

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

**DENIS JURIČIČ**

**PROUČEVANJE ZVEZ MED FINANČNIMI  
KAZALNIKI IN UVEDBO INSOLVENČNEGA  
POSTOPKA**

DOKTORSKA DISERTACIJA  
(POVZETEK)

Ljubljana, 2015

*Avtor: dr. Denis Juričič*

*E-naslov: denis.juricic@gmail.com*

Doktorska disertacija z naslovom »*Proučevanje zvez med finančnimi kazalniki in uvedbo insolvenčnega postopka*« obsega 4 strani povzetka v slovenskem in angleškem jeziku, 3 strani kazala vsebine, 3 strani kazala slik, 5 strani kazala tabel, 265 strani besedila, vključno z navedbo seznama uporabljenih 319 enot literature in virov, med katerimi prevladujejo tuji znanstveni članki v revijah najvišjega ranga, in 155 strani prilog. V njej je poglobljeno obravnavano poslovanje slovenskih podjetij z vidika razlik med uspešnimi in neuspešnimi podjetji ter možnosti za napovedovanje insolventnosti podjetij skozi proučevanje izpovedne moči posameznih kazalnikov poslovanja in njihove uporabnosti za napovedovanje nevarnosti finančne krize, ki vodi do stečaja ali prisilne poravnave.

Temeljni cilj doktorske disertacije je analiziranje posameznih finančnih kazalnikov in definiranje tistih, ki napovedujejo insolventnost podjetja. V skladu z *Zakonom o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju* je insolventnost položaj, ki nastane, če je dolžnik trajneje nelikviden ali postane dolgoročno plačilno nesposoben. Takšen položaj pa predstavlja nujno potreben pogoj za začetek sodnega postopka zaradi insolventnosti. Pred sprožitvijo slednjega je poslovodstvo v skladu z zakonodajo dolžno takoj ukrepati: analizirati vzroke za insolventnost, opisati finančni položaj in pripraviti ukrepe finančnega prestrukturiranja.

V doktorski disertaciji je kriza opredeljena kot nenačrtovano, nezaželeno in neugodno stanje v podjetju, ki je nastalo zaradi različnih možnih neugodnih vzrokov. Insolventnost je zgolj posledica krize, zato gre pri analiziranju vzrokov za insolventnost dejansko hkrati za analiziranje vzrokov za krizo. Slednjih pa ne gre enačiti z znaki, ki opozarjajo na večino kriz na različnih poslovnih področjih podjetja. Če podjetje v krizi te znake pravočasno prepozna in se pravilno odzove nanje, je možno vzroke za krizo odpraviti in tako krizo preprečiti. Identificiranje in analiziranje vzrokov za krizo ter finančnega položaja tako predstavlja prvo fazo v procesu reševanja podjetja v krizi, zato je v teoretičnem delu disertacije najprej podrobno opredeljena kriza v podjetju z analizo vzrokov za njen nastanek in s prikazom možnih znakov krize.

Vzroke za nastalo krizo v podjetju nam pomaga odkriti finančna analiza, ki kot del analize poslovanja predstavlja eno izmed najpomembnejših analiz v podjetju. Najbolj pogosto uporabljena metoda finančne analize je uporaba izbranih finančnih kazalnikov,

zato je v nadaljevanju teoretičnega dela disertacije podrobno predstavljenih 111 različnih finančnih kazalnikov, ki so vključeni v statistično proučevanje napovedi insolvenčnega postopka. V teoriji finančne analize je bilo v preteklosti razvitih več modelov za napovedovanje neuspeha podjetja, katerih zgodovinski pregled disertacija tudi vključuje.

