

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
DENARNI TOK IN INVESTICIJE PODJETIJ

LJUBLJANA, september 2005

ANDREJA BANDELJ

IZJAVA

Študentka Andreja Bandelj izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Petra Groznika, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 2.9.2005

Podpis:

KAZALO

1. UVOD	1
2. PREGLED TEORIJE	2
2.1. OPREDELITEV FINANČNIH OMEJITEV	2
2.2. TEORIJA HIERARHIJE FINANC	6
2.2.1. Uvod.....	6
2.2.2. Asimetrija informacij na trgu kapitala	6
2.2.3. Asimetrija informacij na trgu dolga.....	8
2.3. TEORIJE KONFLIKTA INTERESOV MED MANAGERJI IN ZUNANJIMI DELNIČARJI PODJETJA	11
2.3.1. Teorije, ki temeljijo na predpostavki, da managerji maksimirajo lastno koristnost in ne koristnost delničarjev	12
2.3.2. Vpliv samozavesti in optimizma na investicijske odločitve managerjev	16
2.4. POVZETEK: POENOSTAVLJEN MODEL HIERARHIJE FINANC IN AGENTSКИH STROŠKOV	19
3. ANALIZA VPLIVA DENARNEGA TOKA NA INVESTICIJE SLOVENSКИH PODJETIJ.....	20
3.1. UVOD.....	20
3.1.1. Kriterij za razdelitev podjetij.....	21
3.1.2. Mera investicijskih priložnosti	21
3.1.3. Mera za spremembo v notranjih virih sredstev	22
3.2. VZOREC.....	23
3.3. SPREMENLJIVKE	24
3.3.1. Investicije v opredmetena osnovna sredstva	24
3.3.2. Denarni tok	24
3.3.3. Q.....	25
3.4. UPORABLJENA METODOLOGIJA.....	25
3.4.1. Kaplan-Zingales indeks.....	25
3.4.2. Analiza panelnih podatkov	27
3.5. REZULTATI ANALIZE	30
3.5.1. Rezultati na podlagi opisnih statistik	30
3.5.2. Rezultati na podlagi analize panelnih podatkov	33
4. SKLEP.....	40
LITERATURA	42
VIRI	45

1. UVOD

Če bi podjetja poslovala na popolnem trgu kapitala, denarni tok ne bi imel vpliva na njihove investicijske odločitve. V vsakdanjem poslovanju pa se podjetja srečujejo s številnimi tržnimi nepopolnostmi, ki povzročijo, da notranji viri financiranja postanejo pojasnjevalna spremenljivka njihovih investicij. Zunanji vir financiranja pa tudi ni več popoln substitut notranjim virom financiranja.

Modigliani in Miller (1958, str. 261-297) trdita, da bodo managerji sprejeli samo tiste investicijske priložnosti, katerih donosnost bo višja od stroškov potrebnih za njihovo izvedbo. Na investicijske odločitve podjetja pa bo vplivala le donosnost naložb, ne pa zadolženost podjetja, prosta denarna sredstva ... Edini test, ki ga mora investicijski projekt prestati v njunem modelu, je, ali bo njegova izvedba povečala tržno vrednost podjetja. Če bo, potem je investicija smiselna, v nasprotnem primeru pa ne. Ker pa podjetja lahko vedno pridobijo potrebna finančna sredstva na trgu kapitala, tudi ni razlik v obsegu investicij med podjetij z enakimi investicijskimi priložnostmi, ki pa razpolagajo z različnim obsegom notranjih virov sredstev. Cena, po kateri podjetja pridobijo potrebna finančna sredstva za financiranje investicij, je tako edina pomembna stvar.

Ta trditev seveda ni realna, zato so se pojavile teorije, ki ponujajo drugačen pogled na investicijske odločitve podjetij. Pojavita se lahko konflikt interesov med managerji in lastniki ter asimetrija informacij med managerji in investitorji na trgu kapitala ter dolga. In oba pojava povzročita ne le, da je obseg investicij neoptimalen z vidika maksimiranja tržne vrednosti podjetja, ampak tudi da ima razpoložljivost denarnega toka pomembno vlogo pri pojasnjevanju investicij podjetja.

Asimetrija informacij med investitorji in managerji o resnični vrednosti podjetij in njihovih investicijskih priložnostih je vzrok, zakaj podjetja nimajo zadostnega dostopa do zunanjih virov financiranja, zakaj postanejo finančno omejena. Pričakovana posledica je, da bo stopnja odvisnosti investicij od notranjih virov financiranja višja za finančno omejena kot pa finančno neomejena podjetja. Prav tako bo stopnja odvisnosti višja v primeru podjetij, kjer se pojavlja agentski konflikt med managerji in lastniki podjetja. Bodisi v primeru, da je podjetje res finančno omejeno, manager podjetja pa ima željo po gradnji imperija, bodisi da managerja njegova pretirana samozavest in optimizem vodita v prepričanje, da je podjetje finančno omejeno tudi, če sploh ni.

Potem ko bom kratko opisala teoretično ozadje vpliva denarnega toka na investicije, bom v drugem delu analizirala slovenska podjetja. S pomočjo opisnih statistik bom najprej opisala ključne spremenljivke, po katerih se razlikujeta skupini finančno omejenih in neomejenih podjetij. Nato pa bom z analizo panelnih podatkov skušala pokazati, da se podjetja s

prostega trga bolj zanašajo na notranje vire financiranja kot pa to velja za podjetja, ki so vključena v borzno kotacijo Ljubljanske borze vrednostnih papirjev. Sledila bo analiza možnih vzrokov, zakaj je temu tako. V zadnjem delu bom še povzela glavne ugotovitve.

2. PREGLED TEORIJE

2.1. OPREDELITEV FINANČNIH OMEJITEV

Pred približno tridesetimi leti je prevladovalo mnenje, da razpoložljiva notranja finančna sredstva ne vplivajo na obseg investicij. V zadnjem času pa se je uveljavilo prepričanje, da so zunanji viri financiranja dražji od notranjih virov financiranja, glavna razloga naj bi bila agentski stroški ter asimetrija informacij. Kot dodatna razloga, ki tudi povzročita, da postane en vir financiranja dražji od drugega, pa lahko navedem različno davčno obravnavo kapitalskih dobičkov in dividend ter transakcijske stroške.

Načeloma za davkoplačevalce velja, da so dohodki iz dividend obdavčeni bolj kot pa kapitalski dobički. Delničarji tako plačajo manj davka, če podjetja obdržijo izplačilo dividend na najnižji ravni ter z zadržanimi dobički odkupijo delnice podjetja. Tako omogočijo delničarjem realizacijo manj obdavčenega kapitalskega dobička. Lee et al. (1996, str. 73) pa so na vzorcu ameriških podjetij za obdobje 1990-1994 ugotovili, da so zanje znašali povprečni neposredni stroški prve javne ponudbe delnic 11% izdaje, 7.1% pa v primeru dodatne izdaje že obstoječih delnic. Stroški izdaje zamenljivih obveznic so v povprečju znašali 3.8% ter 2.2% v primeru izdaje navadnih obveznic. Pokazali so tudi, da velja za izdajo delnic ekonomija obsega – z večanjem vrednosti izdaje vrednostnega papirja se povprečni stroški znižujejo¹, a v primeru izdaje dolga niso tako izraziti. Njihovi dokazi nakazujejo, da transakcijski stroški niso zanemarljivi in ponujajo dodatno podporo trditvi, da so različni viri financiranja povezani z različnimi stroški.

Zaradi vpliva enega ali več izmed prej navedenih razlogov teorija hierarhije financ zaključí, da so za podjetje notranji viri financiranja cenejši od zunanjih. Podjetja bodo tako najprej izčrpala razpoložljiva notranja sredstva in se bodo šele nato odpravila na trg kapitala po dodatne finančne vire. V nadaljevanju bom opisala posledice takšnega ravnanja podjetja na njegovo investicijsko dejavnost.

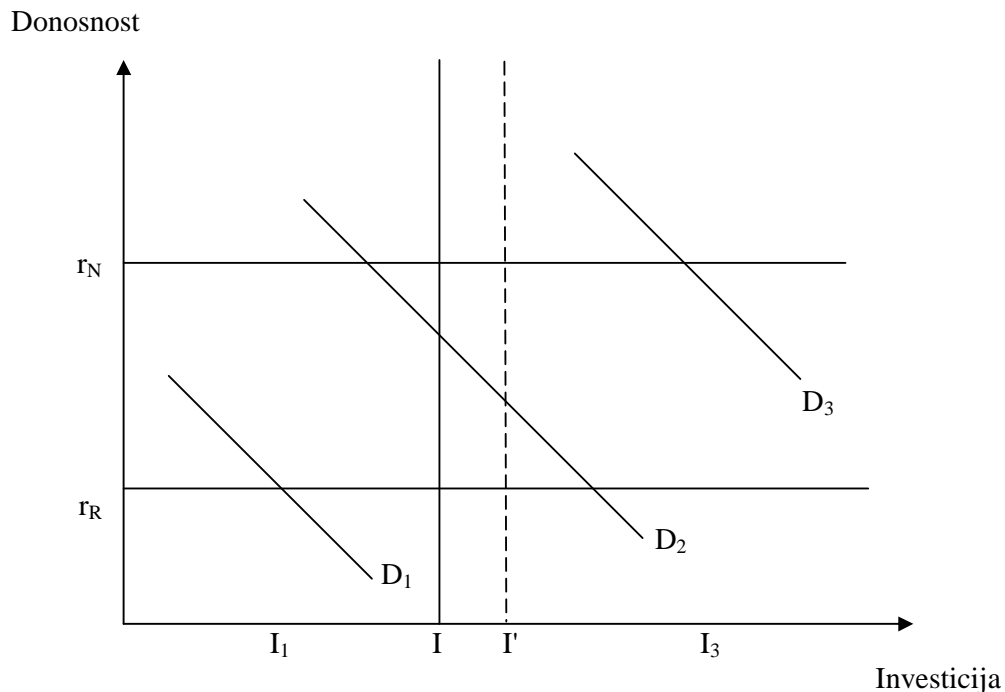
Podjetje lahko uporabi za financiranje investicijskega projekta dolžniški ali lastniški kapital. V prvem primeru bo podjetje izdalo obveznice, najelo posojilo, se odločilo za

¹ Iz česar lahko sklepam, da je problem zlasti prisoten v primeru majhnih izdaj – majhna podjetja pa so tista, ki se odločajo za majhne izdaje. In to je še en izmed argumentov, ki govori v prid dejstvu, da so prav majhna podjetja tista, za katere obstaja večja verjetnost, da bodo finančno omejena.

zakup, v drugem pa bo izdalo navadne ali prednostne delnice. Obstaja pa še tretja možnost – podjetje lahko uporabi zadržane dobičke. Bralca bi želela spomniti, da vsi navedeni viri financiranja predstavljajo strošek, noben izmed njih ni zastonj. Pri zadržanih dobičkih velja poudariti, da je smiselno, da jih podjetje zadrži in ne izplača v obliki dividend le pod pogojem, da ima na razpolago dovolj donosne naložbe. To pomeni, da je donos teh naložb višji od oportunitetnih stroškov delničarjev, saj lahko delničarji ta denar vedno reinvestirajo tudi sami.

