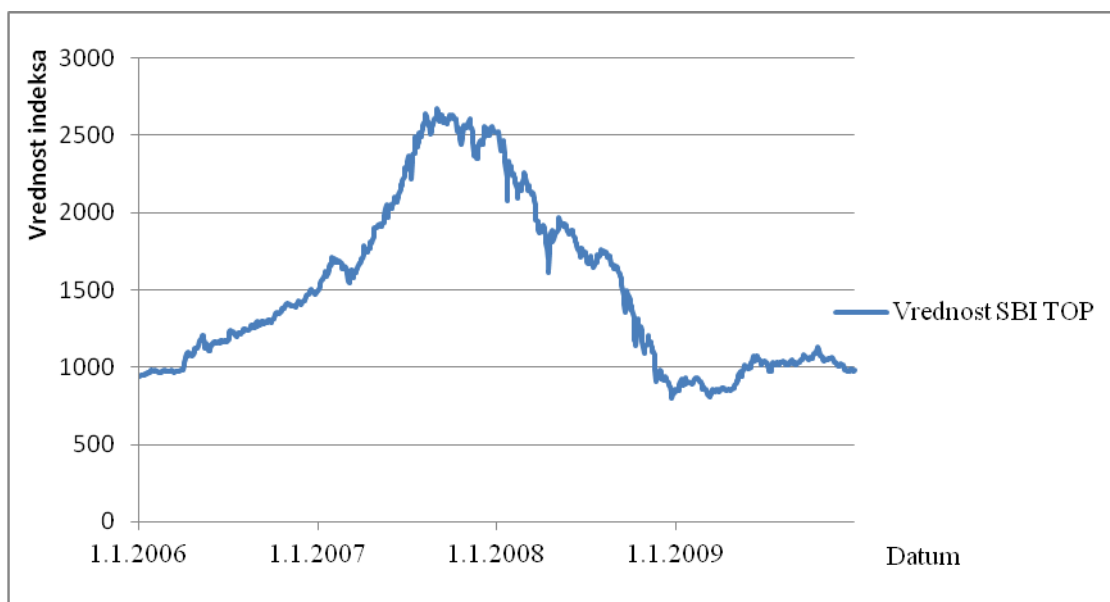
⁴ Banka Slovenije je po sprejemu Slovenije v evroobmočje obdržala funkcijo nadzornika slovenskega bančnega sistema. Evropska centralna banka je pristojna za oblikovanje skupne monetarne politike evroobmočja.

⁵ Bodisi kot naložbe z namenom prodaje bodisi kot sodelovanje pri menedžerskih prevzemih (angl. *management buyout*) nekaterih slovenskih podjetij.

poslovna tveganja, saj so številna podjetja postala pomembno izpostavljena do naložb v slovenske vrednostne papirje ali nepremičnine.

S Slike 7 je razvidno gibanje SBI TOP, ki je osrednji indeks Ljubljanske borze. V obdobju od 2006 do 2008 so cene glavnih slovenskih tržnih vrednostnih papirjev zrasle za več kot 150 %, hkrati pa je bila likvidnost vrednostnih papirjev zadovoljiva. V obdobju od 2008 do 2009 je cena vrednostnih papirjev močno upadla in dosegla nižje vrednosti kot pred začetkom obdobja. Sklepam lahko, da se je podobno dogajalo z vrednostjo netržnih vrednostnih papirjev v tem obdobju. Podjetja, ki so v letih 2007 in 2008 povečevala naložbe v vrednostne papirje slovenskih podjetij, so lahko v nadaljevanju obdobja ustvarila visoke finančne izgube, hkrati pa zaradi nizke likvidnosti naložb številnim ni uspelo prodati svojih naložb in posledično znižati svoje zadolženosti, ki je nastala zaradi nakupa teh naložb.

Slika 7: Vrednost SBI TOP v obdobju od 2006 do 2009



Vir: Arhiv vrednosti VP in indeksov, 2011.

3.2 Politično okolje

Po vstopu Slovenije v Evropsko unijo 1. 5. 2004, ki se je zgodil pred proučevanim obdobjem, je naslednji pomemben dogodek, ki je zelo zaznamoval prepoznavnost in integriranost slovenskih podjetij v skupni trg EU, sprejetje evra kot nacionalne valute in s tem vključitev v evroobmočje, ki se je zgodila 1. 1. 2007 (Slovenija uspešno prevzema evro, 2007). Vključitev v najpomembnejšo evropsko integracijo in skupna valuta lahko pomembno vplivata na poslovanje podjetij, saj so se prisiljena prilagoditi novim tržnim zakonitostim, zato lahko pričakujem tudi postopne spremembe na področju oblikovanja strukture kapitala podjetij, ki bodo v večji meri poenotene z evropskimi značilnostmi.

Vstop Slovenije v Evropsko unijo in v evroobmočje pa je za slovenska podjetja predstavljal možnost lažje širitve na razvite evropske trge, kar je predstavljalo potencialne možnosti za številne investicije v izboljšanje poslovnih procesov in proizvodne zmogljivosti. Financiranje teh investicij pa je zahtevalo izdatne vire financiranja, ki so si jih podjetja morala zagotoviti, in s tem vpliv na strukturo kapitala podjetij, če so se posluževala dolžniškega financiranja.

Hkrati z vstopom v Evropsko unijo pa se je v slovenskem političnem prostoru začela pojavljati izrazita oblika ekonomskega protekcionalizma. V želji po obrambi slovenskih podjetij pred vstopom tujih lastnikov in v izdatni politični podpori, ki so jo bili deležni menedžerji nekaterih pomembnih in večjih slovenskih podjetij, je prišlo do hitrih sprememb v lastništvu podjetij in v strukturi kapitala teh podjetij. Na tem mestu bi želel izpostaviti še prevladujoče državno lastništvo v največjih slovenskih bankah, ki je olajšalo omenjen proces. V političnih in gospodarskih krogih je bil ta proces poznan pod imenom nacionalni interes. Zasedovanje nacionalnega interesa je velikokrat povzročilo, da je bila meja med lastništvom podjetij in menedžmentom podjetij zbrisana, saj so lastnike in menedžerje predstavljale iste osebe, ki so velikokrat v proces privatizacije vstopile brez prevelikih lastnih vložkov kapitala, zato je bilo tveganje finančnega neuspeha zanje dovolj nizko (Nacionalni interes, 2011).

Problem slovenskega političnega okolja v tem obdobju je bil tudi preprečevanje gospodarskega kriminala. Ker sodna veja oblasti in represivni organi države niso pravilno delovali, so vodilni večkrat lahko delovali v škodo podjetij in sprejemali sumljive poslovne odločitve, ki so imele vpliv na zadolženost podjetij, ter za svoja dejanja niso bili preganjani. Odkrivanje, preprečevanje in kaznovanje kaznivih dejanj na področju gospodarskega kriminala v Sloveniji je postalo aktualno v letu 2010 in bo verjetno tudi v prihodnje še pridobivalo na pomenu (Gospodarski kriminal je naša velika težava, 2011).

3.3 Vpliv okolja

Iz opisanih značilnosti sklepam, da je slovensko politično in ekonomsko okolje imelo pozitiven vpliv na zadolževanje in stopnjo zadolženosti slovenskih podjetij.

Iz naštetih lastnosti političnega okolja v tem času je opaziti številne pobude za povečanje koncentracije lastništva v slovenskih podjetjih in posledično tudi stopnje zadolženosti slovenskih podjetij. Ob sorazmerno ugodnih ekonomskih gibanjih v začetku proučevanega obdobja je to predstavljalo idealno kombinacijo in možnost za povečanje zadolženosti slovenskih podjetij.

Pričakujem, da za slovenska podjetja v obdobju od 2006 do 2009 ne velja več predpostavka o nizki zadolženosti, ki so jo izpostavljali avtorji v predhodnih analizah strukture kapitala slovenskih podjetij. Nedvomno so k tej spremembi pripomogli tudi dejavniki okolja, v katerem delujejo podjetja.

4 PREDSTAVITEV VZORCA PODJETIJ

Podatke za predstavitev vzorca bom pridobil prek portala GVIN in njihove baze podatkov, ki omogoča izpis računovodskih in ostalih podatkov za vsa slovenska podjetja. Portal omogoča uporabniku tudi izpis podatkov v najrazličnejših oblikah, kar pomembno pohitri proces zbiranja relevantnih podatkov.

4.1 Značilnosti podjetij v vzorcu

V raziskavi bom preučil podatke dvestotih različnih slovenskih podjetij, in sicer največjih podjetij v posamezni skupini dejavnosti po velikosti sredstev na dan 31. 12. 2009. Najprej bom opisal značilnosti teh podjetij, med drugim bom izpostavil dejavnosti, v katerih poslujejo ta podjetja, velikost izbranih podjetij in pravne oblike teh podjetij. Značilnosti podjetij so predstavljene na dan 31. 12. 2009, torej na zaključni dan mojega opazovanega obdobja. Obstajajo minimalne razlike v velikosti in pravni obliki posameznih podjetij glede na začetni dan raziskovalnega obdobja, to je 1. 1. 2006.

4.1.1 Dejavnost

Podjetja v vzorcu opravljajo eno izmed naslednjih dejavnosti, in sicer: predelovalne dejavnosti; gradbeništvo; trgovina, vzdrževanje in popravila motornih vozil; promet in skladiščenje ter informacijske in komunikacijske dejavnosti. Podjetja so po dejavnostih razvrščena z upoštevanjem Standardne klasifikacije dejavnosti 2008 V2, ki je usklajena z mednarodno klasifikacijo NACE Rev. 2 (Statistični urad Republike Slovenije, 2011). Podjetja iz predelovalne dejavnosti so ob upoštevanju tega standarda razvrščena v skupino C, z oznakami med 10 in 33. Gradbeništvo nosi oznako F, trgovina G, promet in skladiščenje H ter informacijske in komunikacijske dejavnosti oznako J.

Podjetja v vzorcu morajo izpolnjevati pogoj delovanja v ustrezni dejavnosti. Izbrane so samo tiste dejavnosti, ki so najpomembnejše oziroma predstavljajo ključen delež v slovenskem gospodarstvu. Prav tako so izločena podjetja, katerih osnovna dejavnost je finančna in zavarovalniška dejavnost (skupina dejavnosti K), saj je struktura kapitala teh podjetij specifična (višji finančni vzvod).

Tabela 4: Razčlenitev podjetij v vzorcu po glavni dejavnosti, ki jo opravljajo

Dejavnost	Število podjetij v vzorcu
Predelovalne dejavnosti	52
Gradbeništvo	49
Trgovina, vzdrževanje in popravila motornih vozil	49
Promet in skladiščenje	25
Informacijske in komunikacijske dejavnosti	25

Vir: Poslovne informacije po vaši meri, 2011.

Iz Tabele 4 je razvidno, da je število podjetij v prvih treh dejavnostih približno enako, medtem ko je število podjetij v zadnjih dveh nekoliko nižje, saj sem pri oblikovanju sledil načelu čim bolj enakopravne zastopanosti podjetij po posamezni dejavnosti. V vzorcu je v skupini dejavnosti promet in skladiščenje ter informacijske in komunikacijske dejavnosti skupaj petdeset podjetij in ob upoštevanju razvrstitve podjetij po skupinah dejavnosti, ki jo je v svoji raziskavi uporabil Berk (2005, str. 6), je število podjetij v posamezni dejavnosti enakomerno razporejeno⁶.