V literaturi je neuspeh podjetja različno definiran. V veliki večini primerov dobljeni modeli za napovedovanje neuspeha slonijo na samovoljni opredelitvi finančne stiske podjetja, za kar so uporabljeni različni kriteriji, oziroma na samovoljnem načinu opredelitve neuspeha podjetja z namenom ločitve uspešnih podjetij od neuspešnih. Pri do sedaj izvedenih raziskavah v Sloveniji in pri večini izvedenih raziskav v svetu gre torej za arbitrarno opredeljevanje neuspešnih in uspešnih podjetij, čeprav dejansko ne gre za dihotomijo med obema skupinama takšnih podjetij. Kot je pojasnjeno v disertaciji, predstavlja definiranje merila »neuspešnosti podjetja« vedno arbitrarno odločitev, v kolikor ni uporabljena pravna definicija neuspeha. Zato je v disertaciji kot kriterij za razvrščanje podjetij med neuspešna podjetja uporabljen podatek o letu začetka sodnega postopka zaradi insolventnosti. Gre za pomembno področje proučevanja, saj v Sloveniji še ni bilo izpeljane raziskave, ki bi se sistematično lotila ugotavljanja uspešnosti z vidika upnikov, kjer bi se skozi določeno časovno obdobje uporabil takšen kriterij in bi se nato preko raznovrstnih finančnih kazalnikov spremljalo poslovanje proučevanih podjetij po posameznih letih v obdobju več let pred letom začetka insolvenčnega postopka.

Doktorska disertacija v obsežnem empiričnem delu proučuje neuspešna slovenska podjetja v primerjavi s po poslovnih prihodkih in dejavnostih primerljivimi uspešnimi podjetji na podlagi gibanja finančnih kazalnikov za obdobje štirih let pred uvedbo sodnega postopka zaradi insolventnosti. V njej je analiziranih skupaj 111 finančnih kazalnikov, kar je za analizirana podjetja (v proučevanem obdobju skupaj 321.419 zapisov podjetij) pomenilo enormno množico izračunanih kazalnikov (35.677.509 izračunanih vrednosti).

Z raziskavo sta bili nesporno potrjeni temeljna hipoteza, da obstajajo določeni finančni kazalniki, s katerimi je možno vnaprej napovedati insolventnost podjetja, in hipoteza, da so različni finančni kazalniki različno primerni za napovedovanje insolventnosti posameznih skupin podjetij glede na dejavnost. Večina raziskovalcev za tovrstno napovedovanje sicer uporablja eno od standardnih statističnih metod. V doktorski disertaciji pa so bili kazalniki in njihovi trendi analizirani z več različnimi metodami, da bi bili dobljeni tisti, ki kar najbolje napovedujejo insolventnost podjetja oziroma pojasnjujejo razlike med uspešnimi in neuspešnimi podjetji.

V ta namen je zaradi kompleksnosti proučevane tematike v disertaciji razvita izvirna in kompleksna metodologija za napovedovanje uspešnosti oziroma neuspešnosti podjetij. Uporabljena je metodologija z več različnimi neparametričnimi bivariatnimi metodami (*Wilcoxonov preizkus predznačenih rangov z izenačenimi pari*, *Friedmanova dvosmerna analiza variance z rangi*, *primerjava parov z Dunn - Bonferronijevim preizkusom*) v kombinaciji z multivariatno binarno logistično regresijo. Pri slednji je kot metodološka novost na področje raziskovanja pripeljana *metoda pogojne logistične regresije z izenačenimi nizi*, za katero je v disertaciji tudi dokazano, da za napovedovanje uspešnosti podjetja njena uporaba da natančnejše rezultate v primerjavi s konvencionalno uporabljano *nepogojno logistično regresijo*, kar se kaže v večjem deležu pravilno razvrščenih podjetij. Disertacija podrobno prouči uporabljene statistične metode in jih medsebojno primerja, saj je vsaka metoda dala nekoliko drugačne rezultate.

Za vsako od obravnavanih skupin področij dejavnosti so tudi ponujeni logistični regresijski modeli za napovedovanje neuspeha podjetja za vsako leto v obdobju zadnjih štirih let pred uvedbo insolventnega postopka nad neuspešnim podjetjem in še za dinamiko gibanja (trende) skozi to obdobje. Za trende se je v raziskavi celo izkazalo, da so pomemben dejavnik pri razlikovanju t.i. mejnih skupin podjetij.