V Sliki 1 je opisan primer, ko podjetje lahko izbira le med izdajo novih delnic in zadržanimi dobički, ko se odloča, s katerim virom financiranja bo izvedlo investicijski projekt. r_R pomeni strošek zadržanih dobičkov, r_N pa (višji) strošek nove izdaje delnic. D_1 , D_2 in D_3 so padajoče investicijske premice, ki predstavljajo investicijske priložnosti podjetja (stopnjo donosnosti investicijskih projektov, s katerimi podjetje razpolaga). I je točka, ki predstavlja največji obseg investicijskih projektov, ki jih podjetje lahko financira z notranjimi viri sredstev. Nanjo pa se ne sme gledati kot na točko, v katerem je izplačilo dividend zmanjšano na nič, ampak kot na mejo, pod katero podjetja niso več pripravljena zmanjšati izplačanih dividend.

Slika 1: Teorija hierarhije financ, ko se dolg ne upošteva



Vir: Bond, Meghir, 1994, str. 5.

Prvo podjetje, ki se nahaja v območju ena, lahko opišem kot podjetje z relativno nizkimi investicijskimi priložnostmi (D_1). To pomeni, da bo podjetje lahko financiralo vse sprejete investicije (I_1) z zadržanimi dobički ter poleg tega izplačalo tudi relativno visoke dividende. Ključno pa je, da nanj ne bo vplivalo nihanje denarnega toka okrog točke I. Podobno velja tudi za tretje podjetje, ki se nahaja v območju tri. Tretje podjetje pa ima, v nasprotju s prvim, dovolj privlačne investicijske priložnosti (D_3), da bo pripravljeno izdati nove delnice – uporabiti zunanji vir financiranja kljub temu, da to pomeni financiranje investicijskih projektov z višjim stroški.

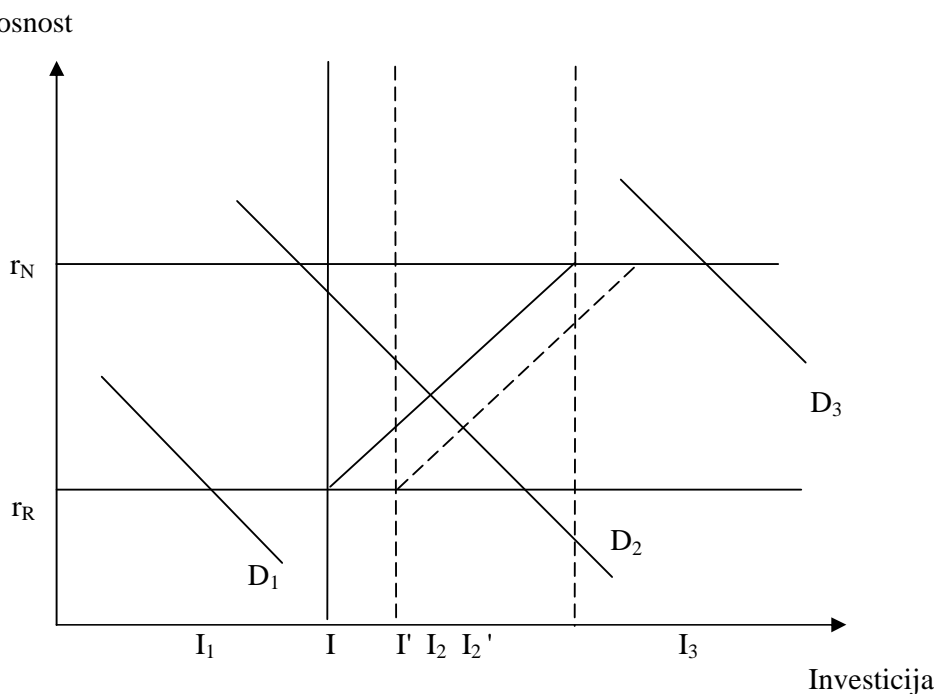
Zanimivo pa postane v območju dve, kjer se nahaja finančno omejeno podjetje. Zanj velja, da ima dovolj privlačnih investicijskih priložnosti, da izčrpa vsa razpoložljiva notranja sredstva. Njegovi ostali investicijski projekti pa niso dovolj privlačni, donosni, da bi se za njihovo izvedbo podjetje odločilo izdati nove delnice. Obseg investiranja (I) je tako omejen z obsegom notranjih virov financiranja. Podjetje v območju dve je finančno omejeno v naslednjem smislu. Če bi doživelo nepričakovano povečanje denarnih sredstev, ki ne bi vsebovalo nobenih novih informacij o investicijskih priložnostih podjetja (podjetje bi se še vedno nahajalo na investicijski premici D_2), bi povečalo svoj obseg investicij. To je prikazano v sliki ena s premikom obsega investicij, ki jih podjetje lahko izvede z notranjimi finančnimi viri od I na I'. Naj še enkrat poudarim, da za podjetje velja, da so njegove investicije omejene z obsegom notranjih virov sredstev, kljub temu da ima možnost izdaje novih delnic. V tem oziru podjetji v območju ena in tri nista finančno omejeni. Velja pa tudi, da podjetje dve ne bi bilo finančno omejeno, če ne bi bilo razlike med stroški notranjih in zunanjih virov financiranja.

V Sliki 2 pa je prikazana situacija, ko ima podjetje dostop tudi do dolga. Svoje projekte lahko financira z zadržanimi dobički, kapitalom in dolgom. Ob tem pa se sreča z naraščajočimi stroški dolga. I še vedno predstavlja največji obseg investicij, ki ga podjetje lahko financira z zadržanimi dobički. Za podjetji v območju ena in tri velja podobno kot v prejšnjem primeru, ko je podjetje lahko izbiralo le med financiranjem investicijskih projektov z zadržanimi dobički in izdajo novih delnic. Le da sedaj za podjetje v območju ena velja, da lahko uporabi za financiranje svojih investicij poleg zadržanih dobičkov tudi nekaj dolga, podjetje v območju tri pa lahko izda tako nove delnice kot tudi dolg.

Podjetje, ki se nahaja v območju dve, podobno kot prej, izčrpa notranje vire financiranja, kljub temu pa ne izda novih delnic. A sedaj to podjetje ni več omejeno z obsegom investicij I. Podjetje lahko investira več, in sicer vse do tiste točke, ko je še mnenja, da je vredno prenesti naraščajoče stroške dolga. In stroški dolga tudi določajo obseg njegovega investiranja (I_2). V enakem smislu kot prej je tudi sedaj investiranje podjetja dve določeno z razpoložljivimi notranjimi viri sredstev kljub temu, da ima podjetje dostop do zunanjega trga kapitala. Edini primer, ko bi financiranje z dolgom odpravilo finančne omejitve pri

investiranju, je, ko bi dolg predstavljal popoln substitut zadržanim dobičkom. Do tega pa bi prišlo samo v primeru, ko bi imelo podjetje popoln dostop do financiranja z dolgom, po enakih efektivnih stroških kot znašajo stroški zadržanih dobičkov.

Slika 2: Teorija hierarhije financ v primeru, ko se upošteva tako kapital kot dolg



Vir: Bond, Meghir, 1994, str. 8.

Zaključki, zakaj prihaja do vpliva notranjih virov sredstev na investicije, so podobni tudi v primeru teorije prostega denarnega toka (agentskih stroškov). Tudi v teh primerih je vpliv notranjih virov sredstev na investicije večji v primeru finančno omejenih podjetij. Dodaten priliv denarnih sredstev bo managerju omogoči večji obseg investiranja – manager bo lahko investiral bližje svojemu zelenemu cilju. Finančno neomejena podjetja pa že razpolagajo s prostimi denarnimi sredstvi, zato nanje dodaten priliv denarnih sredstev ne bo imel tako močnega vpliva, kot ga ima v primeru finančno omejenih podjetij. Zaključki teorije agentskih stroškov, ki preučujejo vpliv optimizma in samozavesti na posameznega managerja, pa so zelo podobni zaključkom teorije hierarhije financ. Ker je manager prepričan, da trg kapitala nepravilno ocenjuje delnice podjetja (da je delnica podcenjena), se ne bo odločil za novo izdajo delnic, ampak se bo zanašal na notranje vire financiranja. Tako bo tudi v podjetjih, ki jim predseduje samozavesten manager, prihajalo do večjega vpliva notranjih virov sredstev na investicije, kot pa v tistih podjetjih, ki jim predseduje racionalni manager.

2.2. TEORIJA HIERARHIJE FINANC

2.2.1. Uvod

V primeru popolnega trga kapitala, ko ne obstaja tržnih nepopolnosti, Modiglianijev in Millerjev teorem drži. Notranji in zunanji vir financiranja sta popolna substituta, zato je podjetje pri izbiri enega ali drugega popolnoma indiferentno. V tem delu pa bi rada opisala posledice, do katerih pride, če predpostavka o popolnem trgu kapitala ni izpolnjena. Kršena je predpostavka o popolnih informacijah. Pojavi se asimetrija informacij med managerji in investitorji, ki povzroči, da podjetje postane finančno omejeno. To pa je tudi glavni vzrok, da podjetje ne bo zbralo dovolj finančnih sredstev, da bi lahko izvedlo vse projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Torej, v vseh tistih primerih, ko mora podjetje na trg po potrebna finančna sredstva za financiranje svojih investicijskih projektov, med managerji in investitorji pa se pojavlja asimetrija informacij, podjetje ne bo investiralo optimalno, investiralo bo premalo. Pomembno dejstvo pa je tudi, da bi podjetje investiralo optimalno, če bi imel manager na razpolago neomejeno količino finančnih sredstev. Manager torej maksimira koristnost trenutnih delničarjev, agentski konflikt se ne pojavlja.