4.1.2 Velikost

Po velikosti sodijo podjetja v vzorcu med velika, srednja in majhna. Način in pravila za razvrstitev slovenskih podjetij po velikosti določa Zakon o gospodarskih družbah (Ur.l. RS, št. 65/2009-UPB3, v nadaljevanju ZGD), ki v svojem 55. členu natančno definira razlike med mikro, majhnimi, srednjimi in velikimi družbami. Kriteriji, ki jih navaja Zakon o gospodarskih družbah in služijo razvrščanju podjetij v skupine po velikosti so naslednji:

- povprečno število delavcev v poslovnem letu,
- čisti prihodki od prodaje in
- velikost aktive.

Majhna družba izpolnjuje dve od naslednjih treh meril: povprečno število delavcev v poslovnem letu ni višje od petdeset, čisti prihodki od prodaje ne presegajo 7.300.000 evrov in vrednost aktive ne presega 3.650.000 evrov. Srednja družba pa je tista družba, ki izpolnjuje dva izmed naslednjih pogojev: povprečno število delavcev v poslovnem letu ni višje od dvesto petdeset, čisti prihodki od prodaje ne presegajo 29.200.000 evrov in vrednost aktive ne presega 14.600.000 evrov. Velika družba je tista družba, ki po navedenih kriterijih ne sodi niti med mikro in majhne družbe niti med srednje družbe.

⁶ Pri empirični analizi bodo podjetja iz dejavnosti promet in skladiščenje ter informacijske in komunikacijske dejavnosti združene v eno skupino, saj so podjetja v omenjenih dejavnostih podobna. Obe skupini podjetij potrebujeta za opravljanje dejavnosti veliko opredmetenih osnovnih sredstev, zato je pri teh podjetjih pričakovana visoka stopnja dolžniškega financiranja.

V Tabeli 5 so prikazana podjetja v vzorcu po velikosti. Velika podjetja so zastopana v največjem številu, in sicer je takih skoraj 80 % vseh podjetij v vzorcu, sledijo srednja. Majhna podjetja v vzorcu so samo iz panoge gradbeništvo. Mikro družb zaradi značilnosti moje raziskave v vzorcu ni. Razlog za prevladovanje velikih družb v vzorcu je dejstvo, da sem izbiral največja podjetja v posamezni panogi po vrednosti sredstev in posledično tudi obveznosti do virov sredstev, saj so ta podjetja najprimernejša za raziskavo strukture kapitala. Prisotnost tudi majhnih podjetij v vzorcu kaže, kako hitro se znižuje velikost največjih slovenskih podjetij v posamezni dejavnosti⁷.

Tabela 5: Razčlenitev podjetij v vzorcu po velikosti

Velikost podjetja	Število podjetij v vzorcu
Veliko	159
Srednje	35
Majhno	6

Vir: Poslovne informacije po vaši meri, 2011.

4.1.3 Pravna oblika

Po pravni obliki so podjetja v vzorcu delniške družbe ali družbe z omejeno odgovornostjo, ostale pravne oblike družb v vzorcu niso prisotne.

ZGD v četrtem poglavju opisuje delniško družbo kot družbo, kjer je osnovni kapital razdeljen na delnice. Najnižji znesek osnovnega kapitala je 25.000 evrov, najnižji nominalni znesek delnice je 1 evro. Višji nominalni zneski se morajo glasiti na večkratnik 1 evra. Delniško družbo lahko ustanovi ena ali več fizičnih ali pravnih oseb, ki sprejmejo statut, ki mora biti izdelan v obliki notarskega zapisa.

Medtem pa ZGD v sedmem poglavju družbo z omejeno odgovornostjo definirana kot družbo, katere osnovni kapital sestavljajo osnovni vložki družbenikov. Vrednost vložkov je lahko različna. Osnovni kapital mora znašati vsaj 7.500 evrov, vsak osnovni vložek pa najmanj 50 evrov. Osnovni vložek je lahko zagotovljen v denarju ali kot stvarni vložek ali stvarni prevzem. Stvarni vložek so lahko premičnine in nepremičnine, pravice in podjetje ali del podjetja. Za stvarni vložek se šteje tudi plačilo za premoženjske predmete, ki jih je družba prevzela in jih prišteje družbenikovemu vložku.

Družbo lahko ustanovi ena ali več fizičnih oziroma pravnih oseb, ki postanejo z ustanovitvijo družbe družbeniki. Družba ima lahko največ 50 družbenikov. Lahko jih ima tudi več kot 50, vendar tedaj potrebuje dovoljenje ministra, pristojnega za gospodarstvo. Družba se ustanovi s pogodbo, ki mora biti sklenjena v obliki notarskega zapisa, podpišejo pa jo vsi družbeniki.

⁷ V vzorcu se majhna podjetja pojavijo pri dejavnostih gradbeništvo ter promet in skladiščenje.

V Tabeli 6 je predstavljeno število podjetij v vzorcu glede na pravno obliko posameznega podjetja. Število delniških družb in družb z omejeno odgovornostjo je enako. Največ družb z omejeno odgovornostjo v vzorcu je v dejavnosti trgovina, vzdrževanje in popravila motornih vozil, najmanj teh družb pa je v dejavnosti predelovalne dejavnosti. Lastništvo delniških družb je navadno bolj razpršeno od lastništva družb z omejeno odgovornostjo. Enako število delniških družb in družb z omejeno odgovornostjo v vzorcu je naključno.

Tabela 6: Razčlenitev podjetij v vzorcu po pravni obliki

Pravna oblika podjetja	Število podjetij v vzorcu
Delniška družba	100
Družba z omejeno odgovornostjo	100

Vir: Poslovne informacije po vaši meri, 2011.

4.2 Dodatni kriterij za vključitev podjetij v vzorec

V vzorec so vključena podjetja, ki so delovala v celotnem obdobju med letoma 2006 in 2009. Podjetja, ki so bila ustanovljena v tem obdobju, niso vključena, tudi če sodijo v letih delovanja med največja podjetja. Prav tako v raziskavo niso vključena podjetja, ki so prenehala delovati v tem obdobju⁸.

Pomemben razlog za vključitev podjetij v vzorec je tudi zanesljivost in točnost finančnih podatkov. Z izbiro največjih podjetij se tudi zanesljivost teh podatkov poveča, saj je večina družb v vzorcu zavezana k reviziji računovodskih izkazov, medtem ko manjša slovenska podjetja predvsem zaradi visokih davčnih obveznosti velikokrat prilagodijo svoje računovodske izkaze, kar bi lahko imelo nezaželen in negativen vpliv na točnost raziskave.

5 OPIS MODELA

Prvi del poglavja bo namenjen predstavitvi spremenljivk, ki jih bom uporabil pri raziskavi in s katerimi bom poskusil pojasniti motive in vplive na zadolževanje slovenskih podjetij v obdobju od 2006 do 2009. Nato bom opisal še statistične tehnike, s katerimi bom omenjene spremenljivke preučeval.

5.1 Odvisna spremenljivka zadolženost podjetja (angl. *leverage*)

Stopnja zadolženosti, LEV, slovenskih podjetij je izražena z razmerjem med dolgom in kapitalom (angl. *debt-to-capital-ratio*) in vključuje razmerje med vsoto celotnih dolgoročnih

⁸ S tem je v empirično analizo vključena določena pristranskost vzorca, saj so izpuščena novoustanovljena podjetja in tista podjetja, ki so v tem obdobju sprejemala slabe odločitve in prenehala obstajati. Menim, da bi vključitev podjetij, ki nimajo na voljo podatkov za celotno časovno vrsto, pomenila večjo obremenitev za relativno majhen vzorec največjih podjetij, kot je popolna opustitev teh podjetij in izbira novih.

obveznosti in kratkoročnih finančnih obveznosti do bank ter isto vsoto s prištetim kapitalom. V izračunu so upoštevane tudi kratkoročne obveznosti do bank, saj slovenska podjetja uporabljajo kratkoročne obveznosti do bank, ki jih podaljšujejo po preteku ročnosti, za financiranje svojih dolgoročnih sredstev (Berk, 2003, str. 17). Enačba za izračun LEV za posamezno podjetje je naslednja:

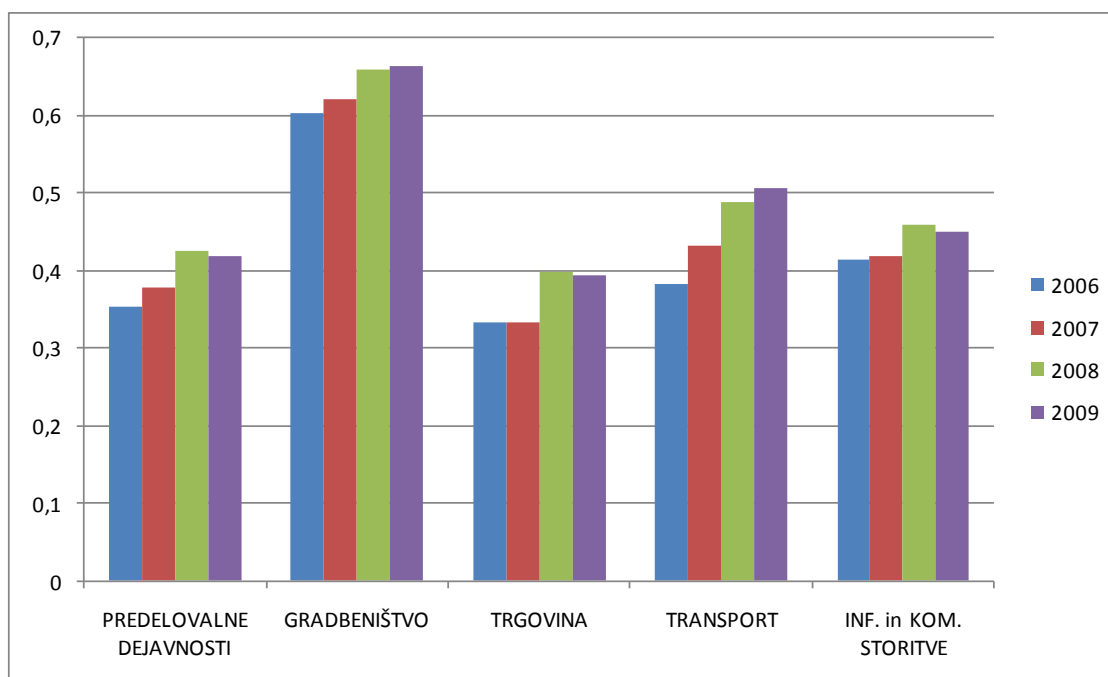
$$LEV_{i,t} = \frac{\text{celotne dolgoročne obveznosti}_{i,t} + \text{kratkoročne obveznosti do bank}_{i,t}}{\text{celotne dolgoročne obveznosti}_{i,t} + \text{kratkoročne obveznosti do bank}_{i,t} + \text{lastniški kapital}_{i,t}} \quad (1)$$

Pri izračunu povprečnih vrednosti LEV, za celoten vzorec ali posamezno skupino dejavnosti, sem uporabil netehtano aritmetično sredino.

5.1.1 Stopnja zadolženosti za obdobje od 2006 do 2009

Na Sliki 8 je prikazano gibanje vrednosti LEV za posamezno skupino dejavnosti v letih od 2006 do 2009. Opazen je trend povečevanja vrednosti LEV. Podjetja v dejavnostih trgovina in predelovalne dejavnosti imajo v celotnem obdobju podobne vrednosti LEV, podjetja v dejavnosti informacijske in komunikacijske tehnologije ter transport imajo vrednost LEV v opazovanem obdobju za približno pet odstotnih točk višjo kot podjetja iz prvih dveh dejavnosti. Podjetja iz dejavnosti gradbeništvo imajo v celotnem obdobju izrazito višjo vrednost LEV glede na ostala podjetja v vzorcu.

Slika 8: Vrednost LEV po dejavnostih za podjetja iz vzorca v obdobju od 2006 do 2009



Vir: Poslovne informacije po vaši meri, 2011.