Kot dopolnitev k napovednim modelom, dobljenih z logistično regresijo, disertacija v delu metodologije dodatno obravnava še podjetja, ki so imela skozi štiriletno proučevano obdobje različne napovedi za uspešnost oziroma neuspešnost. Zato disertacija skuša odgovoriti na vprašanje, ali gre to pripisati spremembam v poslovanju podjetja ali pa temu, da modeli niso v napoved zajeli vseh pomembnih kazalnikov. S tem namenom je narejena primerjava dveh skupin podjetij z zaznanimi težavami v zgodnejšem obdobju, od katerih se je eni skupini uspelo rešiti iz krize, drugi pa ne. Razlike med skupinama uspešnih in neuspešnih podjetij so za vsako od štirih skupin področij dejavnosti primerjane z neparametričnim *Mann-Whitneyevim preizkusom* po vseh finančnih kazalnikih, njihovih trendih in razlikami med zadnjima dvema letoma proučevanega obdobja. S to analizo je na izviren način še dodatno preverjena pomembnost nekaterih kazalnikov za ugotavljanje morebitne nesolventnosti podjetij, dobljenih na podlagi modelov logistične regresije, in hkrati identificirani še nekateri novi kazalniki, ki jih z modelskim pristopom ni bilo mogoče identificirati.

Določitev jasne meje vrednosti kazalnikov, pri kateri bi bilo možno določiti, ali bo podjetje v določenem obdobju postalo insolventno ali ne, predstavlja kompleksen problem. Kljub temu so v disertaciji za nekatere pomembnejše kazalnike predstavljene vrednosti kazalnikov neuspešnih podjetij z vsaj 99-odstotno verjetnostjo za insolventnost.

Disertacija poleg izvirnega znanstvenega prispevka predstavlja tudi praktični prispevek za poslovno okolje, saj obravnava vprašanja, ki omogočajo managementu podjetja pravočasno reagiranje ter z ustreznimi ukrepi finančnega in poslovnega prestrukturiranja preprečitev insolventnosti podjetja, ki ji sledi stečaj ali prisilna poravnava. Ugotovitve v disertaciji dajejo tako uvid v posamezne finančne kazalnike, na katere mora biti management podjetij posebej pozoren pri zagotavljanju finančne stabilnosti poslovanja podjetja.

Pomemben prispevek za področji računovodskega in finančnega proučevanja se odraža v 72 kazalnikih, ki so bodisi plod avtorjevih korekcij kazalnikov iz Slovenskih računovodskih standardov bodisi vpeljava njegovih lastnih kazalnikov. Z vsemi temi dodatnimi kazalniki je avtor namreč želel poiskati 'boljše' napovedovalce insolvenčnega postopka podjetja, saj je vanje vključeval posamezne kategorije iz računovodskih izkazov, ki bi lahko kazale na uporabo kreativnega računovodstva oziroma bi se v povezavi z drugimi (korigiranimi) kazalniki lahko izkazali za boljše napovedovalce insolvenčnega postopka. Veliko izmed teh kazalnikov se je tudi dejansko izkazalo za boljše napovedovalce, še posebej v trgovinski in ostalih storitvenih dejavnostih, kjer ti kazalniki celo prevladujejo.

S predstavitvijo podrobne grafične analize izračunanih vrednosti za vsakega od 111 obravnavanih kazalnikov po posameznih področjih dejavnostih doktorska disertacija predstavlja tudi pomemben prispevek na področju proučevanja finančnih kazalnikov, z identificiranimi odprtimi vprašanji pa tudi nastavke za nadaljnje podrobne raziskave na tem področju.

**Ključne besede:** kriza, znaki krize, finančni kazalniki, solventnost, napovedni model, poslovni neuspeh podjetja, normalnost porazdelitve, analiza glavnih komponent, pogojna logistična regresija, Wilcoxonov preizkus predznačenih rangov, Friedmanov preizkus, Dunn-Bonferronijev preizkus.