Myers (1984, str. 25) opiše ključne značilnosti poslovanja podjetja v takšnih okoliščinah kot: 1. podjetja bodo dala prednost notranjim virom financiranja pred zunanjimi, 2. kljub temu, da so dividende navzdol lepljive (kar pomeni, da podjetja načeloma izplačajo nekaj dividend ne glede na finančno situacijo, v kateri se nahajajo), bodo podjetja prilagodila delež dobička namenjenega za izplačilo delničarjem v obliki dividend razpoložljivim investicijskim priložnostim, 3. zaradi lepljivih dividend, nepredvidljive nestanovitnosti v dobičkonosnosti poslovanja in investicijskih priložnostih podjetja bo ustvarjeni denarni tok podjetja lahko večji ali manjši od sredstev potrebnih za financiranje investicijskih projektov. V primeru, da je ustvarjeni denarni tok manjši od potrebnih finančnih sredstev, bo podjetje najprej uporabilo razpoložljiva denarna sredstva na transakcijskem računu ter ostale likvidne finančne naložbe, 4. ko je zunanje financiranje potrebno, bo podjetje najprej izdalo dolg, nato zamenljive obveznice in šele na koncu se bo odločilo za izdajo delnic.

V nadaljevanju se bom najprej dotaknila nepopolnosti, ki se pojavljajo pri zbiranju finančnih sredstev na trgu lastniškega kapitala, nato pa se bom osredotočila še na dolg.

2.2.2. Asimetrija informacij na trgu kapitala

V tem delu bom poskušala bralcu razložiti, zakaj se pojavlja asimetrija informacij med investitorji in managerji na trgu kapitala in kakšne posledice ima to za investicijsko dejavnost podjetij. Ključno pri tem je razumevanje, kaj se dogaja s ceno delnice. Edina

racionalna odločitev managerja, ki maksimira koristnost trenutnih delničarjev je, da izda delnice le, ko je delnica precenjena. V nasprotnem primeru, ko je delnica podcenjena, pa novih delnic ne izda, saj bo le tako lahko maksimiral koristnost trenutnih delničarjev kljub temu, da ne bo zbral potrebnih finančnih sredstev za izvedbo vseh investicij s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Dejstvo pa je, da bi jih moral.

Problem se torej pojavi v primeru, ko managerji razpolagajo z več informacijami kot investitorji na trgu kapitala. Managerji se bodo tako odločili izdati nove delnice, le ko bodo njihove zasebne informacije nakazovale, da so delnice precenjene. Investitorji se zavedajo dejstva, da nimajo vseh oziroma imajo manj informacij kot managerji. Novico, da bo podjetje izdalo nove delnice, si zato razlagajo kot negativen signal, kar se odraža tudi v ceni, ki so jo pripravljene plačati zanj. Prava cena delnice pa ima neposreden vpliv na odločitev managerjev o financiranju investicijskega projekta z njihovo novo izdajo.

Myers (1984, str. 1-33) govori o investicijah z ničelno neto sedanjo vrednostjo. Manager bo, v vseh tistih primerih, ko bo prepričan, da je cena delnice precenjena, izdal delnice, tudi če to pomeni, da bo denar le položil na banko. Naj za lažje razumevanje navedem naslednji primer. Nova investicija zahteva \$ 10 milijonov, da pa podjetje zbere ustrezno količino denarja, mora izdati obseg delnic, katere resnična vrednost je \$ 12 milijonov. Manager se bo v takem primeru odločil le za tisto investicijo, katere neto sedanja vrednost bo vsaj + \$ 2 milijona. V primeru, ko ima le investicijski projekt z vrednostjo \$ 1.5 milijona, ga podjetje ne bo izvedlo. To bo povzročilo, da se bo vrednost podjetja realno zmanjšala za \$ 1.5 milijona, njegovi stari delničarji pa bodo za \$ 0.5 milijona na boljšem. Ko torej zahtevana premija investitorjev (premija, ki jo zahtevajo, ker nehote financirajo slaba podjetja, več o tem v nadaljevanju) preseže velikost donosa novega investicijskega projekta, ki bi ga dobili obstoječi delničarji, se podjetje ne bo odločilo za novo izdajo delnic.

Pomembno je, da se na financiranje investicij s kapitalom pogleda tako z vidika managerja kot tudi investitorja. Manager, ki maksimira koristnost trenutnih delničarjev, se bo odločil za financiranje investicij s kapitalom vedno, ko bo cena delnice na trgu precenjena. Na ta način bo kar najbolj izkoristil novega delničarja. Investitor pa se zaveda te možnosti, zato se ne bo odločil za nakup delnice, vse dokler ne bo prepričan, da je podjetje izkoristilo ves svoj potencial financiranja z dolgom. Problem pa se pojavi, ko dobra podjetja (podjetja, ki imajo projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo), potrebujejo finančna sredstva. Ta se bodo raje odločila, da projekta ne bodo izpeljala, saj bi to pomenilo, da bi morala zaradi nepravilnih ocen investitorjev svoje delnice prodajati po ceni, ki je nižja od njihove prave vrednosti.

Tudi Greenwald, Stiglitz in Weiss (1984, str. 10) so raziskovali nepopolne informacije na trgu kapitala. Vprašajo se, zakaj podjetja, ki imajo težave z zadolževanjem pri bankah, ne zberejo potrebnih finančnih sredstev s povečanjem kapitala. Zaključijo, da je podjetje omejeno pri zbiranju potrebnih finančnih sredstev z novo izdajo delnic, zaradi tako imenovanega signalnega učinka. Trdijo, da se bodo dolga kot oblike financiranja posluževala predvsem dobra podjetja, za novo izdajo delnic pa se bodo odločala predvsem slabša podjetja. Posledično bodo investitorji novo izdajo delnic razumeli kot negativen signal, kar bo zmanjšalo tržno vrednost podjetja. Pozitivne lastnosti dolga oziroma razlogi, zakaj investitorji razumejo izdajo delnic kot negativen in zadolževanje podjetja kot pozitiven signal, pa so naslednji. Dolg je veliko bolj učinkovit pri discipliniranju, saj imajo upniki neposredno možnost, da spravijo podjetje v stečaj, medtem ko imajo delničarji le glasovalno pravico, ki je manj učinkovita. Dolg pa tudi zmanjša možnost, da bi managerji preusmerili sredstva podjetja v zasebne namene.

Myers in Majluf (1984, str. 46) trdita, da bo objava informacije, o novi izdaji delnic povzročila padec cene delnice, informacija, da bo podjetje odkupilo del lastnih delnic, pa bo povzročila porast cene delnice. Po njunem prepričanju do problema asimetrije informacij ne bi prihajalo v razmerah, ko bi podjetje lahko izdalo netvegane obveznice. V tem primeru problemov pri zbiranju potrebnih finančnih sredstev sploh ne bi bilo – podjetje bi lahko izpeljalo vse projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Ker pa podjetje ne more izdajati dolga, ki je povsem brez tveganja, prihaja do problema asimetrije informacij tudi pri zbiranju potrebnih finančnih sredstev na trgu dolga.

2.2.3. Asimetrija informacij na trgu dolga

V primeru, da bi imelo podjetje neomejen dostop do financiranja z dolgom, bi to lahko nadomestilo nove izdaje delnic. A v praksi temu ni tako. Kljub temu, da je problem asimetrije informacij bolj problematičen pri financiranju investicij z lastniškim kapitalom, se ta pojavlja tudi na trgu dolga. In sicer v naslednjih oblikah: tveganje neizpolnitve obveznosti, problem napačne izbire, moralni hazard, oportunistično obnašanje posojilojemalca. In vse te oblike asimetrije informacij povzročijo, da podjetje ne zbere dovolj sredstev za izvedbo vseh projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostjo.

V modelu Myersa (1977, str. 147-175) pa se ne pojavlja kot problem dostop do dolga, ampak to kar se zgodi potem, ko je bil denar že izposojen in je že v podjetju. Myers trdi, da obstoječi dolg povzroči, da pride v določenih okoliščinah do drugačnih odločitev v podjetjih, ki so zadolžena (podjetje ima na pasivi bilance stanja tako dolg kot kapital), kot v tistih, ki niso. Njegova ključna ugotovitev je, da bo dolg povzročil, da bo moral manager sprejeti neoptimalne investicijske odločitve, če bo hotel maksimirati koristnost obstoječih lastnikov.

V njegovem modelu je vrednost podjetja sestavljena iz dveh delov: tržne vrednosti sredstev, ki so že v podjetju, ter sedanje vrednosti prihodnjih investicijskih priložnosti (investicijske opcije, ki nudi podjetju možnost, da v določeni prihodnosti, izvede investicijski projekt po določeni izvršilni ceni). V primeru, ko je podjetje v celoti financirano s kapitalom, ko nima nič sredstev, ima pa investicijsko priložnost, bo vrednost podjetja različna od nič samo, če bo podjetje izkoristilo investicijsko opcijo in izdalo delnice. Podjetje tako ne more izdati netvegani dolg, izda pa lahko tvegani dolg. Za razumevanje Myersevega modela je potrebno dodati še, da se usmeri na primer, ko so managerji (oziroma trenutni lastniki) boljše informirani kot potencialni investitorji o resnični vrednosti tako investicijskih priložnosti, s katerimi podjetje razpolaga kot o že obstoječih sredstvih v podjetju. Resnična vrednost podjetja bo enkrat v prihodnosti sicer razkrita, a delnice je potrebno izdati pred tem datumom, saj bo v nasprotnem primeru investicijska priložnost izgubljena (investicijska opcija bo zapadla). To je lahko popolnoma realistična predpostavka za podjetja, ki danes poslujejo pod vplivom hitrih tehnoloških sprememb v poslovnem okolju.