Podjetja v vzorcu, katerih glavna dejavnost je trgovina ali predelovalne dejavnosti, so v proučevanem obdobju povišale vrednost LEV s približno 0,35 v letu 2006 na približno 0,40 v letu 2009. To pomeni, da je povprečno podjetje v teh treh dejavnostih tudi v letu 2009 imelo več kapitala kot dolgoročnih finančnih obveznosti in kratkoročnih finančnih obveznosti do bank skupaj. Poudariti je potrebno tudi, da se je zadolženost v obeh dejavnostih, merjena z vrednostjo LEV, v letu 2009 znižala v primerjavi z letom 2008. Vrednost LEV se je relativno največ povečala pri podjetjih, ki so v obravnavanem obdobju opravljala dejavnost transport, in sicer iz začetnih 0,38 v letu 2006 na 0,51 v letu 2009 oziroma za približno 35 %. Vrednost LEV se je v obdobju od 2006 do 2009 relativno najmanj povečala za podjetja v dejavnosti gradbeništvo. Kljub temu so podjetja, ki so delovala v tej dejavnosti, najbolj zadolžena med vsemi podjetji v vzorcu, saj je vrednost LEV v letu 2009 zanje znašala 0,66. Podobno kot v dejavnosti gradbeništvo se tudi v dejavnosti informacijske in komunikacijske tehnologije vrednost LEV v preučevanem obdobju ni pomembneje spreminjala, v letu 2009 je opazen upad vrednosti LEV v tej dejavnosti. Največje razlike med zadolženostjo podjetij znotraj posamezne skupine dejavnosti so značilne za podjetja v dejavnosti informacijske in komunikacijske storitve, medtem ko so podjetja, ki delujejo v dejavnosti predelovalne dejavnosti in gradbeništvo glede na svojo zadolženost najbolj homogena, vendar je kljub temu standardni odklon spremenljivke LEV še vedno visok. V Tabeli 7 so predstavljene vrednosti standardnih odklonov spremenljivke LEV za posamezno leto po skupinah dejavnosti.

Tabela 7: Standardni odklon spremenljivke LEV

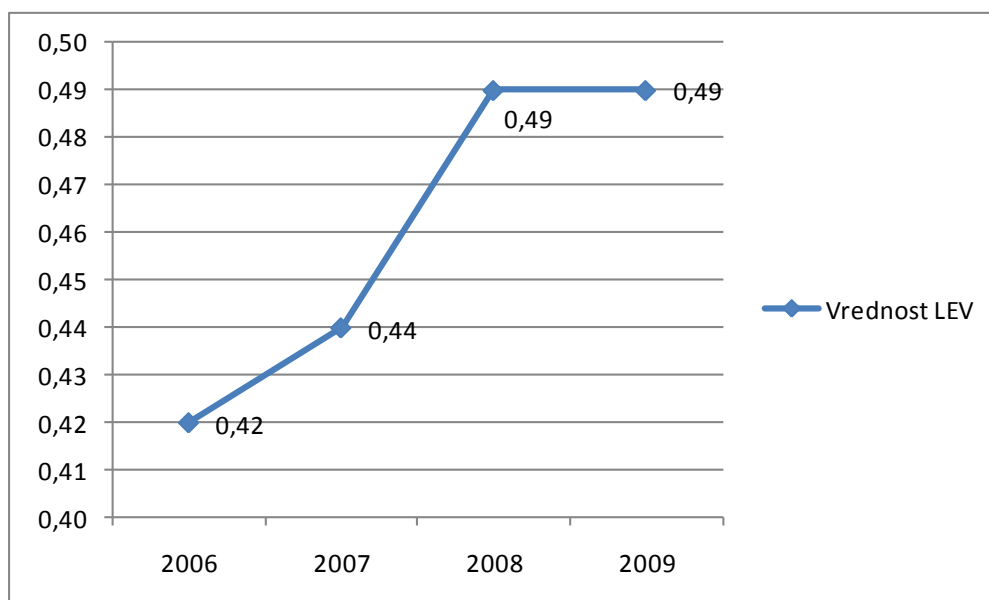
	2006	2007	2008	2009
Predelovalne dejavnosti	0,27	0,28	0,27	0,31
Gradbeništvo	0,26	0,28	0,28	0,33
Trgovina	0,33	0,31	0,30	0,30
Transport	0,30	0,29	0,30	0,31
Inf. in kom. storitve	0,37	0,36	0,33	0,34

Vir: Poslovne informacije po vaši meri, 2011.

Na Sliki 9 je prikazana povprečna vrednost LEV za vsa podjetja v vzorcu za obdobje od 2006 do 2009. V tem obdobju se je povprečna vrednost LEV za celoten vzorec zvišala z 0,42 v letu 2006 na 0,49 v letu 2009. V letu 2009 se vrednost LEV glede na leto 2008 ni spreminjala, medtem ko je bilo v preteklih treh letih zaznati rast te vrednosti. Vrednost LEV v letu 2009 pove, da je povprečno podjetje v vzorcu imelo približno enako dolgoročnih obveznosti in kratkoročnih finančnih obveznosti do bank kot kapitala. V letih 2006 in 2007 so samo podjetja v dejavnosti gradbeništvo nadpovprečno zadolžena, medtem ko so podjetja iz ostalih dejavnosti zadolžena podpovprečno. V letih 2008 in 2009 imajo nadpovprečno vrednost LEV tudi podjetja v dejavnosti transport. Kljub temu da ostaja vrednost spremenljivke LEV v letih 2008 in 2009 enaka, to ne pomeni, da se slovenska podjetja niso dodatno zadolževala v letu 2009, saj spremenljivka LEV ne vključuje tudi kratkoročnih obveznosti do dobaviteljev, ki so postajale vedno pomembnejši vir financiranja slovenskih podjetij v številnih dejavnostih.

Vrednost LEV, ki kaže stopnjo zadolženosti slovenskih podjetij, je v proučevanem obdobju občutno višja, kot je bila okrog leta 2000. Stopnja zadolženosti slovenskih podjetij v letu 2009 je primerljiva s stopnjo zadolženosti evropskih in japonskih podjetij v letu 2002 (Berk, 2005, str. 7).

Slika 9: Povprečna vrednost LEV za vsa podjetja v vzorcu za obdobje od 2006 do 2009



Vir: Poslovne informacije po vaši meri, 2011.

5.1.2 Vpliv lastništva na zadolženost slovenskih podjetij

V tem delu poglavja bom preveril, ali lastništvo pomembno vpliva na stopnjo zadolženosti slovenskih podjetij⁹. Oblikoval sem dve skupini podjetij, in sicer podjetja, kjer imajo Republika Slovenija, Kapitalska družba, d. d., Slovenska odškodninska družba, d. d. in Posebna družba za podjetniško svetovanje, d. d. v lasti več kot četrtnino podjetja, ter podjetja, ki ne izpolnjujejo omenjenega pogoja. Podjetje je vključeno v prvo skupino tudi v primeru, če večinski lastnik podjetja izpolnjuje prvotni pogoj.

V Tabeli 8 je prikazano število podjetij, ki sodijo v posamezno skupino na dan 31. 12. 2009. Prevladujejo podjetja, kjer država in omenjene družbe niso več pomembni lastniki, kar nakazuje, da je bil proces spremembe lastništva iz državnega v zasebno v Sloveniji uspešen in v večji meri že izveden. Poudariti pa je potrebno, da je kljub nizkemu številu podjetij, kjer država ostaja pomemben lastnik, potrebno upoštevati dejstvo, da so praviloma največja podjetja v posamezni dejavnosti velikokrat še vedno pod lastniškim in upravljavskim vplivom države.

⁹ Lastništvo je v veliki meri odvisno od velikosti podjetij, saj so le največja podjetja šla skozi postopek privatizacije. Večina manjših podjetij in družb z omejeno odgovornostjo je že od začetka v zasebni lasti posameznikov.

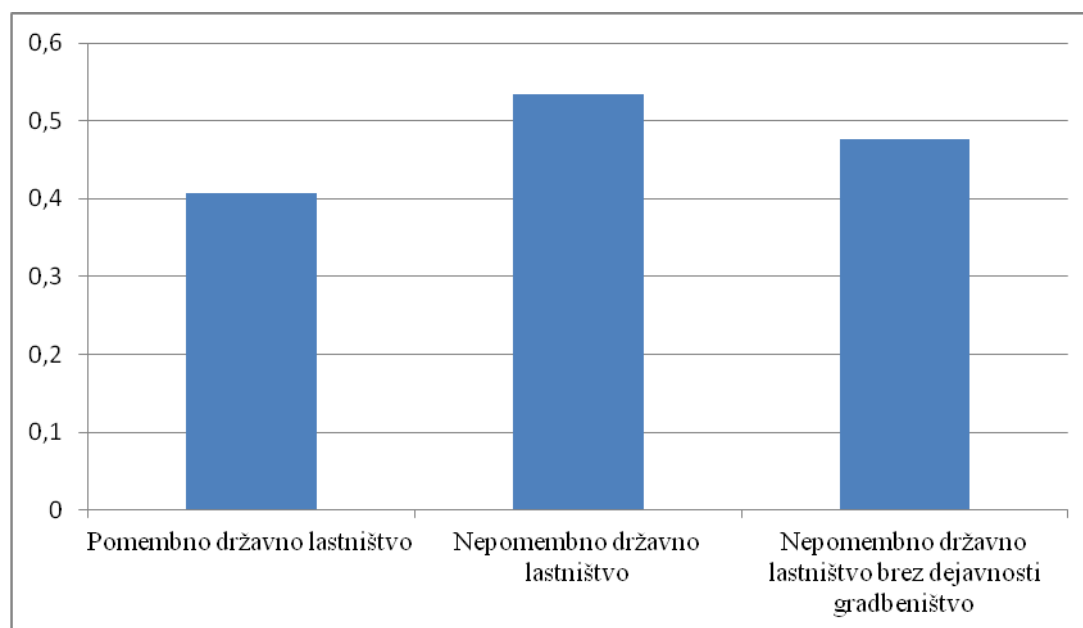
Tabela 8: Razčlenitev podjetij v vzorcu glede na lastništvo

Lastništvo	Število podjetij
Država je pomemben lastnik	27
Država ni pomemben lastnik	173

Vir: Poslovne informacije po vaši meri, 2011.

Primerjal bom še stopnjo zadolženosti obeh skupin podjetij po podatkih za leto 2009. S Slike 10 je razvidno, da je povprečno podjetje, kjer je država pomemben lastnik, manj zadolženo kot povprečno podjetje, kjer pomemben delež ni v lasti države. Pri interpretaciji podatkov je potrebno izpostaviti tudi velikost posamezne skupine podjetij, saj je primerjava narejena na nižjem številu podjetij s pomembnim državnim lastništvom, kot je ostalih. Omenil bom še dejstvo, da večina podjetij s pomembnim državnim lastništvom sodi v skupino dejavnosti predelovalne dejavnosti ter trgovina in transport, za katere je značilna najnižja stopnja zadolženosti med obravnavanimi podjetji v vzorcu.

Slika 10: Primerjava povprečne vrednosti LEV v letu 2009 glede na lastništvo podjetij



Vir: Poslovne informacije po vaši meri, 2011.

Povprečna vrednost LEV za podjetja, kjer je država pomemben lastnik, je v letu 2009 znašala 0,40, medtem ko je pri podjetjih, kjer država ni pomemben lastnik, ta vrednost znašala 0,53. Ob izločitvi podjetij iz dejavnosti gradbeništvo se je povprečna vrednost LEV za podjetja brez pomembnega državnega lastništva znižala na 0,48, kar je še vedno nad povprečjem, značilnim za podjetja s pretežnim državnim lastništvom. Razlika je statistično značilna pri petodstotnem intervalu zaupanja.

5.2 Neodvisne spremenljivke

Nadaljevanje poglavja je namenjeno obravnavi neodvisnih spremenljivk, in sicer opredmetenost osnovnih sredstev, rast prihodkov, velikost podjetja, variabilnost dobičkonosnosti in dobičkonosnost podjetja.

5.2.1 Opredmetenost osnovnih sredstev (angl. *tangibility of assets*)

Opredmetenost osnovnih sredstev, TANG, je izračunana kot razmerje med višino opredmetenih osnovnih sredstev in celotnimi sredstvi oziroma po naslednji enačbi:

$$TANG_{i,t} = \frac{\text{opredmetena osnovna sredstva}_{i,t}}{\text{celotna sredstva}_{i,t}} \quad (2)$$

V Tabeli 9 je prikaz opisnih statistik za neodvisno spremenljivko TANG. Iz nje je razvidno, da najnižja vrednost spremenljivke znaša 0, medtem ko znaša najvišja vrednost 0,97. Podjetje z vrednostjo spremenljivke 0 nima opredmetenih osnovnih sredstev med svojimi sredstvi, medtem ko ima podjetje z vrednostjo 0,97 skoraj celotna sredstva v obliki opredmetenih osnovnih sredstev. Povprečno podjetje v raziskavi ima približno 30 % opredmetenih osnovnih sredstev v celotnih sredstvih, standardni odklon pa je visok in znaša okrog 0,23. Iz Tabele 9 je opaziti tudi, da spremenljivka TANG ostaja konstanta skozi celotno obdobje opazovanja, saj so razlike v povprečnih vrednostih za posamezno leto zelo nizke, medtem ko se vrednost mediane znižuje.

Tabela 9: Opisne statistike za spremenljivko TANG

	Minimum	Maksimum	Mediana	Aritmetična sredina	Standardni odklon
2006	0,00	0,94	0,28	0,30	0,23
2007	0,00	0,97	0,25	0,30	0,23
2008	0,00	0,95	0,24	0,30	0,24
2009	0,00	0,93	0,25	0,30	0,24

Vir: Poslovne informacije po vaši meri, 2011.

5.2.2 Rast prihodkov

Neodvisna spremenljivka rast prihodkov, RAST, je izračunana kot rast prihodkov v letu opazovanja in letu predtem, to pomeni, da spremenljivka RAST za leto 2006 vključuje rast prihodkov, ki je bila značilna za leti 2005 in 2006. Pri izračunu sem uporabil naslednjo enačbo:

$$RAST_{i,t} = (\text{prihodki}_{i,t} - \text{prihodki}_{i,t-1}) / \text{prihodki}_{i,t-1} \quad (3)$$

Iz Tabele 10 je razviden prikaz opisnih statistik za neodvisno spremenljivko RAST. Opaziti je visoko variabilnost opazovane spremenljivke. V letih 2006, 2007 in 2008 sta aritmetična sredina in mediana spremenljivke RAST pozitivni, kar pomeni, da je povprečno podjetje, vključeno v raziskavo, povečevalo svoje prihodke v tem obdobju. Aritmetična sredina in mediana spremenljivke sta v letu 2009 negativni, kar nakazuje, da je povprečno podjetje znižalo svoje prihodke v letu 2009 glede na leto 2008. V obdobju 2006, 2007 in 2008 je zaznati hitro upadanje aritmetične sredine spremenljivke RAST. Poudariti je potrebno, da je v letu 2006 pri nekaterih podjetjih v dejavnosti gradbeništvo prišlo do izjemnih rasti prihodkov in je zato aritmetična sredina spremenljivke RAST predimenzionirana. Opozoril bi še na dejstvo, da se pojavljajo v vzorcu tudi podjetja, ki so prihodke v posameznem letu imela nič oziroma je vrednost RAST zanje v tem letu bila -1. Standardni odklon za spremenljivko RAST je ustrezno visok, vendar se znižuje s približevanjem letu 2009. Razlike med mediano in aritmetično sredino so predvsem v letu 2006 visoke zaradi visoke rasti prihodkov pri posameznih podjetjih.

Tabela 10: Opisne statistike za spremenljivko RAST

	Minimum	Maksimum	Mediana	Aritmetična sredina	Standardni odklon
2006	-1,00	93,54	0,13	1,09	7,73
2007	-0,60	6,77	0,15	0,36	0,86
2008	-1,00	1,54	0,06	0,09	0,29
2009	-1,00	1,23	-0,14	-0,14	0,29

Vir: Poslovne informacije po vaši meri, 2011.

5.2.3 Velikost podjetja

Neodvisna spremenljivka velikost podjetja, VELIKOST, je izračunana kot naravni logaritem celotnih sredstev oziroma po naslednji enačbi:

$$VEL_{i,t} = \ln(\text{celotna sredstva}_{i,t}) \quad (4)$$

Tabela 11 prikazuje opisne statistike za neodvisno spremenljivko VEL. Variabilnost opazovane neodvisne spremenljivke ni visoka, vendar je nizka variabilnost predvsem posledica logaritmiranja. Minimalna in maksimalna vrednost ter aritmetična sredina spremenljivke naraščajo skozi celotno obdobje. Pri interpretaciji spremenljivke je potrebno upoštevati, da je spremenljivka izračunana z uporabo funkcije logaritmiranja. Nelogaritmirane razlike med velikostjo opazovanih podjetij so zato mnogo večje, npr. vrednost 15,31 pomeni, da je velikost celotnih sredstev posameznega podjetja znašala približno 4.450.000 evrov, medtem ko vrednost 21,43 pomeni, da je velikost celotnih sredstev znašala približno 2 milijardi evrov. Povprečno podjetje, vključeno v raziskavo, je imelo v letu 2006 vrednost

celotnih sredstev na nivoju 50 milijonov evrov, v letu 2009 se je ta vrednost povečala za 45 % na 72,5 milijona evrov.

Tabela 11: Opisne statistike za spremenljivko VELIKOST

	Minimum	Maksimum	Mediana	Aritmetična sredina	Standardni odklon
2006	15,31	21,14	17,60	17,73	1,22
2007	15,55	21,24	17,87	17,93	1,17
2008	15,92	21,43	18,00	18,09	1,08
2009	16,34	21,39	17,98	18,10	1,04

Vir: Poslovne informacije po vaši meri, 2011.

Spremenljivko velikost podjetja bom poskusil predstaviti podrobneje kot ostale, saj sem že pri lastništvu podjetij opazil statistično značilne razlike v stopnji zadolženosti med posameznimi podjetji¹⁰. Po izvedbi statističnega testa, kjer sem primerjal povprečne vrednosti ostalih spremenljivk v modelu v odvisnosti od velikosti podjetja¹¹, sem prišel do rezultatov, da razlike med podjetji ob upoštevanju velikosti le-teh niso statistično značilne.

5.2.4 Variabilnost dobičkonosnosti

Naslednja neodvisna spremenljivka, ki je del raziskovalnega modela, je variabilnost dobičkonosnosti, SDROA, ki je izračunana kot standardni odklon dobičkonosnosti sredstev (angl. *return on assets*, ROA) zadnjih treh let. Za leto 2006 je spremenljivka izračunana kot standardni odklon dobičkonosnosti sredstev za leta 2004, 2005 in 2006 oziroma po enačbi:

$$SDROA_{it} = \text{Standardni odklon}(ROA_{it-2}; ROA_{it-1}; ROA_{it}) \quad (5)$$

V Tabeli 12 so predstavljene opisne statistike za neodvisno spremenljivko SDROA. Za spremenljivko SDROA je značilna visoka variabilnost, saj je standardni odklon pri spremenljivki v vseh letih večji od aritmetične sredine te spremenljivke. Maksimalna vrednost spremenljivke in aritmetična sredina se višata skozi celotno opazovano obdobje, kar nakazuje, da je postajala dobičkonosnost podjetij s približevanjem letu 2009 vse bolj variabilna. Prav tako se standardni odklon spremenljivke postopno povečuje skozi celotno obdobje opazovanja.

¹⁰ Obstaja visoka povezanost med velikostjo podjetja v vzorcu in lastniškim obvladovanjem podjetja s strani države.

¹¹ Najprej sem primerjal največjih 100 podjetij z najmanjšimi 100 po velikosti sredstev v posameznem letu, nato še velika podjetja s srednjimi in majhnimi podjetji glede na pravila, ki jih določa Zakon o gospodarskih družbah.

Tabela 12: Opisne statistike za spremenljivko SDROA

	Minimum	Maksimum	Mediana	Aritmetična sredina	Standardni odklon
2006	0,00	0,20	0,02	0,03	0,04
2007	0,00	0,28	0,02	0,03	0,04
2008	0,00	0,31	0,02	0,03	0,04
2009	0,00	0,32	0,02	0,04	0,05

Vir: Poslovne informacije po vaši meri, 2011.

5.2.5 Dobičkonosnost

Neodvisna spremenljivka dobičkonosnost kapitala (angl. *return on equity*), ROE, je izračunana kot razmerje med čistim dobičkom posameznega leta in celotnim lastniškim kapitalom. Pri izračunu sem uporabil naslednjo enačbo:

$$ROE_{i,t} = \frac{\text{čisti dobiček}_{i,t}}{\text{lastniški kapital}_{i,t}} \quad (6)$$

Tabela 13 prikazuje opisne statistike za spremenljivko ROE. Aritmetična sredina spremenljivke je bila v letih 2006, 2007 in 2008 pozitivna, medtem ko je bila v letu 2009 negativna. Opazna je visoka variabilnost spremenljivke, predvsem v letih 2006 in 2009, na račun ekstremnih vrednosti pri posameznih podjetjih. Povprečna dobičkonosnost je tako zaradi vpliva ekstremnih vrednosti predvsem v letih 2006 in 2009 lahko predimenzionirana, vendar sta upadanje aritmetične sredine v obdobju 2006–2008 in negativna vrednost v letu 2009 konsistentna z dogajanjem v slovenskem gospodarstvu. Pri spremenljivki so opazne velike razlike med aritmetično sredino in mediano v celotnem obdobju opazovanja.

Tabela 13: Opisne statistike za spremenljivko ROE

	Minimum	Maksimum	Mediana	Aritmetična sredina	Standardni odklon
2006	-2,64	22,23	0,11	0,23	1,63
2007	-8,27	1,56	0,11	0,10	0,68
2008	-5,73	1,22	0,08	0,04	0,54
2009	-20,09	0,52	0,04	-0,19	1,58

Vir: Poslovne informacije po vaši meri, 2011.

5.2.6 Ostale spremenljivke

V raziskavi sem uporabil še neprave spremenljivke (angl. *dummy variable*), ki služijo kot indikator dejavnosti, ki je poglobljena pri opazovanem podjetju, in kot indikator lastništva podjetja. Z nepravimi spremenljivkami sem identificiral štiri različne dejavnosti, in sicer predelovalne dejavnosti, trgovino, promet ter združeno informacijsko in komunikacijsko

dejavnost. Za identifikacijo štirih dejavnosti sem uporabil tri neprave spremenljivke, medtem ko sem s preostalo nepravo spremenljivko razlikoval med podjetij s pomembnim lastniškimi vplivom države od ostalih podjetij.

5.3 Pričakovane povezave med odvisno in neodvisnimi spremenljivkami

Posamezna teorija strukture kapitala podjetij predvideva različno povezavo med odvisno spremenljivko, to je stopnjo zadolženosti slovenskih podjetij, in neodvisnimi spremenljivkami. V Tabeli 14 so predstavljene pričakovane povezave med spremenljivkami po posamezni teoriji. Dobljene rezultate raziskave bom v nadaljevanju primerjal s pričakovanimi povezavami in poskušal ugotoviti, ali katera izmed naštetih teorij uspešno pojasnjuje lastnosti in oblikovanje strukture kapitala slovenskih podjetij v obdobju od leta 2006 do 2009.