Myers pokaže, da bodo podjetja v določenih primerih raje zavrnila nekatere investicijske projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo, kot pa da bi izdala delnice. Bistvo problema je Akerlofov (1970) trg za limone. Če si zamislimo, da so na trgu dobra podjetja in limone (v nadaljevanju slaba podjetja). Vrednost obstoječih sredstev dobrih podjetij je višja, kot pa je vrednost obstoječih sredstev slabih podjetij. Velja pa tudi, da imajo samo dobra podjetja projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. V takih okoliščinah so slaba podjetja precenjena in bodo zato vedno hoteli izdati delnice – kot že omenjeno, podjetje vedno lahko investira v projekte z ničelno neto sedanjo vrednostjo (bančni depozit, državne obveznice). Posledica tega je, da bodo novi delničarji vedno zahtevali višji donos za dobra podjetja, da bodo lahko z njim pokrili izgubo, ki jo bodo ustvarili, ko bodo nehote financirali slaba podjetja. Myers izpostavi, da je ta problem zlasti prisoten v primeru novih podjetij, ko pa podjetje postane zrelo, se asimetrija informacij zmanjša, tako kot se tudi zmanjša diskont za slaba podjetja.

Myers pojasni, da v primerih, ko je podjetje financirano z dolgom, prihaja do mrtve izgube, in sicer vse dokler so stroški kapitala različni od stroška dolga. Če še enkrat poudarim, bistvena je višina premije, ki jo zahtevajo investitorji, da lahko pokrijejo izgube, ki jih ustvarijo, ko nehote financirajo slaba podjetja. V primeru, ko je ta višja od donosa, ki ga ustvarijo obstoječi delničarji podjetja, podjetje novih delnic ne bo izdalo. Pustilo bo, da investicijska opcija neizkoriščena zapade. Pomemben je tudi Myersov pogled na razpoložljiva denarna sredstva. V primeru, da podjetje z njimi razpolaga, se lahko odloči, ali jih bo izplačala delničarjem ali pa jih bo namenila za investiranje. Problemu neoptimalnega investiranja se podjetje lahko izogne, če ta sredstva nameni za investiranje.

Govorimo pa lahko tudi o tveganju neizpolnitve obveznosti. Stiglitz in Weiss (1987, str. 1) trdita, da banke ne bodo povišale obrestne mere, tudi če bodo soočene z velikim povpraševanjem po posojilih. Obstaja namreč velika verjetnost, da bi tako dejanje dejansko zmanjšalo njihov pričakovani donos. Izpostavita naslednja možna razloga za obstoj obratne povezave med zaračunano obrestno mero komitentom (aktivno obrestno mero) in pričakovanim donosom banke. Pri višji obrestni meri se poveča delež visoko tveganih posojilojemalcev (problem napačne izbire). Velja pa tudi, da je pri višji obrestni meri, vsak posojilojemalec pripravljen sprejeti bolj tvegane odločitve (moralni hazard). Oboje pa vodi v neučinkovito alokacijo ter omejenost bančnih posojil. Zadnje onemogoča podjetjem, da bi se zadolžila do take mere, kot bi se po prevladujoči tržni obrestni meri lahko. Posojilojemalci bi si radi izposodili več sredstev po obstoječi obrestni meri, a si ne morejo.

Do problema napačne izbire pride, ko posojilojemalec ne razkrije vseh informacij posojilodajalcu. Gre za primer, ko se potencialni posojilojemalci med seboj razlikujejo le po tveganosti svojih projektov, ne pa tudi glede na pričakovano donosnost projektov. Banka pa, v nasprotju z investitorji, ne pozna tveganosti posameznega projekta. Na prvi pogled bi bila možna rešitev z vidika banke, in sicer povišanje obrestne mere za vse posojilojemalce. S tem bi banka lahko nadomestila pričakovane izgube bolj tveganih projektov. Težava pa je, ker bodo samo investitorji, katerih tveganje neizpolnitve obveznosti je večje, pripravljeni plačati višjo obrestno mero (omejena odgovornost jih ščiti v primeru neuspešnega projekta, v primeru uspešnega projekta pa pridobijo dobiček). Nezmožnost razlikovanja med varnimi in tveganimi projekti povzroči transfer premoženja od potencialnih posojilojemalcev z varnim projektom k posojilojemalcem s tveganim projektom (od najboljših posojilojemalcev k najslabšim). In višja kot je obrestna mera, večja je verjetnost, da najboljši komitenti ne bodo zaprosili za posojilo, s čimer se bo še povečalo povprečno tveganje bančnih komitentov. V nekaterih primerih problem napačne izbire posojilojemalcev postane tako problematičen, da banke sploh ne izdajajo več kreditov. V drugih primerih pa se banke odločijo za omejitev kreditov in zadostijo njihovem povpraševanju pri določeni obrestni meri.

Jappelli in Pagano (2000, str. 7) trdita, da se asimetrija informacij pojavlja tudi v obliki oportunističnega obnašanja posojilojemalca, ki tudi vodi k neučinkoviti alokaciji in omejenosti bančnih posojil. Povzroči pa jo nezmožnost posojilodajalca, da bi lahko nadzoroval obnašanje posojilojemalca, ki vpliva na verjetnost poplačila kredita. Na primer količino napora², ki ga je posojilojemalec pripravljen vložiti v upravljanje projekta in preprečevanju možnosti neizpolnitve obveznosti. Tudi v tem primeru se na prvi pogled zdi,

² Mišljen je napor posojilojemalca v širšem smislu. Vanj se lahko vključi oportunistično obnašanje posojilojemalca, ki se poskuša izogniti poplačilu kredita kljub temu, da bi ga lahko vrnil. Pa tudi ponovna pogajanja o pogojih kredita, izkoriščanje pravnih sredstev za pridobitev boljših pogojev in podobno.

da bi se problem preprosto rešil s povišanjem obrestnih mer, ki bi nadomestile pričakovane stroške premajhnega vloženega truda s strani posojilojemalcev. A ker je za posojilojemalca zvišanje obrestnih mer enakovredno znižanju pričakovanih donosov, takšno dejanje zmanjša njegovo pripravljenost za optimalno upravljanje projekta in poveča verjetnost neizpolnitve obveznosti.

Če povzamem. V primeru, da podjetje nima dostopa do zunanjih virov financiranja, postane finančno omejeno - omejeno na notranje vire financiranja pri investicijskih odločitvah. To pa povzroči, da je stopnja odvisnosti investicij od notranjih virov financiranja višja za finančno omejena kot pa finančno neomejena podjetja. Razlog, zakaj podjetja postanejo finančno omejena, pa je asimetrija informacij med investitorji in podjetjem o resnični vrednosti podjetij in njihovih investicijskih priložnostih. Pomembno je, da ima bralec v mislih dejstvo, da se lahko govori o finančni omejenosti samo za dobra podjetja, saj je v primeru slabih podjetij edina racionalna odločitev investitorjev, da jim ne namenijo denarnih sredstev.

2.3. TEORIJE KONFLIKTA INTERESOV MED MANAGERJI IN ZUNANJIMI DELNIČARJI PODJETJA

Do agentskega odnosa pride vedno, ko ena oseba (principal) najame drugo osebo (agenta), da sprejema odločitve v njenem imenu. V primeru, ko sta funkciji koristnosti teh dveh oseb zelo različni, kar se zelo pogosto zgodi, to lahko privede do primera, ko agent ne bo ravnal v skladu z interesi principala, ampak bo postavil v ospredje svoje koristnosti. Če se predpostavi asimetrija informacij med agentom in principalom (principal ne more nadzirati in preveriti, kaj agent točno počne), bo agent, ki optimizira svojo koristnost, ravnal v nasprotju z interesi principala. Pojavita se problem agenta ter agentski stroški. Zadnji so enaki izgubi, ki je posledica agentskega konflikta (ko agent ne sprejema optimalnih odločitev s stališča principala), ter stroškom nadzora agenta s strani principala. Takšen konflikt se lahko pojavi v različnih situacijah, med drugim tudi v podjetju, in sicer med managementom podjetja ter zunanjimi delničarji (lastniki) podjetja.

Jensen predpostavlja, da manager postavlja na prvo mesto maksimiranje lastne koristnosti, tudi če takšno ravnanje pomeni zmanjšanje koristnosti lastnikov. Novejše raziskave (Gervais, Goel) pa se pri razlagi, zakaj prihaja do agentskega konflikta, kakšne so njegove posledice za podjetje in kako bi ga bilo mogoče odpraviti, spustijo z ravni celotnega podjetja na individualno raven. V zadnjem primeru se tudi ne more govoriti o agentskem konfliktu v klasičnem smislu, saj je manager prepričan, da deluje v skladu s ciljem maksimiranja koristnosti lastnikov podjetja. Problem pa se pojavi, ker osebnostne značilnosti posameznega managerja, ki tudi vplivajo na njegove investicijske odločitve, pripeljejo do neoptimalnega obsega investiranja. Skratka, kljub temu da je manager

prepričan, da sprejema poslovne odločitve, ki bodo maksimirale koristnost delničarjev, dejansko deluje v nasprotju z njihovimi interesi in se odmika od optimuma njihove koristnosti.

2.3.1. Teorije, ki temeljijo na predpostavki, da managerji maksimirajo lastno koristnost in ne koristnost delničarjev

2.3.1.1. Jensenova teorija prostega denarnage toka (Teorija gradnje imperija)

Vzrok, zakaj se pojavi agentski konflikt med managerji in delničarji podjetja, je razlika v ciljih, ki jih zasledujejo prvi in drugi. Kot glavni cilj lastnikov podjetja lahko postavim maksimiranje tržne vrednosti podjetja. Managerji pa imajo lahko drugačne cilje. Želijo si utrditi svoj položaj v podjetju, ohraniti svoje dobro ime v javnosti, kar je povezano z njihovimi prihodnjimi možnostmi zaposlitve, visoke nagrade, stabilno poslovanje, mirno življenje. Managerji bodo skušali svoje cilje doseči tudi, če to pomeni, da bodo delovali v nasprotju z interesi delničarjev. Prizadevali si bodo prikazati kar najuspešnejše poslovanje podjetja, investirali bodo v druge poslovne dejavnosti, neučinkovitih poslovnih enot ne bodo hoteli zapreti, imeli bodo težnjo po prevelikem investiranju.