Tabela 14: Pričakovane povezave med odvisno in neodvisnimi spremenljivkami

	Teorija tehtanja	Teorija vrstnega reda	Postkeynesianska teorija	Teorija delavskega upravljanja
TANG	+	-	-	+
RAST	-/+	-/+	+	+
VELIKOST	+	-	-	+
SDROA	-	-	+	-
ROE	+	-	+	-

Vir: M. Črnigoj & D. Mramor, Determinants of Capital Structure in Emerging European Economies: Evidence from Slovenian Firms, 2009.

Teorija tehtanja predvideva, da zadolženost podjetij raste z njihovo velikostjo, deležem opredmetenih osnovnih sredstev in dobičkonosnostjo podjetja, medtem ko variabilnost dobičkonosnosti negativno vpliva na zadolženost podjetja. Rast podjetja ima mešan vpliv na zadolženost podjetja. Pozitiven vpliv opredmetenosti osnovnih sredstev, velikosti podjetja in dobičkonosnosti podjetja na zadolženost podjetja je posledica nižje stopnje tveganja, ki jo investitorji pripisujejo tem podjetjem. Opredmetena osnovna sredstva služijo kot zavarovanje in znižujejo stroške finančne stiske, medtem ko je za dobičkonosna in/ali velika podjetja možnost finančne stiske nižja, kot to velja za podjetja z nasprotnimi lastnostmi. Variabilnost dobičkonosnosti po teoriji prispeva k nižji zadolženosti podjetja, saj povečuje možnost za nastop finančne stiske podjetja (Rajan & Zingales, 1995, str. 1441).

Teorija vrstnega reda v nasprotju s teorijo tehtanja predvideva negativno povezanost vseh neodvisnih spremenljivk s stopnjo zadolženosti, razen vpliv rasti podjetja ni natančno definiran. Negativna povezanost pojasnjevalnih spremenljivk opredmetenosti osnovnih sredstev, velikosti in variabilnosti dobičkonosnosti z zadolženostjo podjetja je posledica

stopnje asimetrije informacij. Pri velikih podjetjih z veliko opredmetenimi sredstvi in visoko stopnjo variabilnosti dobičkonosnosti lahko pričakujemo nizko stopnjo asimetrije informacij med zunanjimi investitorji in menedžmentom podjetja, saj mora menedžment podjetja prek letnih poročil o poslovanju podjetja in ob upoštevanju regulatorne zahteve po revidiranju letnih izkazov večino informacij posredovati lastnikom podjetja. Podjetje, za katerega je značilna nizka stopnja asimetrije informacij, v veliki meri uporablja notranje vire financiranja in na ta način poskuša doseči povečanje asimetrije informacij ter posledično znižati stopnjo zadolženosti. Dobičkonosnost negativno vpliva na stopnjo zadolženosti, saj po teoriji podjetja najprej uporabljajo notranje vire financiranja in šele nato zunanje vire financiranja.

Po značilnostih postkeynesianske teorije se zadolženost podjetja večja skupaj z rastjo podjetja, dobičkonosnostjo in variabilnostjo dobičkonosnosti, medtem ko imata velikost in delež opredmetenih osnovnih sredstev v celotnih sredstvih negativen vpliv na stopnjo zadolženosti. Velika podjetja in tista z visokim deležem opredmetenih osnovnih sredstev povišajo možnost dolgoročnega preživetja podjetja, ki ga teorija postavlja v ospredje, tako da znižajo stopnjo zadolženosti in se na ta način zmanjšajo možnosti finančne stiske, medtem ko se rastoča podjetja z visoko variabilnostjo dobičkonosnosti s povečanjem zadolževanja hitreje razvijajo in zagotavljajo dolgoročen razvoj. Dobičkonosnost podjetja predstavlja menedžmentu zagotovilo o uspešnosti podjetja in visoki verjetnosti dolgoročnega preživetja, na podlagi katere se lahko podjetje dodatno zadolžuje.

Teorija delavskega upravljanja določa drugačno povezanost med spremenljivkami kot ostale teorije. Opredmetenost osnovnih sredstev, rast in velikost podjetja naj bi imele pozitiven vpliv na stopnjo zadolženosti, medtem ko naj bi dobičkonosnost in variabilnost dobičkonosnosti zmanjševali stopnjo zadolženosti. Ker teorija v ospredje postavlja kratkoročne cilje podjetja, je razmerje med stopnjo zadolženosti in pojasnjevalnimi spremenljivkami skoraj v celoti nasprotno, kot to velja za postkeynesiansko teorijo. Dobičkonosna podjetja bodo po teoriji manj zadolžena, saj so stroški kapitala po tej teoriji izredno nizki, zato bo podjetje večino dobičkov zadržalo in jih uporabilo za vire financiranja.

5.4 Uporabljene statistične tehnike

Najpomembnejša med uporabljenimi statističnimi tehnikami je panelna regresija, ki združuje nekaj različnih statističnih tehnik. Za določitev, katera podvrsta panelne regresije je najprimernejša za uporabo in daje najbolj točne in konsistentne rezultate, se bom osredotočil še na pomožne tehnike in statistične teste.

5.4.1 Uporaba panelne regresije

Yaffee (2003) je izpostavil, da se panelna regresija uporablja za preučevanje pojavov, ki jih sistematično in periodično opazujemo v določenem časovnem okviru. V ekonomski znanosti

se panelno regresijo med drugim uporablja za preučevanje obnašanja in odločitev podjetij in potrošnikov, vendar pa panelna regresija ni omejena zgolj na ekonomsko znanost. Uporabna je tudi v sociologiji, politologiji, psihologiji in ostalih družboslovnih znanostih.

Panelna regresija s ponavljajočimi se opazovanji zadostnega števila različnih subjektov omogoča raziskovalcu, da preuči dinamiko spreminjanja odvisne spremenljivke v kratkem časovnem obdobju. Preplet časovne vrste in statičnega prereza lahko poveča kakovost rezultatov analize opazovane skupine subjektov (Gujarati, str. 638).

5.4.2 Vrste panelne regresije

Yaffee (2003) navaja, da razlikujemo med tremi modeli panelne regresije, in sicer med modelom s konstantnimi koeficienti, modelom s stalnimi učinki in modelom s slučajnimi učinki.

Model s stalnimi koeficienti predvideva, da so konstante in regresijski koeficienti stalni. Za ta primer je značilno, da ne obstajajo niti pomembne časovne razlike niti pomembne individualne razlike med opazovanimi subjekti, zato lahko opazovane podatke združimo in jih obravnavamo z navadno linearno regresijo. Ker navadno obstajajo razlike v času oziroma med opazovanimi subjekti, se model s stalnimi koeficienti redko uporablja za analizo panelnih podatkov.

Baltagi (2005, str. 11) podrobneje opiše preostala dva modela panelne regresije. Osnova za izgradnjo in razumevanje ostalih dveh modelov panelne regresije je njena primarna enačba, ki ima naslednjo obliko:

$$Y_{it} = \alpha + \beta * X_{it} + u_{it} \quad (7)$$

Y predstavlja odvisno spremenljivko, X neodvisno spremenljivko, i označuje subjekt opazovanja in t predstavlja časovno komponento. S črko u je označena regresijska napaka, ki je razčlenjena na naslednji način:

$$u_{it} = \mu_i + v_{it} \quad (8)$$

μ_i označuje neodkrit individualen učinek, medtem ko v_{it} označuje ostalo napako. μ_i ni časovno odvisen in vključuje vse individualne učinke, ki niso zajeti v regresijski analizi. Preostanek regresijske napake se spreminja v času in je lahko obravnavan, kot je napaka pri navadni regresijski funkciji.

Model s stalnimi učinki predpostavlja, da so μ_i stalni in nespremenljivi, medtem ko je ostala napaka v_{it} stohastična, neodvisna in identično razporejena (i.i.d.). Vrednost X_{it} je neodvisna

od $v_{i,t}$ za vse i in t . Model stalnih učinkov je primernejši za raziskave, ki se osredotočajo na določeno število podjetij, držav, posameznikov itd.

Model s slučajnimi učinki predvideva, da so μ_i slučajni. μ_i in $v_{i,t}$ so neodvisni med seboj, prav tako je tudi $X_{i,t}$ neodvisna od ostalih dveh sestavin regresijske napake. Model s slučajnimi učinki je primeren, ko raziskujemo vzorec naključno izbranih subjektov iz populacije, kot je na primer panelna raziskava gospodinjstev.

5.4.3 Izbira med modelom s stalnimi koeficienti in ostalima modeloma

Ker za analizo zbranih podatkov ni najprimernejša izbira regresije s stalnimi koeficienti, bom poleg informacij, ki so na voljo pri rezultatih ostalih dveh modelov panelne regresije, izvedel tudi Breusch-Pagan Lagrangeev test, ki preverja prisotnost slučajnih učinkov. Statistično značilen rezultat testa pove, da uporaba preproste regresijske funkcije ni najprimernejša, hkrati pa ni indikator, da bo model s slučajnimi učinki boljši kot model s stalnimi učinki (Stata 11, Help, 2011).

5.4.4 Izbira med modelom s stalnimi učinki in modelom s slučajnimi učinki

Izbira, ali uporabiti model s stalnimi učinki ali model s slučajnimi učinki v statistični analizi, je težka. V strokovni literaturi se pojavljajo nasprotovanja med posameznimi avtorji o primernosti uporabe posameznega modela. Mundlak (1961) ter Wallace in Hussain (1969) so trdili, da je model s stalnimi učinki primernejši za uporabo, medtem ko Balestra in Nerlove (1966) predlagata uporabo modela s slučajnimi učinki. Chamberlain (1984) je pokazal, da ima model s stalnimi učinki številne omejitve, ki lahko vplivajo na rezultate modela s stalnimi učinki, medtem ko je Mundlak (1978) izpostavljaj slabosti modela s slučajnimi učinki.

Pri izbiri ustreznega modela bom uporabil Hausmanov test, ki bo služil kot odgovor na vprašanje, ali v raziskavi obstaja statistično značilna povezanost med neodkritimi individualnimi učinki in neodvisnimi spremenljivkami. Če omenjena povezava ne obstaja, je bolje uporabiti model s slučajnimi učinki. Če povezava obstaja, pa je model s slučajnimi učinki narobe ocenjen in je izbira modela s stalnimi učinki primernejša.

Hausmanov test je različica Waldovega X^2 testa s $k - 1$ stopinjami prostosti, kjer k označuje število neodvisnih spremenljivk med matriko kovarianc neodvisnih spremenljivk v modelu s stalnimi učinki in modelu s slučajnimi učinki. Ničta hipoteza Hausmanovega testa je, da ne obstaja statistično značilna razlika med kovariancami posameznega modela (Stata 11, Help, 2011).

6 REZULTATI RAZISKAVE

Najprej bom preveril, ali enostavna regresijska funkcija zadošča za analizo podatkov, nato bom predstavil rezultate panelne regresije za modela s stalnimi in slučajnimi učinki in poskusil ugotoviti, kateri model je primernejši za interpretacijo rezultatov. Rezultate boljšega modela bom nato uporabil za preverjanje, katera od teorij strukture kapitala najboljše opisuje strukturo kapitala slovenskih podjetij v obdobju od leta 2006 do 2009.

6.1 Zavrnitev ustreznosti uporabe modela s stalnimi koeficienti

Rezultati Breusch-Pagan Lagrangeevega testa so predstavljeni v Tabeli 15. Na podlagi rezultatov lahko zavrnem ustreznost uporabe modela s stalnimi koeficienti za analizo podatkov, saj ostali modeli omogočajo boljši rezultat.

Tabela 15: Rezultati Breusch-Pagan Lagrangeevega testa

	Varianca	Standardni odklon
LEV	0,094	0,307
E	0,016	0,125
U	0,061	0,247
Test: Varianca = 0		
X²	661,37	
Verjetnost > X²	0	

6.2 Uporabljena regresijska funkcija

Regresijska funkcija, ki jo bom uporabil pri panelni analizi podatkov in opisuje povezanost med odvisno spremenljivko zadolženost slovenskih podjetij in uporabljenimi neodvisnimi spremenljivkami, je razvidna iz Enačbe 9:

$$LEV_{it} = \alpha + \beta_1 * TANG_{it} + \beta_2 * RAST_{it} + \beta_3 * VEL_{it} + \beta_4 * SDROA_{it} + \beta_5 * ROE_{it} + \beta_6 * DUM1_i + \beta_7 * DUM2_i + \beta_8 * DUM3_i + \beta_9 * DUMlast_i + u_{it} \quad (9)$$

Iz uporabljene regresijske funkcije je razvidno, da se vrednosti posameznih odvisnih in neodvisne spremenljivke spreminjajo tudi v času, medtem ko se vrednosti nepravih spremenljivk v času ne spreminjajo, saj opisujejo dejavnost podjetja oziroma vpliv lastništva podjetja na zadolženost. Podjetja, ki imajo vrednosti vseh nepravih spremenljivk, ki opisujejo dejavnost, enako 0, sodijo v dejavnost gradbeništvo; podjetja, ki imajo vrednost DUM1 enako 1, sodijo v dejavnost promet in informacijske dejavnosti; podjetja, ki imajo vrednost DUM2 enako 1, sodijo v dejavnost trgovina; podjetja, ki imajo vrednost DUM3 enako 1, pa v

dejavnost predelovalne dejavnosti. Podjetja s prevladujočim lastniškim deležem države v lastniški strukturi imajo vrednost nepravne spremenljivke DUMlast enako 1.

6.3 Model s stalnimi učinki

Število opazovanj pri modelu s stalnimi učinki je enako 800, medtem ko je število različnih skupin enako 200. Pri vsaki skupini so štiri opazovanja, to je za vsako obravnavano leto eno. V Tabeli 16 so prikazani rezultati; dobljeni z metodo s stalnimi učinki.

Tabela 16: Rezultati panelne regresije z metodo s stalnimi učinki

LEV	Koeficient	Stand. napaka	T-test	P > [t]	95% interval zaupanja	
TANG	-0,215	0,074	-2,89	0,004	-0,360	-0,069
RAST	0,002	0,001	1,98	0,048	-0,000	0,005
VEL	0,126	0,016	7,69	0,000	0,094	0,159
SDROA	1,148	0,198	5,80	0,000	0,759	1,536
ROE	0,000	0,004	0,07	0,943	-0,008	0,009
DUM1	-0,118	0,144	-0,82	0,412	-0,401	0,164
DUM2	-0,537	0,191	-2,81	0,005	-0,912	-0,162
DUM3	-0,783	0,223	-3,43	0,001	-1,231	-0,335
DUMlast	-0,013	0,008	-1,71	0,087	-0,029	0,003
Konstanta	-1,428	0,324	-4,41	0,000	-2,066	-0,791

Vrednost R^2 , ki pove, kolikšen del variance odvisne spremenljivke je pojasnjen z vplivom neodvisnih spremenljivk, je za model s stalnimi učinki 0,177, kar pomeni, da večina variance ni pojasnjena s spremenljivkami, ki so vključene v model. Kljub temu je vrednost R^2 podobna vrednostim, ki so jih opazili pretekli raziskovalci strukture kapitala slovenskih podjetij v svojih raziskavah. Vrednost prvega F-testa, ki znaša 14,06, pove, da je regresijski model statistično značilen. Vrednost F-testa, ki testira, ali so vsi stalni individualni učinki enaki 0, je 17,39. Vrednost F-testa nakazuje, da obstajajo stalni učinki v obravnavanem modelu. Povezava med stalnimi učinki in regresijskimi koeficienti znaša -0,779, povezava je visoka in negativna, kar nakazuje, da je primernejša uporaba modela s stalnimi učinki kot modela s slučajnimi učinki. V Tabeli 16 so razvidni regresijski koeficienti za posamezno neodvisno spremenljivko. T-test regresijskih koeficientov in konstante kaže, da so vsi regresijski koeficienti (ob neupoštevanju regresijskih koeficientov nepravih spremenljivk) in regresijska konstanta statistično značilni razen koeficienta neodvisne spremenljivke dobičkonosnost, ki ni statistično značilen.

6.4 Model s slučajnimi učinki

Število opazovanj pri modelu s slučajnimi učinki je enako 800, medtem ko je število različnih skupin enako 200. Pri vsaki skupini so štiri opazovanja, to je za vsako obravnavano leto eno. V Tabeli 17 so prikazani rezultati, dobljeni z metodo s slučajnimi učinki:

Tabela 17: Rezultati panelne regresije z metodo s slučajnimi učinki

LEV	Koeficient	Stand. napaka	Z-test	P > [z]	95% interval zaupanja	
TANG	-0,106	0,058	-1,81	0,071	-0,220	0,009
RAST	0,002	0,001	1,65	0,104	-0,000	0,005
VEL	0,081	0,013	6,32	0,000	0,056	0,106
SDROA	0,779	0,188	4,15	0,000	0,411	1,147
ROE	-0,004	0,005	-0,91	0,363	-0,013	0,005
DUM1	0,294	0,052	5,64	0,000	0,192	0,396
DUM2	-0,008	0,052	-0,15	0,881	-0,110	0,094
DUM3	0,096	0,053	1,81	0,071	-0,008	0,200
DUMlast	-0,052	0,032	-1,63	0,104	-0,116	0,011
Konstanta	-1,023	0,241	-4,25	0,000	-1,496	-0,551

Vrednost R^2 za model panelne regresije, ki predpostavlja slučajne učinke, znaša 0,139, kar je nekoliko nižje kot za model s stalnimi učinki. Uporabljena metoda predpostavlja, da so slučajni učinki razporejeni normalno, in predvideva, da ne obstaja korelacija med slučajnimi učinki in regresijskimi koeficienti. Waldov X^2 kaže, da je uporabljena regresijska metoda statistično značilna. Trije regresijski koeficienti (brez upoštevanja regresijskih koeficientov nepravilnih spremenljivk), dobljeni z modelom s slučajnimi učinki, so statistično neznačilni. Za ugotavljanje statistične značilnosti regresijskih koeficientov in regresijske konstante se pri modelu s slučajnimi učinki uporablja Z-test. Poleg regresijskega koeficienta neodvisne spremenljivke dobičkonosnost, ki je bil statistično neznačilen tudi pri modelu s stalnimi učinki, je statistično neznačilen regresijski koeficient opazen tudi pri spremenljivkah opredmetenost osnovnih sredstev in rast prihodkov podjetja.

Predznaki regresijskih koeficientov so enaki za oba modela, razen pri statistično neznačilnem regresijskem koeficientu pri spremenljivki dobičkonosnost prihaja do razlike. Model s stalnimi učinki predvideva pozitivno povezanost med dobičkonosnostjo in zadolženostjo, medtem ko model s slučajnimi učinki predvideva negativno povezanost.

6.5 Izbira ustrežnejšega modela

Statistična neznačilnost večjega števila regresijskih koeficientov in dobljena korelacija (u_i , X_b) pri izvedbi panelne regresijske analize s stalnimi učinki nakazujeta, da je primerneje

uporabiti model s stalnimi učinki. Za natančnejšo odločitev o primernosti modela bom izvedel še dodaten test. V Tabeli 18 so prikazani rezultati Hausmanovega testa.

Vrednost X^2 , izračunana po Hausmanovem testu, je 130,66. Rezultat Hausmanovega testa pove, da so stalni individualni učinki povezani z regresijskimi koeficienti, zato je uporaba modela s stalnimi učinki primernejša od uporabe modela s slučajnimi učinki.

Tabela 18: Rezultati Hausmanovega testa

	Koeficient (stalni učinki)	Koeficient (slučajni učinki)	Razlika
TANG	-0,215	-0,106	-0,109
RAST	0,002	0,002	0,000
VEL	0,126	0,081	0,045
SDROA	1,148	0,779	0,369
ROE	0,000	-0,004	0,004
DUM1	-0,118	0,294	-0,412
DUM2	-0,537	-0,008	-0,529
DUM3	-0,783	0,096	-0,880
DUMlast	-0,013	-0,052	0,039
X^2	122,82		
Verjetnost > X^2	0		

6.6 Preoblikovanje vzorca

Vzorec opazovanih podjetij sem nato popravil in iz njega najprej izločil 43 podjetij. Izločena podjetja so bila v času opazovanja ali v obdobju pred začetkom opazovanja prevzeta s strani menedžmenta podjetja ali so sodila v skupino podjetij, kjer je vodilno podjetje bilo prevzeto s strani menedžmenta tega podjetja. V nadaljevanju bom predstavil še rezultate za skupino podjetij, ki so bila v prvem alternativnem vzorcu izpuščena. Z izvedbo dodatne panelne regresije bom poskusil potrditi hipotezo, da obstajajo razlike med tema dvema skupinama podjetij, kar v končni fazi pomeni, da je mogoče strukturo kapitala teh podjetij opisati z različnima teorijama strukture kapitala.

6.6.1 Rezultati panelne regresije za vzorec podjetij, ki niso bila predmet prevzema

Tabela 19: Rezultati panelne regresije za prvi alternativni vzorec z metodo s stalnimi učinki

LEV	Koeficient	Stand. napaka	T-test	P > [t]	95% interval zaupanja	
TANG	-0,199	0,079	-2,52	0,012	-0,355	-0,044
RAST	0,001	0,002	0,46	0,649	-0,004	0,006
VEL	0,137	0,018	7,75	0,000	0,103	0,172
SDROA	0,632	0,252	2,51	0,012	0,138	1,127
ROE	0,007	0,004	1,99	0,045	-0,002	0,017
DUM1	-0,114	0,145	-0,79	0,432	-0,399	0,171
DUM2	-0,565	0,192	-2,94	0,003	-0,943	-0,187
DUM3	-0,735	0,230	-3,19	0,002	-1,188	-0,283
Konstanta	-1,607	0,345	-4,65	0,000	-2,286	-0,929

Vrednosti regresijskih koeficientov za panelno regresijo s stalnimi učinki na vzorcu podjetij, ki niso bila predmet menedžerskega prevzema, so razvidne iz Tabele 19. Statistično so značilni vsi glavni regresijski koeficienti razen koeficienta pri spremenljivki rast prihodkov in enega izmed koeficientov spremenljivk, ki pojasnjujejo dejavnost podjetij. Ostale pojasnjevalne karakteristike panelne regresije imajo podobne vrednosti, kot je to značilno za celoten vzorec. Ker bom v naslednjem poglavju predstavil tudi rezultate analize za podjetja, ki so bila prevzeta s strani menedžmenta, bom v obeh primerih izpustil nepravo spremenljivko, s katero sem v celotnem vzorcu ločil podjetja s prevladujočim vplivom državnih lastnikov od ostalih podjetij, saj zaradi prevzema prevladujoč vpliv države za ta podjetja ni značilen.