Pri razlagi vpliva denarnega toka na investicije pa je ključno, koliko finančnih sredstev podjetje ustvarja pri svojem poslovanju. V primeru, da jih podjetje ne ustvarja, bo imel dodaten pritek finančnih sredstev v podjetje velik vpliv na investicije podjetij. Večji kot pa v primeru podjetij, ki ustvarjajo veliko denarnih sredstev. V nadaljevanju bom opisala tudi primere, v katerih lahko pričakujemo, da se bo agentski konflikt pojavil – podjetje nima donosnih investicijskih projektov in ustvarja veliko prostega denarnega toka, managerji pa ga raje investirajo, kot pa da bi ga namenili investitorjem.

Poleg že prej omenjenega razloga, zakaj se podjetje odloči za razpršene naložbe, lahko navedem še zmanjšanje osebne tveganja (delničar lahko zmanjša svoje nesistematično tveganje z razpršitvijo svojega portfelja naložb, manager pa nima te možnosti, da bi na podoben način razpršil osebno tveganje tako, da bi se na primer zaposlil v različnih podjetjih). Managerji bodo poskušali vstopiti v nove poslovne dejavnosti, da bodo zagotovili preživetje in nadaljevanje podjetja kljub temu, da se ne bi smeli odločiti za novo investiranje, ampak za dezinvestiranje, če bi hoteli maksimizirati koristnost delničarjev. Pa tudi, ko managerju zaradi slabega poslovanja podjetja grozi, da bo izgubil službo, ima zelo močan motiv, da bo vstopil v poslovno področje, na katerem je prepričan, da je boljši. Investiral bo v projekte, ki zahtevajo njegova posebna znanja – človeški kapital posameznega managerja.

V dokaz prejšnjim trditvam, da razpršeni prevzemi niso vedno optimalna investicijska odločitev za delničarje prevzemajočega podjetja, naj povzamem rezultate raziskave Morck, Shleifer in Vishny (1989, str. 17). Avtorji so dokazali, da določena prevzemna podjetja preveč plačajo za tarče. Trdijo, da bo donos pri prevzemu manjši v primeru, ko se podjetje odloči za razpršen prevzem ter v primeru, ko je manager prevzemajočega podjetja pred prevzemom slabo posloval, saj slabi managerji izvedejo slabe prevzeme že zaradi tega, ker slabo počno vse. Poleg tega pa slabo preteklo poslovanje podjetja sili managerje, da preprosto poizkusijo nekaj novega.

Dodaten razlog, zakaj se managerji odločajo za večje investiranje, kot bi bilo optimalno s stališča lastnikov je tudi zato, ker s tem, ko raste podjetje, rastejo tudi plače in nagrade managerjev. Nagradne sheme so ponavadi naravnane tako, da bo managerjev bolj nagradjen v primeru, če podjetje raste, kakšna je bila dejanska uspešnost poslovanja podjetja, pa šteje manj.

Agentski konflikt se lahko zmanjša, kar pa ne pomeni, da se ga lahko popolnoma odpravi, z različnimi vzvodi, ki naj bi pripomogli k temu, da bi se interesi delničarjev in lastnikov, kar najbolj poenotili. To so na primer: zunanje in notranje revizije poslovanja, nagradne sheme, grožnja o prevzemu podjetja, kar v veliko primerih pomeni tudi zamenjavo vodilnega managementa in podobno. Jensen (1986, str. 324) pa predlaga tudi uporabo dolga. Trdi, da bi moral manager, če bi hotel maksimizirati koristnost delničarjev, ves prosti denarni tok (denarni tok, ki ostane potem, ko podjetje izvede vse projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo) izplačati delničarjem. To pa bi povzročilo, da bi managerji morali po potrebna finančna sredstva, za financiranje prihodnjih investicijskih projektov na trg. Managerji zato niso naklonjeni izplačilu denarnih sredstev, ampak imajo interes, da denar ostane v podjetju. Problem, ki se pri tem pojavi, je, kako motivirati oziroma pripraviti managerja, da bo raje izplačal ta presežna denarna sredstva, kot pa, da bi jih namenil za investiranje v projekte z negativno neto sedanjo vrednostjo. Jensen vidi rešitev v dolgu, manager mora na trg po potrebna finančna sredstva in trg je tisti, ki bo odločil, ali bo v podjetju prišlo do izvedbe investicije ali ne. Dolg torej lahko zmanjša agentski konflikt in agentske stroške, saj zmanjša razpoložljiv denarni tok managerjem ter tako prepreči njihove neoptimalne investicijske odločitve.

Konflikt med managerji in lastniki je prisoten zlasti v podjetjih, ki ustvarjajo veliko prostega denarnega toka ter imajo neprivlačne možnosti prihodnje rasti. Harford (1997, str. 1-38) je pri preučevanju poslovanja podjetij, ki so imela na razpolago veliko denarnih sredstev ugotovil, da zanje obstaja večja verjetnost, da bodo pričela s prevzemom, da bodo vpletena v velike prevzeme ter da bodo povečala proračun namenjen za financiranje prevzemov, kot pa ostala podjetja v populaciji. V podporo teoriji prostega denarnega toka je našel dokaze, da managerji kopičijo sredstva preden začnejo s prevzemom. Odločitev,

ali bodo podjetja, ki razpolagajo z veliko denarnimi sredstvi, izplačala denar delničarjem ali ga namenila za investicije, pa je odvisen od tega, kako je agentski konflikt v podjetju nadzorovan. Ugotovil je še, da se managerji teh podjetij pogosteje odločijo za razpršene prevzeme. Za njihove tarče pa velja, da navadno ne privlačijo ostalih prevzemnih podjetij, kar nakazuje na dejstvo, da ostali investitorji ne verjamejo, da gre za projekt z dodano vrednostjo.

Zanimive so tudi ugotovitve Blanchard, Lopez-de-Silanes in Schleifer (1993, str. 1-26), ki so preučevali, kako se podjetja odzovejo na velik priliv denarnih sredstev iz sodnih poravnjav. Raziskovalno vprašanje, ki si ga postavijo je, če bi se s helikopterja vsul plaz denarja, investicijske priložnosti podjetja pa bi ostale nespremenjene, kaj bi podjetje naredilo s tem denarjem. Njihov vzorec je vseboval podjetja, ki niso imela zanimivih investicijskih priložnosti, zato so pričakovali, da bodo denar izplačala investitorjem, bodisi v obliki dividend, odkupa lastnih delnic ali zmanjšanja obstoječega dolga podjetja. Ker naj bi managerji delovali v korist delničarjev, zlasti pa, ker sodbe ne dobijo managerji, ampak odvetniške družbe, managerji naj ne bi dobili nagrad, ker je bilo podjetje pri tožbi uspešno. A rezultati niso v skladu s temi pričakovanji. Za polovico podjetij vključenih v vzorec so ugotovili, da je bilo v njih 16 % vsote denarja izplačane vodilnemu managementu podjetja v obliki dodatne denarne nagrade v naslednjih treh letih. Nekatera podjetja so tudi spremenila načrtovane nagrade managerjem in jim podelila več delnic in opcij.

Tudi njihovi ostali zaključki so v nasprotju s tistimi, ki bi jih pričakovali, če bi v njihovem vzorcu prevladovali managerji, ki delujejo v skladu z načelom maksimiranja koristnosti delničarjev. Podjetja niso povišala izplačanega denarja v obliki dividend, celo povišala so obseg dolga. Podjetja tudi niso povečala obsega investicij v svojo osnovno dejavnost, povečala pa so obseg dezinvestiranja.

Najbolj zanimivi ugotovitvi pa sledita iz naložbene politike podjetij zunaj njihove osnovne dejavnosti. Zaključijo, da obstajata dve skupini podjetij. V prvo sodijo tista, ki povišajo investicije v poslovne dejavnosti zunaj osnovne dejavnosti podjetja. Kot dokaz, da ni šlo za dobro poslovno odločitev avtorji navedejo dejstvo, da je prišlo do umika iz teh podjetij že v naslednjih letih. Glavni skupni značilnosti druge skupine podjetij pa sta, da obdržijo denar znotraj podjetja (niti ga ne porabijo za investiranje niti ga ne izplačajo investitorjem) ter da v prihodnjih letih sama postanejo prevzemne tarče. Zaključek, ki sledi iz tega je, da je s stališča managerja optimalno dejanje, da sam zapravi denar, saj ga bo sicer nek drugi manager namesto njega. Tako lahko prejšnjim argumentom, zakaj je razpršitev poslovanja podjetja s stališča managerja smiselna poslovna odločitev, dodam tudi dejstvo, da taka naložbena politika omogoči podjetju, da postane nepriljubljena prevzemna tarča. Da ostane samostojno, s trenutnim managerjem na vodilnem položaju v podjetju.

Naj za konec omenim še teorije agentskih stroškov, ki trdijo, da managerje zanima predvsem, kako trg ocenjuje njihovo vrednost. Skrbijo jih predvsem njihove prihodnje možnosti zaposlitve. Managerji se bodo trudili prikazati čim uspešnejše poslovanje podjetja. Tudi v tistih primerih, ko bodo morali sprejemati odločitve, ki na dolgi rok pomenijo potencialno slabše poslovanje podjetja, ter posledično nižjo koristnost delničarjev. Namenili bodo manj denarja za oglaševanje, izobraževanje zaposlenih, vzdrževalna dela in podobno. Tako bodo poskušali na račun znižanih stroškov prikazati bolj ugodno poslovanje podjetja. Investitorji pa takšno ravnanje zelo težko ločijo od za podjetje bolj ugodnih vplivov, na primer povečanja prodaje, ki tudi vodi do boljših poslovnih rezultatov.