Tabela 20: Rezultati panelne regresije za prvi alternativni vzorec z metodo s slučajnimi učinki

LEV	Koeficient	Stand. napaka	Z-test	P > [z]	95% interval zaupanja	
TANG	-0,105	0,064	-1,64	0,100	-0,232	0,020
RAST	0,001	0,003	0,26	0,798	-0,004	0,006
VEL	0,082	0,014	5,79	0,000	0,054	0,110
SDROA	0,318	0,234	1,36	0,175	-0,141	0,777
ROE	0,004	0,005	0,72	0,474	-0,006	0,013
DUM1	0,317	0,062	5,10	0,000	0,195	0,439
DUM2	0,008	0,060	0,13	0,893	-0,108	0,125
DUM3	0,106	0,062	1,72	0,086	-0,015	0,229
Konstanta	-1,109	0,269	-4,13	0,000	-1,636	-0,582

V Tabeli 20 so izpostavljene vrednosti regresijskih koeficientov, ki sem jih pridobil z uporabo panelne regresije, ki predpostavlja slučajne učinke, na prvem alternativnem vzorcu. Večina koeficientov regresijske funkcije je v tem primeru statistično neznačilna.

Z uporabo enakih pomožnih testov, kot sem jih uporabil pri celotnem vzorcu, sem tudi v tem primeru prišel do rezultata, da je za interpretacijo rezultatov primernejša uporaba panelne regresije, ki predpostavlja stalne učinke.

6.6.2 Rezultati panelne regresije za vzorec podjetij, ki so bila predmet prevzema

V Tabeli 21 so predstavljene vrednosti regresijskih koeficientov z uporabo panelne regresije s stalnimi učinki za podjetja, ki so bila prevzeta s strani menedžmenta¹². Izpostaviti želim visoko vrednost R^2 v primerjavi s celotnim vzorcem, in sicer znaša vrednost 0,380. Predznaki regresijskih koeficientov se pri modelu s stalnimi učinki ob upoštevanju samo podjetij, ki so bila v obdobju opazovanja prevzeta s strani menedžmenta, popolnoma ujemajo s predpostavkami postkeynesianske teorije strukture kapitala. Vsi glavni regresijski koeficienti so pri metodi s stalnimi učinki statistično značilni razen koeficienta spremenljivke rast prihodkov.

Tabela 21: Rezultati panelne regresije za drugi alternativni vzorec z metodo s stalnimi učinki

LEV	Koeficient	Stand. napaka	T-test	P > [t]	95% interval zaupanja	
TANG	-0,132	0,046	-2,85	0,005	-0,224	-0,042
RAST	0,004	0,010	0,47	0,641	-0,016	0,024
VEL	-0,144	0,048	-2,98	0,003	-0,240	-0,048
SDROA	1,419	0,314	4,52	0,000	0,799	2,040
ROE	0,061	0,014	4,32	0,000	0,033	0,089
DUM1	-0,128	0,157	-0,81	0,406	-0,456	0,181
DUM2	-0,244	0,145	-1,70	0,089	-0,534	0,046
DUM3	-0,522	0,110	-4,85	0,000	-0,773	-0,302
Konstanta	-2,131	0,901	-2,35	0,020	-3,925	-0,336

V Tabeli 22 so prikazani še rezultati za panelno regresijo s slučajnimi učinki. Opredmetenost osnovnih sredstev ni statistično značilna. Opaziti je razliko v predznakih regresijskih koeficientov velikost in dobičkonosnost med obema metodama na tem alternativnem vzorcu.

¹² Skupaj je v vzorcu 43 podjetij.

Tabela 22: Rezultati panelne regresije za drugi alternativni vzorec z metodo s slučajnimi učinki

LEV	Koeficient	Stand. napaka	Z-test	P > [z]	95% interval zaupanja	
TANG	-0,096	0,142	-0,67	0,500	-0,374	0,182
RAST	0,004	0,001	2,80	0,005	0,001	0,007
VEL	0,097	0,028	3,49	0,000	0,043	0,152
SDROA	1,171	0,304	3,85	0,000	0,575	1,768
ROE	-0,066	0,013	-5,02	0,000	-0,092	-0,040
DUM1	0,238	0,080	2,96	0,003	0,080	0,395
DUM2	-0,112	0,095	-1,17	0,242	-0,298	0,075
DUM3	0,072	0,087	0,82	0,404	-0,098	0,243
Konstanta	-1,353	0,542	-2,50	0,013	-2,415	-0,291

Z uporabo pomožnih testov sem tudi v primeru drugega alternativnega vzorca prišel do zaključka, da je uporaba panelne regresije z metodo s stalnimi učinki bolj priporočljiva.

6.7 Interpretacija rezultatov za celoten vzorec

S panelno regresijo z modelom s stalnimi učinki sem ugotovil naslednjo povezanost med neodvisnimi spremenljivkami in odvisno spremenljivko, in sicer opredmetenost osnovnih sredstev je negativno povezana z zadolženostjo slovenskih podjetij, medtem ko so rast prihodkov, velikost podjetja, variabilnost dobičkonosnosti in dobičkonosnost podjetja pozitivno povezane z zadolženostjo slovenskih podjetij v obdobju med letoma 2006 in 2009. Regresijski koeficient za spremenljivko opredmetenost osnovnih sredstev znaša -0,215; za spremenljivko rast prihodkov 0,002; za spremenljivko velikost podjetja 0,126; za spremenljivko variabilnost dobičkonosnosti 1,148 ter za spremenljivko dobičkonosnost 0,0003. Regresijska konstanta ima vrednost -1,428.

Povezanost med zadolženostjo in petimi neodvisnimi spremenljivkami najbolje opisuje postkeynesianska teorija, ki predvideva vodilno vlogo menedžerjev pri odločitvah podjetja. Iz dobljenih rezultatov se samo povezava med velikostjo in zadolženostjo podjetja ne ujema s predpostavkami omenjene teorije, ki predvideva negativno povezanost zadolženosti z velikostjo podjetja. Pozitivna povezanost med velikostjo in zadolženostjo podjetja je predvidena po teoriji tehtanja in teoriji delavskega upravljanja. Pri interpretaciji velikosti podjetja bi želel izpostaviti relativno majhnost vseh slovenskih podjetij v primerjavi s podjetji, značilnimi za večja tržna gospodarstva, kot je slovensko, zato lahko prihaja do manjšega neskladja s postkeynesiansko teorijo strukture kapitala.

Raziskava strukture kapitala slovenskih podjetij v letih od 2006 do 2009 je pokazala, da teorija tehtanja in teorija vrstnega reda, ki veljata za podjetja, ki delujejo v državah z razvitimi

finančnimi trgi, nista uporabni za opis strukture kapitala slovenskih podjetij. Hiter porast zadolževanja slovenskih podjetij v tem obdobju torej ni bil posledica prilagajanja strukture kapitala slovenskih podjetij zakonitostim, ki veljajo za podjetja iz razvitih trgov. Ob predpostavki, da teorija tehtanja in teorija vrstnega reda opisujeta najprimernejši način oblikovanja strukture kapitala podjetja, lahko trdim, da hitra rast zadolženosti slovenskih podjetij v tem obdobju ni bila učinkovita in upravičena.

Rezultati raziskave potrjujejo dejansko stanje slovenskih podjetij v raziskovanem obdobju. Delavci, ki so bili v devetdesetih letih prejšnjega stoletja še vedno najpomembnejši deležniki v podjetjih in so imeli pomembno vlogo pri finančnih odločitvah podjetij, so svoj vodilni položaj izgubili. Nadomestili so jih menedžerji, ki so v slovenskem okolju prevzeli dvojno funkcijo, in sicer vodenja in pomembnega lastništva nad podjetij.

Po podatkih Agencije za trg vrednostnih papirjev je bilo v obdobju od leta 1998 do 2010 izdanih 215 dovoljenj za prevzeme slovenskih podjetij, največ prevzemov pa je potekalo v letu 2007, kar kaže na visoko prevzemno aktivnost v slovenskem prostoru in nakazuje na povečanje koncentracije lastništva v slovenskih podjetjih (Ponudbe za odkup po ZPre, 2011).

V slovenskem gospodarskem okolju se je v tem obdobju pojavilo stanje, v katerem je skupina medsebojno povezanih menedžerjev obvladovala velik del največjih in najpomembnejših slovenskih podjetij. Zaradi prepletenosti lastniške in upravljaljske funkcije v slovenskih podjetjih je pogosto prihajalo do preveč ohlapnih kontrolnih mehanizmov, ki niso uspeli preprečiti napačnih poslovnih odločitev, ki so jih sprejemali menedžerji slovenskih podjetij. Hkrati pa prepletenost pripomore k večji verjetnosti dolgoročnega preživetja podjetij, ki je v skladu s postkeynesiansko teorijo, saj za sistemsko pomembne skupine podjetij velja, da imajo država in banke večjo željo po reševanju, če nastopijo finančne težave pri takem podjetju, saj lahko v primeru propada takega podjetja nastane visoka gospodarska in ekonomska škoda z dolgotrajnimi posledicami. Pozitivni ekonomski trendi v slovenskem in širšem okolju v tem obdobju so še dodatno prispevali k povečevanju poslovnih imperijev, ki so se razvijali ob izdatnem zadolževanju podjetij.

Na problematičnost zadolževanja slovenskih podjetij v tem obdobju opozarjajo tudi številni insolvenčni postopki, ki so trenutno v teku. Številna podjetja, ki so obravnavana v raziskavi strukture kapitala slovenskih podjetij v letih od 2006 do 2009, so trenutno v postopku stečaja oziroma prisilne poravnave.

Na podlagi pridobljenih rezultatov panelne regresije za leta od 2006 do 2009 in trenutnih razmer sklepam, da se bo zadolženost slovenskih podjetij v prihodnjih letih počasi zniževala, medtem ko bodo menedžerji ostali najvplivnejši deležniki pri odločitvah o strukturi kapitala slovenskih podjetij, saj bi bilo za približevanje k zakonitostim, ki jih predvidevata teorija tehtanja in teorija vrstnega reda, potrebno ustrezno spremeniti lastniška in upravljaljska

razmerja v slovenskih podjetjih, kar je srednjeročno, ob upoštevanju trenutnih gospodarskih razmer v Sloveniji, brez izdatne angažiranosti tujega kapitala nemogoče storiti.

6.8 Interpretacija rezultatov za alternativna vzorca

S panelno regresijo z modelom s stalnimi učinki na vzorcu podjetij, ki niso bila predmet menedžerskega prevzema, sem ugotovil enako povezanost med odvisno spremenljivko in neodvisnimi spremenljivkami, kot je bilo to značilno za celoten vzorec. Rezultati so nekoliko presenetljivi, saj sem iz vzorca vzel podjetja, ki so zaradi prevzemov s strani menedžmenta nedvomno najbolje sledila postkeynesianski teoriji poslovnih financ.

Dejstvo, da tudi tako oblikovan vzorec podjetij kaže na poglobljeno prevladovanje menedžmenta podjetij pri oblikovanju strukture kapitala, je zato najverjetneje posledica lastnosti ostalih podjetij v vzorcu. Z izključitvijo podjetij, ki so bila v zadnjih letih prevzeta s strani menedžmenta, je v vzorcu ostalo veliko število podjetij, predvsem družb z omejeno odgovornostjo, ki so jih ustanovili posamezniki ali skupina posameznikov, ki je poleg lastniške funkcije teh podjetij opravljala tudi upravljavsko funkcijo.

Ob oblikovanju vzorca podjetij, ki vsebuje samo prevzeta podjetja, in uporabi panelne regresije z metodo s stalnimi učinki sem dobil vrednosti regresijskih koeficientov, ki v popolni meri sledijo predpostavkam postkeynesianske teorije strukture kapitala. Rezultati kažejo na to, da so v teh podjetjih imeli menedžerji poglobljeno vlogo pri oblikovanju strukture kapitala teh podjetij, kar je skladno s pričakovanji, saj so že rezultati panelne regresije na celotnem vzorcu in alternativnem vzorcu, ki ni vseboval prevzetih podjetij, namigovali na vodilno vlogo menedžerjev.