Managerji pa tudi ne bodo hoteli dezinvestirati poslovne enote, ki ne poslujejo uspešno, saj se bojijo, da bo trg tako dejanje interpretiral kot njihove slabe pretekle poslovne odločitve. Ko je investicijska odločitev sprejeta, je osebno bogastvo managerja vezano na uspeh oziroma neuspeh tega investicijskega projekta. Ta odnos pa prispeva k pristranskosti pri odločanju, ali je smiselno investicijski projekt nadaljevati, tudi ko zasebne informacije managerju pravijo, da bi bilo projekt bolje opustiti, ali ko nadaljevanje s projektom pomeni zamujene donosne investicijske alternative. Baker (2000, str. 36) govori o kapitalu vezanem na ugled, ki ga manager investira v določen projekt, in trdi, da imajo managerji preference za nadaljevanje starega projekta, v katerega so vložili le tega.

2.3.1.2. Teorija mirnega življenja

Prav gotovo bo v prihodnjem doživela več pozornosti teorija, ki govori, da ima manager rad mirno življenje ter se zato izogiba sprejemanju pomembnih odločitev. Bertrand in Mullainathan (2003, str. 1043-1075) dokažeta, da se bodo v primeru, ko se zmanjša grožnja oziroma možnost prevzema podjetja, zaradi spremembe v zakonodaji, povečale plače zaposlenih (zlasti plače belih ovratnikov), zmanjšalo se bo tako število poslovnih enot, ki jih bo podjetje zaprlo, kot tudi število na novo odprtih poslovnih enot, zmanjšala pa se bo tudi celotna produktivnost in dobičkonosnost podjetij.

Razlog, zakaj managerji izkazujejo višjo skrb za delavce, kot pa bi si investorji želeli, izhaja iz želje po izogibanju sporov s sindikati delavcev (z višjimi plačami si managerji kupijo mir zaposlenih, manjša je tudi fluktuacija zaposlenih), želje po tem, da so obkroženi s kvalitetnimi, dobrimi delavci (poveča se njihov ugled). Pomembno pa je tudi dejstvo, da so managerji tisti, ki so dnevno obkroženi z zaposlenimi, oni so tisti, ki so dnevno obsojeni na njihovo družbo. Zapiranje starih poslovnih enot pa je tudi neprijetna zadeva, saj pomeni težavna pogajanja s sindikati, odpuščane delavcev, soočanje z managerji, ki predsedujejo tem poslovenim enotam ... Prav tako je ustanavljanje novih poslovnih enot težavno delo, saj morajo managerji najti primeren projekt, se prilagoditi novi industriji. V boju za

predsedovanje nove poslovne enote, pa lahko pride tudi do neravnotežja moči znotraj podjetja.

Zaključek, ki ga lahko naredim iz navedenih dejstev, je naslednji. Managerji, ki nimajo nadzornega mehanizma nad seboj, se bodo izogibali težkim odločitvam in trudu, ki ga je potrebno vložiti v izgradnjo nove oziroma dezinvestiranje stare poslovne enote. Bralca bi želela opozoriti, da so njihovi rezultati v nasprotju s teorijo gradnje imperijev, saj se managerji lahko enostavno odločijo za mirno življenje (v njunem vzorcu povprečen manager ne poskuša povečati velikosti podjetja).

2.3.2. Vpliv samozavesti in optimizma na investicijske odločitve managerjev

Novejši sklop teorij se ukvarja z vplivom osebnih značilnosti posameznega managerja na investicijsko dejavnost podjetij. Kot je v navadi v akademski razpravi, si tudi glede dejstva, da je na čelu podjetja samozavesten manager, raziskovalci niso enotnega menja, ali ima to pozitiven ali negativen učinek na koristnost lastnikov. Teorija temelji: 1. na predpostavki o popolnem trgu kapitala, 2. managerji maksimirajo koristnost lastnikov, agentski konflikt, kot ga predlaga Jensen, se tukaj ne pojavlja, in 3. predpostavki, da so managerji bolj nenaklonjeni tveganju kot delničarji.

Obseg investicij in vpliv notranjih virov sredstev na investicije, pa je v teh primerih odvisen od stopnje managerjevega optimizma ter denarnega toka, ki ga podjetje ustvarja. Če je manager podjetja samozavesten, podjetje pa ne ustavi dovolj notranjih virov financiranja, bo podjetje investiralo premalo. V nasprotnem primeru, ko podjetje ustvari veliko denarnih sredstev, pa bo investiralo preveč. Za podjetja, ki jim predseduje samozavesten manager velja tudi, da bo imel nanje dodaten pritek denarnih sredstev večji vpliv, kot pa ga ima na podjetje, ki mu predseduje racionalen manager. Vzrok je v prepričanju managerja, da je podjetje finančno omejeno tudi, če dejansko sploh ni. Samozavestnega managerja pa prepoznamo po tem, da noče izdati delnic, da prevzeme rad financira z notranjimi viri sredstev ali dolgom, preplača za tarčo tako v primeru sovražnega kot prijateljskega prevzema ...

Heaton (2002, str. 33-45) se osredotoči zlasti na povezavo med managerjevim optimizmom ter prednostmi in slabostmi prostega denarnega toka. Manager je optimističen, ko sistematično preceni možnost dobrega poslovanja podjetja ter podceni možnost slabega poslovanja podjetja. Takšna predpostavka izhaja iz psihologije, kjer so dokazali, da so načeloma ljudje preveč optimistični. Zlasti pa so ljudje optimistični glede izidov, za katere so prepričani, da jih imajo pod nadzorom ter glede rezultatov, h katerim so zelo zavezani. In managerji so načeloma vezani na uspešnost podjetja, saj so njihovo bogastvo, ugled in zaposlitev odvisni od uspešnosti podjetja, ki mu predsedujejo.

Optimističen manager sistematično določa višje verjetnosti pozitivnim izidom kot pa trg kapitala, zato je prepričan, da je vrednost delnice podjetja podcenjena. Tako pridemo do podobnih zaključkov kot pri teoriji hierarhije financ: 1. manager bo imel raje notranje kot zunanje vire sredstev, v primeru ko pa se bo moral odločati o zunanjem viru financiranja, bo izbral dolg pred kapitalom (izdajo delnic bo uporabil le v skrajnem primeru). 2. ko notranja sredstva ne zadostujejo za izvedbo investicije, se bo v nekaterih primerih raje odločil, da ne bo izpeljal investicijskih projektov, ki sicer imajo pozitivno neto sedanjo vrednost, saj se managerju zdijo stroški zunanjih finančnih virov previsoki.

V primerih, ko podjetje razpolaga z dobrimi investicijskimi priložnostmi, je prosti denarni tok koristna stvar, saj managerju omogoča, da izvede vse razpoložljive investicije, tudi tiste, ki jih sicer ne bi, saj napačno oceni zunanje stroške financiranja. V primeru, ko pa podjetje ne razpolaga z ugodnimi investicijskimi priložnostmi, ustvarja pa prosti denarni tok, je ta škodljiv, saj managerju omogoča, da izvede tudi projekte z negativno neto sedanjo vrednostjo.

Teorija povezuje prednosti in slabosti prostega denarnega toka z dvema spremenljivkama – stopnjo managerjevega optimizma ter z investicijskimi priložnostmi, s katerimi podjetje razpolaga. Optimističen manager želi izvesti več projektov in bolj, kot je manager optimističen, manjša je verjetnost, da bo projekte financiral z zunanjimi viri financiranja. Za podjetja, ki nimajo dobrih investicijskih projektov, je zanašanje na zunanje vire financiranja koristna stvar. To pa ne velja za podjetja, ki jih imajo - boljše projekte, kot ima podjetje, več ne investiranje stane delničarje. Iz česar sledi, da bodo preference delničarjev, da denarni tok ostane znotraj podjetja v primeru, ko ima podjetje dobre investicijske priložnosti, njenega managerja pa označijo kot preveč optimističnega. V primeru, ko pa podjetje ne razpolaga z dobrimi investicijskimi projekti, manager pa je preveč optimističen, bodo delničarji želeli, da se denarni tok izplača.

Napoved denarnih tokov je najpomembnejši element ocenjevanja in izbire investicijskega projekta. Optimizem povzroči, da je manager pri napovedovanju denarnih tokov pristranski navzgor, manager preceni investicijske priložnosti podjetja. Preprost primer, ki nadzorno pokaže, kako optimizem vpliva na izbor investicije, je, če si bralec zamisli, da se investicijske projekte preprosto rangira ter nato določi mejo, katere projekte bo podjetje izvedlo in katerih ne. Optimizem povzroči, da bo manager postavil mejo prenizko, izvedel bo preveč projektov v primerjavi z racionalnim managerjem. Velja pa, da bosta oba pravilno rangirala investicijske projekte.

Malamendier in Tate (2002, str. 1-38), (2002a, str. 1-45) preneseta Heatonov model v prakso. Zaključita, da bo na investicije managerjev, ki so optimistični, predsedujejo pa podjetjem, ki so finančno omejena, veliko bolj vplival denarni tok, kot pa na investicije

podjetij, ki so finančno neomejena. Razlog je dejstvo, da dodatni denarni tok managerjem omogoča, da lahko investirajo bližje svojemu zelenemu cilju (manager je prepričan, da je cena delnice na trgu podcenjena, zato se ne bo odločil za novo izdajo delnic, ampak se bo zanašal na razpoložljive notranje vire financiranja).

Dodata, da so pretirano optimistični managerji v povprečju bolj uspešni pri zaključevanju združitvenih projektov. Za te združitve pa je značilno, da obstaja zelo majhna verjetnost, da bodo dodale vrednost. Še posebno priljubljene vrste naložb pa so jim razpršene združitve. Obseg združitvene dejavnosti je bolj prisoten v podjetjih, ki razpolagajo z veliko denarnimi sredstvi ter imajo neizkoriščen kreditni potencial. Ker pa so managerji prepričani, da trg ne ocenjuje pravilno vrednost delnice podjetja, ne bodo financirali združitve oziroma prevzema z novo izdajo delnic, ampak z notranjimi viri ali dolgom.

Kot sem že omenila, si raziskovalci niso enotnega mnenja ali ima dejstvo, da je na čelu podjetja samozavesten manager, pozitiven ali negativen učinek na koristnost lastnikov. Tako določeni raziskovalci, ki ločijo med zmerno in preveč optimističnimi managerji, trdijo, da lahko zgolj zmerno optimistični managerji maksimirajo koristnost delničarjev. Vsi pa se strinjajo, da v primerih, ko govorimo o pretirani samozavesti managerjev, prihaja do uničevanja vrednosti podjetja.

Gervais, Heaton in Odean (2002, str. 1-45), (2003, str. 1-50) primerjajo odločitve samozavestnega in racionalnega managerja. Zaključijo, da samozavesten manager lahko poveča vrednost podjetja. Racionalni manager, ki je tveganju nenaklonjen, bo predolgo čakal, da se bo odločil za določen investicijski projekt. Trajalo bo dlje, kot pa je v največjem interesu delničarja, da sprejme odločitev. Samozavesten manager podceni tveganost projekta ter zato ne odlaša tako dolgo, sprejme ga hitreje. Zmerno samozavesten manager sprejme odločitve, ki so bolj v interesu delničarjev kot pa racionalni manager. Za delničarja je tako veliko bolj smiselno, da najamejo zmerno samozavestnega, kot pa racionalnega managerja, ki se mu mora ponuditi drage nagradne sheme, da se poenotijo interesi obeh. Preveliko investiranje pretirano samozavestnih managerjev pa se lahko zmanjša z dvigom zahtevane stopnje donosnosti projektov.

Vrednost podjetja se lahko povečuje le z zbiranjem informacij o projektu. Samozavesten manager bo že po značaju imel večjo pripravljenost za to dejavnost, saj je prepričan, da je natančnost in zanesljivost njegove informacije večja kot pa tudi dejansko je. Svoji informaciji da večjo težo, kot pa je upravičeno. Samozavest ima tako tudi to prednost, da motivira managerja, da je pripravljen vložiti več truda v zbiranje informacij o projektu, saj preceni vrednost svojih informacij. Zanj so stroški truda, ki jih mora vložiti v zbiranje informacij manjši od pričakovanega donosa zbranih informacij. Zmerna oblika

samozavesti tako pripomore, da se interesi managerjev in delničarjev uskladijo, povečajo vrednost podjetja ter zmanjšajo potrebo po nagrajevanju managerjev z opcijami.

Goel in Thakor (2002, str. 1-45) prideta do podobnih ugotovitev: samozavesten manager je lahko ugoden za podjetje, a samo dokler je samo zmerno samozavesten, v primerih, ko postane preveč samozavesten, pa negativno vpliva na vrednost podjetja. Dokažeta tudi, da bo v tekmi za managerski položaj izbran prej optimističen kot pa racionalen manager. Za samozavestne managerje je značilno, da se večkrat pojavljajo v velikih podjetjih, da sicer hitreje pošljejo nov proizvod na trg, a je med temi proizvodi tudi veliko takih, ki so neuspešni. Zaključita s prepričanjem, da je vrednost podjetja monotona padajoča funkcija managerjeve nenaklonjenosti tveganju, saj racionalen manager investira premalo v primerjavi z obsegom investiranja, ki si ga želi delničar. To premajhno investiranje zmanjšuje vrednost podjetja. Zmerno samozavesten manager lahko reši problem premajhnega investiranja, saj da preveliko težo svojim informacijam. Odloči se za izvedbo investicij kljub temu, da je njegova informacija taka, da v primeru, če bi bil racionalen manager, ne bi investiral vanje.

Naj strnem ključne ugotovitve. Podjetja, ki jim predsedujejo optimistični oziroma samozavestni managerji, se bodo bolj zanašala na notranje vire financirana. Stopnja vpliva notranjih virov financiranja na investicije bo večja kot pa v primeru podjetij, ki jim predsedujejo racionalni managerji. Samozavesten manager je torej prepričan, da je njegovo podjetje finančno omejeno tudi, če dejansko ni. Mnenja je, da je cena delnice podjetja podcenjena, zato se ne bo odločil izdati novih delnic. Pri dolgu je problem sicer manjši, a kljub temu še vedno obstaja, saj je samozavestni manager prepričan, da posojilodajalec napačno oceni podjetje ter zato zahteva previsok pribitek za kreditno tveganje. Zaključki teorije prostega denarnega toka so podobni. V finančno omejenih podjetjih, ki jim predsedujejo managerji, ki imajo težnje po gradnji imperija, bo stopnja odvisnosti investicij od notranjih virov financiranja višja, kot pa v primeru finančno neomejena podjetij. Dodatni pritek sredstev v finančno omejeno podjetje bo managerjem omogočil, da bodo lahko investirali več, bliže svojim ciljem. Finančno neomejena podjetja pa že razpolagajo s finančnimi sredstvi, zato nanje dodaten pritek ne bo imel tako velikega vpliva.

2.4. POVZETEK: POENOSTAVLJEN MODEL HIERARHIJE FINANC IN AGENTSKIH STROŠKOV

Stein (2001, str. 11) povzame teorije hierarhije financ v poenostavljen model, ki pravi nekako takole. Podjetje investira I v obdobju 1, kar mu prinese donos $f(I)$ v obdobju 2. $f()$ je naraščajoča, konkavna funkcija. r - diskontna stopnja popravljena za tveganje. Investicija je financirana iz dveh virov. Sredstev, ki so zbrana znotraj podjetja (zadržani

dobički) – w , ter sredstev, ki jih podjetje zbere zunaj podjetja (z novo izdajo delnic ali obveznic) – e . Ko manager deluje v skladu z interesi lastnikov, bo skušal maksimirati:

$$\max f(I)/(1+r) - I \quad I = e+w \quad (1)$$

Potrebno pa je upoštevati tudi tržne nepopolnosti, ki se pojavijo pri zbiranju potrebnih finančnih sredstev zunaj podjetja. Ti stroških oziroma mrtva izguba, so zajeti v $\theta C(e)$. $C()$ je naraščajoča konveksna funkcija. θ pa je mera, ki pove stopnjo tržnih nepopolnosti, s katerimi se podjetje sooča pri zbiranju potrebnih finančnih sredstev. Upoštevajoč tudi zadnje, lahko novo funkcijo zapišemo kot:

$$\max f(I)/(1+r) - I - \theta C(e). \quad (2)$$

Kaplan in Zingales (1997, str. 175) dokazeta, da se podjetja s povečevanjem tržnih nepopolnosti vedno bolj zanašajo na notranje vire financiranja ($dI/dw \geq 0$), in večjim tržnim nepopolnostim kot je podjetje izpostavljeno, manjši je obseg investicij ($dI/d\theta \leq 0$). Kar je enako trditvi, da je stopnja odvisnosti investicij od notranjih virov financiranja višja za finančno omejena kot pa za finančno neomejena podjetja, ter da finančno omejena podjetja investirajo manj kot finančno neomejena podjetja.

Stein (2001, str. 14) v nadaljevanju enačbi (2) doda še γ , ki meri stopnjo agentskega konflikta. γ ponazarja idejo, da managerjeva koristnost izvira iz bruto obsega investicij:

$$\max (1+\gamma)f(I)/(1+r) - I - \theta C(e). \quad (3)$$

3. ANALIZA VPLIVA DENARNEGA TOKA NA INVESTICIJE SLOVENSКИH PODJETIJ

3.1. UVOD

V tem delu se bom lotila raziskovanja vpliva denarnega toka na investicije slovenskih podjetij. Ker slovenska podjetja v povprečju investirajo malo, težko govorim o preferencah managerjev po gradnji imperijev³ (ob tem seveda dopuščam možnost, da se v primeru določenih podjetij le te pojavljajo). Tako ostane le še teorija agentskih stroškov, ki temelji na optimizmu in samozavesti managerjev. A ker so zaključki te teorije podobni zaključkom teorije hierarhije financ, se bom v nadaljevanju osredotočila le nanjo ter

³ Mediani za investicije v celotnih sredstvih sta za obravnavana podjetja znašali okrog 0.10. Neto investicije pa so bile še enkrat manjše (glej Tabeli 1 in 2 v Prilogah). Za obdobje 2003-2004 se je mediana investicij za podjetja s prostega trga spustila na 0.05, mediana neto investicij pa na nič. O investicijskem pesimizmu pa govorita tudi Ogin in Tajnikar (2002, str. 19).

agentski konflikt pustila ob strani. V skladu s teorijo hierarhije financ se na primer pojavlja ideja, da slovenska podjetja delujejo na nepopolnem trgu kapitala in imajo zato omejen dostop do bančnih virov financiranja (Hutchinson, Xavier, 2004, str. 16).

Preden pa se lotim raziskovanja, je potrebno odgovoriti na tri ključna vprašanja. Potrebno je določiti kriterij, po katerem se bo podjetja razdelilo na finančno omejena oziroma neomejena, kazalec, s katerim se bo merilo investicijske priložnosti podjetja, ter kazalec za spremembo v notranjih virih sredstev podjetja.

3.1.1. Kriterij za razdelitev podjetij

Raziskovalci uporabljajo različne kriterije pri razvrstitvi podjetij v skupino finančno omejenih oziroma neomejenih podjetij. V analizah pogosto uporabljeni kriteriji so: velikost, starost in zadolženost podjetja, delež dobička, ki ga podjetje izplača delničarjem v obliki dividend, razpršenost lastništva, povezanost s finančnimi institucijami⁴.

Sama bom v prvem delu analize uporabila kot kriterij Kaplani-Zingales indeks (KZ v nadaljevanju), pogosto uporabljen kazalec med raziskovalci. V drugem delu pa sem podjetja razdelila na tista, ki so vključena v borzno kotacijo in tista, ki so uvrščena na prosti trg Ljubljanske borze vrednostnih papirjev (v nadaljevanju LJSE). Menim, da med omenjenima skupinama podjetij obstajajo razlike v informacijskih stroških, zaradi česar imata tudi dostop do zunanjih virov financiranja pod različnimi pogoji.

3.1.2. Mera investicijskih priložnosti

Najbolj primerno merilo za investicijske priložnosti podjetja je pričakovanje podjetnika ali managerja o trenutni vrednosti prihodnjih dobičkov, ki bi jih podjetje ustvarilo z dodatnim investiranjem. V primeru, da se ne pojavljata niti agentski konflikt med managerji in lastniki, niti med managerji in potencialnimi investitorji, je to pričakovanje zajeto v vrednosti mejnega Q^5 . Če bi lahko opazovala to vrednost, bi pridobila dovolj podatkov, ki bi povzeli investicijske priložnosti podjetja. Ker pa je takšno zajetje v praksi nemogoče, raziskovalci v analizah uporabljajo povprečni Q , kot približek za mejni Q^6 .