SKLEP

V magistrskem delu sem poskusil čim bolj zasledovati svoj namen, ki sem ga izpostavil v uvodu, to je analiza dejavnikov, ki so vplivali na strukturo kapitala slovenskih podjetij v obdobju od leta 2006 do 2009. Magistrsko delo tako vključuje pregled relevantne literature tega raziskovalnega področja in empirično analizo, ki temelji na metodah in postopkih, ki so jih razvili številni raziskovalci strukture kapitala.

Bistvo prvega in drugega poglavja je bilo postaviti teoretični okvir, v katerega sem umestil svojo raziskavo. Prvo poglavje opisuje koncepte in razmišljanja številnih avtorjev o vplivih na oblikovanje strukture kapitala, medtem ko se naslednje poglavje bolj specifično osredotoča na raziskave strukture kapitala v tranzicijskih državah Evrope, med drugim tudi v Sloveniji, iz česar je razvidno, da se proces oblikovanja strukture kapitala v teh državah precej razlikuje od značilnosti, ki veljajo za države iz razvitih evropskih in ameriških gospodarstev.

V tretjem poglavju sem izpostavil značilnosti slovenskega gospodarskega in političnega okolja v obdobju od leta 2006 do 2009, za katere menim, da so pomembno vplivale na investicijske in finančne odločitve marsikaterega slovenskega podjetja. Okolju sem pripisal pozitiven vpliv na hitro in dinamično spreminjanje strukture kapitala slovenskih podjetij v tem obdobju.

Naslednja poglavja magistrskega dela so namenjena empirični analizi; najprej sem predstavil značilnosti podjetij, ki sem jih izbral v vzorec za raziskavo, nato sem opisal statistični model in uporabljene spremenljivke. Zadnji del je namenjen predstavitvi in interpretaciji rezultatov.

Z uporabo različnih metod panelne regresije sem ugotovil naslednjo povezanost med odvisno spremenljivko zadolženost podjetja in neodvisnimi spremenljivkami: negativno povezanost med opredmetenostjo osnovnih sredstev in zadolženostjo ter pozitivno povezanost med rastjo, velikostjo, variabilnostjo dobičkonosnosti in dobičkonosnostjo ter zadolženostjo podjetja. Povezanost med odvisno in neodvisnimi spremenljivkami v največji meri sledi zakonitostim postkeynesianske teorije strukture kapitala, ki predpostavlja največjo moč menedžmenta podjetja pri odločitvah o strukturi kapitala podjetja.

Z analizo alternativnega vzorca, v katerega so bila vključena podjetja, ki niso bila prevzeta s strani menedžmenta, sem poskusil dokazati, da so za ta podjetja značilni drugačni vzvodi pri oblikovanju strukture kapitala, vendar je empirična analiza pokazala, da temu ni tako. Razlog za prevladovanje menedžerskega vpliva pri oblikovanju strukture kapitala je najverjetneje v tem, da so tudi v teh podjetjih navadno lastniške in upravljske funkcije podjetja medsebojno prepletene, saj so bila številna podjetja ustanovljena in lastniško obvladovana s strani posameznikov, ki opravljajo tudi vodstvene funkcije.

Pri analizi alternativnega vzorca, ki je vseboval samo podjetja, ki so bila predmet menedžerskega prevzema, sem ugotovil natanko takšno povezanost med odvisno in neodvisnimi spremenljivkami, kot jo predvideva postkeynesianska teorija strukture kapitala, kar je glede na rezultate analize celotnega vzorca in veliki izpostavljenosti menedžerjev teh podjetij bilo pričakovano.

Z raziskavo strukture kapitala v slovenskih podjetjih sem pokazal, kako se je po letu 2000 razmerje moči v slovenskih podjetjih premaknilo od delavcev k menedžerjem, ki so poleg vodenja podjetja velikokrat tudi pomembno lastniško obvladovali podjetje. Povezanost lastniške in upravljske funkcije sem označil kot škodljivo, medtem ko sem oblikovanje strukture kapitala slovenskih podjetij v tem obdobju ocenil kot neoptimalno.

LITERATURA IN VIRI

1. Alti, A. (2006). How Persistent Is the Impact of Market Timing on Capital Structure. *The Journal of Finance*, 61(4), 1681–1710.
2. *Arhiv vrednosti VP in indeksov*. Najdeno 6. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1289&sid=bDehIYZqMP8xDflv>
3. Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1–32.
4. Balestra, P., & Nerlove, M. (1966). Pooling cross-section and time-series data in the estimation of a dynamic model: The demand for natural gas. *Econometrica*, 34, 585–612.
5. Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data* (3rd edition). Wiltshire: Antony Rowe Ltd.
6. Berk, A. (2003). *Effects of Legislation about Financial Management of Enterprises: Evidence of the Restructuring in the Slovene Economy*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
7. Berk, A. (2005). *Drivers of Leverage in Slovene Blue-Chip Firms and Stock Performance Following Substantial Debt Increases*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
8. Berk, A. (2007). The Role of Capital Market in Determining Capital Structure: Evidence from Slovenia Public and Private Corporations. *Acta Oeconomica*, 57(2), 123–155.
9. *Bilančna vsota glede na BDP*. Najdeno 6. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.zbs-giz.si/zdruzenje-bank.asp?StructureId=479>
10. Brealey, R., & Myers, S. (1988). *Principles of Corporate finance* (3rd edition). New York: McGraw-Hill.
11. Chamberlain, G. (1984). Panel data, Chapter 22. *Handbook of Econometrics*, 1247–1318.
12. Claessens, S., & Laeven, L. (2003). Financial Development, Property Rights, and Growth. *The Journal of Finance*, 58(6), 2401–2436.

13. Cornelli, F., Portes, R., & Schaffer, M. (1996). *The Capital Structure of Firms in Central and Eastern Europe*. London: Center for Economic Policy Research.
14. Črnigoj, M., & Mramor, D. (2009). Determinants of Capital Structure in Emerging European Economies: Evidence from Slovenian Firms. *Emerging Markets Finance & Trade*, 45(1), 72–89.
15. De Haas, R., & Peeters, M. (2006). The Dynamic Adjustment Toward Target Capital Structures of Firms in Transition Economies. *Economics of Transition*, 14(1), 133–169.
16. Delcours, N. (2007). The Determinants of Capital Structure in Transitional Economies. *International Review of Economics and Finance*, 16(2), 400–415.
17. Dittmar, A., & Thakor, A. (2007). Why Do Firms Issue Equity?. *The Journal of Finance*, 62(1), 1–54.
18. Eurostat. (2011a). HICP – all items – annual average inflation rate. Najdeno 3. marca 2011 na spletnem naslovu
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/printTable.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tsieb060&printPreview=true>
19. Eurostat. (2011b). Real GDP growth rate. Najdeno 3. marca 2011 na spletnem naslovu
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tsieb020>
20. Eurostat. (2011c). Unemployment rate, annual average, by sex and age groups (%). Najdeno 5. marca 2011 na spletnem naslovu
http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=une_rt_a&lang=en
21. Falke, M. (2002). Community Interest: An Insolvency Objective in Transition Economies?. Najdeno 25. februarja 2011 na spletnem naslovu
<http://siteresources.worldbank.org/GILD/ConferenceMaterial/20206019/Community%20Interests%20-%20Falke.pdf>
22. *Gospodarski kriminal je naša velika težava*. Najdeno 29. marca 2011 na spletnem naslovu
http://www.siol.net/slovenija/novice/2011/03/gorsek_gospodarski_kriminal_je_nasa_velika_tezava.aspx
23. Gujarati, D. (2003). *Basic Econometrics* (4th edition). New York: McGraw Hill.

24. Homar, T. (2008). *Dejavniki strukture kapitala: analiza s panelnimi regresijskimi metodami v novih članicah Evropske unije* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
25. Hussain, Q., & Nivorozhkin E. (1997). *The Capital Structure of Listed Companies in Poland*. Washington, DC: International Monetary Fund.
26. Klapper, L. F., Sarria-Allende, V., & Sulla, V. (2002). *Small- and Medium-Size Enterprise Financing in Eastern Europe*. Washington, DC: World Bank.
27. *Monetary policy objective*. Najdeno 4. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/mopo/html/index.en.html>
28. Mramor, D. (2002). *Teorija poslovnih financ* (2. natis). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
29. Mramor, D., & Valentinčič, A. (2001). When Maximizing Shareholders' Wealth Is Not the Only Choice. *Eastern European Economics* 39(6), 64–93.
30. Mundlak, Y. (1961). Empirical production function free of management bias. *Journal of Farm Economics*, 43, 44–56.
31. Mundlak, Y. (1978). On the pooling of time series and cross-section data. *Econometrica*, 15, 223–238.
32. Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 187–221.
33. Myers, S. C., & Majluf N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
34. *Nacionalni interes*. Najdeno 7. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/poiscif.php?findme=nacionalni+interes&x=0&y=0>
35. Nivorozhkin, E. (2002). Capital Structure in Emerging Stock Markets: The Case of Hungary. *Developing Economies*, 40(2), 166–187.
36. Nivorozhkin, E. (2005). Firms' Financing Choices in EU Accession Countries. *Emerging Markets Review*, 6(2), 138–169.

37. *Obrestne mere Evropske centralne Banke*. Najdeno 5. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/podatki/om-ECB.asp?MapaId=1002>
38. *Obrestne mere novih posojil podjetjem – nefinančnim družbam (podatkovne serije)*. Najdeno 5. marca 2011 na spletnem naslovu http://www.bsi.si/pxweb/dialog/Database/slo/serije/02_fin_trgi/01_om/01_om.asp
39. *Ponudbe za odkup po ZPre*. Najdeno 5. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=88>
40. *Poslovne informacije po vaši meri*. Najdeno 4. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com/FinancniPodatki/Index.aspx?stran=ProIsk&Jezik=SL>
41. Rajan, R. G., & Zingales L. (1995). "What Do We Know about Optimal Capital Structure? Some Evidence from International Data." *Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
42. Segura, E. (2011). *Emerging debt markets* [gradivo za predavanja na EF UL pri predmetu Emerging Capital Markets v študijskem letu 2010/11]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
43. *Slovenija uspešno prevzema evro*. Najdeno 6. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.evro.si/za-novinarje/novice/2007-01-05-01/>
44. Stata 11, Help. (2011). V *Stata Special Edition 11.2*. [računalniški program]. College Station: StataCorp LP.
45. Statistični urad republike Slovenije. (2011a). Indeks inflacije. Najdeno 4. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/indikatorji.asp?ID=1>
46. Statistični urad Republike Slovenije. (2011b). Standardna klasifikacija dejavnosti 2008 V2. Najdeno 4. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/klasje/tabela.aspx?cvn=4978>
47. Wallace, T. D., & Hussain, A. (1969). The use of error components models in combining cross-section and time-series data. *Econometrica*, 37, 55–72.
48. Yaffee, R. (2003). A Primer for Panel Data Analysis. Najdeno 28. aprila 2011 na spletnem naslovu http://www.nyu.edu/its/pubs/connect/fall03/yaffee_primer.html

49. Zakon o gospodarskih družbah. *Uradni list RS* št. 65/2009-UPB3.

PRILOGA

Slovar angleških izrazov

Struktura kapitala podjetij	Capital structure
Teorija tehtanja	Trade-off theory
Teorija vrstnega reda	Pecking order theory
Postkeynesianska teorija strukture kapitala	Post-Keynesian theory of capital structure
Teorija delavskega upravljanja	Theory of the employee-governed firm
Teorija tempiranja trga	Market timing theory
Teorija strinjanja	Agreement theory
Menedžerski prevzem	Management buyout
Zadolženost podjetja	Leverage
Razmerje med dolgom in kapitalom	Debt-to-capital-ratio
Opredmetenost osnovnih sredstev	Tangibility of assets
Neprave spremenljivke	Dummy variable