⁴ Hoshi, Kashyap in Scharfeistein (1990, str. 27) so na primeru keiretsu skupin dokazali, da podjetja, ki so člani skupine, investirajo v povprečju več kot podjetja, ki niso člani skupine. Glavni vzrok najdejo v tem, da imajo člani skupine dostop do bančnih posojil glavne banke pod bolj ugodnimi pogoji kot nečlani. Banka ima namreč dostop do veliko več informacij članov kot nečlanov skupine, zato se zmanjšajo informacijski stroški.

⁵ Q pristop je začel James Tobin (1969), kasneje ga je (med drugimi) razširil Fumio Hayashi (1982).

⁶ Alternativa Q pristopa je Eulerjeva enačba, katere izračun pa je veliko bolj zapleten ter zahteva veliko teoretičnega znanja.

Poprečni Q naj bi predstavljal razmerje med tržno vrednostjo kapitala (ki jo lahko razumemo kot povpraševano ceno podjetja) ter njegovo nadomestno vrednostjo (oziroma ponudbeno ceno podjetja). V primeru, ko je rezultat ena, je podjetje v ravnovesju in ne bo imelo motiva za investiranje. Če pa je rezultat višji od ena, bo podjetje najverjetneje imelo motiv. S povečanjem investicij za eno enoto bo povečalo svojo tržno vrednost za več kot eno enoto. In podjetje bo investiralo tako dolgo dokler Q ne bo enak ena (Štraser, 2000, str. 14). Naj pripomnim, da to velja le, če so izpolnjene naslednje zahteve: popolna konkurenca, konstantni donosi, tržna vrednost dobro meri notranjo pričakovano prihodnjo vrednost neto denarnih tokov podjetja (Bond, Meghir, 1994, str. 10).

A če opustim dokazovanje pravkar navedenih predpostavk⁷ ter tako kot večina raziskovalcev preprosto predpostavim, da veljajo, se zaplete že pri sami opredelitvi imenovalca, saj določeni raziskovalci jemljejo stalna drugi pa celotna sredstva. Naj za ilustracijo do kakšnih razlik lahko pride navedem primer dveh skupin raziskovalcev Fazzari, Hubbard in Peterson (1987, str. 22) (v nadaljevanju FHP) in Kaplan in Zingales (1997, str. 185) (v nadaljevanju KZ). FHP so pri analizi uporabili stalna sredstva, KZ pa vsa sredstva. Oboji so preučevali vzorec 49 hitro rastočih podjetij. FHP dobijo povprečni Q v razponu 3.9 do 1.6, ko se premikamo od skupine finančno omejenih proti finančno neomejenim podjetjem (za povprečje celotnega vzorca ni podatka). Medtem ko KZ za vzorec istih podjetij (razporejenih na podlagi drugega kriterija) dobijo vrednosti Q od 1.313 do 1.082, povprečje za celotno populacijo pa znaša 1.231. Podobne nizke rezultate dobijo tudi Almeida in Campello (2004, str. 41), ki sta preučevala ameriška podjetja v predelovalni industriji v obdobju 1971-2000. Niti mediana niti aritmetična sredina njunega vzorca ne presežeta ena. Sama sem se odločila za uporabo celotnih sredstev, saj ta pristop uporablja večina raziskovalcev.

3.1.3. Mera za spremembo v notranjih virih sredstev

Kot mero za spremembo v notranjih virih sredstev bom uporabila denarni tok, saj ga uporablja večina raziskovalcev v svojih študijah (med prvimi Fazzari, Hubbard, Peterson, 1987). Ob tem se zavedam, da denarni tok ni popoln približek. Potrebno je na primer upoštevati, da je denarni tok seštevek podatkov iz računovodskih izkazov, možna pa je njihova manipulacija. Razlog, zakaj ga raziskovalci kljub temu uporabljajo, pa je, da je denarni tok praktično edina mera, ki je na razpolago za večino podjetij.

⁷ Deželan (1999, str. 20) je na primer dokazala, da za slovenski trg kapitala, od leta 1994 do leta 1996, velja da ni niti šibko učinkovit.

3.2. VZOREC

V vzorec so vključena podjetja, ki so v obdobju 1997–2001 trgovala na organiziranem trgu LJSE. Organizirana trga vrednostnih papirjev sta borzni trg in prosti trg. Izraz organiziran trg pomeni trg vrednostnih papirjev, ki je posredno ali neposredno dostopen javnosti, na katerem trgovanje poteka redno in je urejen in nadzorovan s strani pristojnih organov. Izraz borzni trg (v nadaljevanju: borzna kotacija) pomeni organizirani trg vrednostnih papirjev, na katerem se trguje s tistimi vrednostnimi papirji, za katere je bila uspešno opravljena prva javna prodaja v skladu z ZTVP, oziroma za katere je izdajatelj pridobil dovoljenje Agencije za organizirano trgovanje in so bili s strani pristojnega organa borze sprejeti v borzno kotacijo. Izraz prosti trg pomeni organizirani trg vrednostnih papirjev, na katerem se trguje s tistimi vrednostnimi papirji, ki niso bili sprejeti v borzno kotacijo (Pravila Borze, 2002).

V prvi del analize so torej vključena vsa podjetja, ki so v obdobju 1999–2001 trgovala na organiziranem trgu LJSE. Vključena so tudi vsa podjetja, ki so trgovala pred tem datumom (spodnja meja je leto 1997), podjetja, ki so pričela trgovati po letu 1999, pa v analizo niso vključena. Ta kriterij sem izbrala zato, ker sem mnenja, da morajo biti na razpolago podatki vsaj za nekaj poslovnih obdobj, da lahko podjetje vključimo v analizo in pridobimo objektivne informacije.

Izključena pa so vsa podjetja, ki so v obravnavanem obdobju opravljala dejavnost finančnega posredništva, upravljanja s finančnim premoženjem ter banke. V primeru podjetij, ki so sicer opravljala določeno poslovno dejavnost, so bila izključena vsa tista podjetja, katerih finančne naložbe v sredstvih so znašale več kot 0.9. Zaradi želje po zmanjšanju vpliva ekstremnih vrednosti na rezultate so bila izključena tudi podjetja, katerih investicije v sredstvih ter denarni tok v sredstvih je presegal vrednost 0.5. Ta pristop sem uporabila podobno kot Servaes (1994, str. 261).

Cilj analize ni preučevanje podjetij, ki imajo omejen dostop do zunanjih virov financiranja, ker so to slaba podjetja. Zato sem poizkusila vpliv teh zmanjšati z zahtevo po izpolnitvi naslednjih pogojev, da je posamezno podjetje vključeno v analizo. Prvi je, da je podjetje še vedno (31.12.2004) vključeno v organiziran trg LJSE. Dodaten pogoj pa je, da cena delnice podjetja⁸ ni imela trenda padanja v obravnavanem obdobju. V primeru, da podjetje ni več vključeno v organiziran trg LJSE, cena delnice pa je imela v obravnavanem obdobju

⁸ Podjetje naj bi omogočalo delničarjem realizacijo (celotne) donosnosti. Ta je sestavljena iz dividendne ter kapitalske donosnosti. Zlasti za podjetja s prostega trga pa velja, da so v obravnavanem obdobju zadržala večino dobička v podjetju. Če bi tako upoštevala zahtevo, da mora podjetje v večini obravnavanih obdobj zagotoviti delničarju poleg kapitalske tudi realizacijo dividendne donosnosti, bi se moj vzorec zelo skrčil. To je razlog, zakaj sem upoštevala samo kapitalsko donosnost.

trend rasti, sta kot kriterija uporabljena dostopnost podatkov v bazi Gvin ter zahteva, da so prihodki rasli v celotnem obravnavanem obdobju⁹. Naredila pa sem tri izjeme ter tako pustila v vzorcu naslednja podjetja: Color, Gea tovarna olja ter Tovarna sladkorja Ormož, kljub temu, da je imela cena delnice teh podjetij trend padanja v obravnavanem obdobju. Razlogi, zakaj sem mnenja, da ne gre za tako slaba podjetja, da bi jih iz analize morala izključiti, so naslednji: gre za podjetja, ki so na LJSE že od leta 1996 (zadnja dva) ter leta 1998 (Color), vsa navedena podjetja še vedno kotirajo na LJSE. Poleg tega pa jim v obravnavanem obdobju rastejo tudi poslovni prihodki.

V drugi del analize pa so vključena vsa tista podjetja, ki poleg vseh do sedaj navedenih pogojev izpolnjujejo še zadnjega, ki pravi, da je podjetje bilo vključeno v LJSE od začetka leta 1998 do leta 2001. Če povzamem, zahtevano najmanjše število (po vseh izločitvah) letnih podatkov za vsako posamezno podjetje je tri leta v prvem in štiri leta v drugem delu analize. Tako nam ostane 20 podjetij (od tega 15 za celotno obdobje 1998-2001) z borzne kotacije ter 49 podjetij (od tega 24 za celotno obdobje 1998-2001) s prostega trga.

3.3. SPREMENLJIVKE

3.3.1. Investicije v opredmetena osnovna sredstva

Opredmeteno osnovno sredstvo (v nadaljevanju OOS) je sredstvo v lasti ali finančnem najemu, ki se uporablja pri ustvarjanju proizvodov ali opravljanju storitev oziroma dajanju v najem ali za pisarniške namene ter se bo po pričakovanjih uporabljalo v več kot enem obračunskem obdobju. OOS so zemljišča, zgradbe, proizvodjalna oprema, druga oprema, osnovna čreda in večletni nasadi (Slovenski računovodski standardi, 2002, str. 27).

Investicije v OOS tako obsegajo investicije v zemljišča, obstoječe zgradbe in objekte, gradnjo in adaptacijo objektov, stroje in opremo. Podatki o obsegu investicij so pridobljeni v bazi podatkov Gvin, ki naložbe v OOS izračunava kot razliko med OOS prejšnjega in tekočega leta, ki ji prišteje amortizacijo neopredmetenih dolgoročnih sredstev in OOS tekočega leta.

3.3.2. Denarni tok

Denarni tok je seštevek čistega dobička (zmanjšanj za izgubo) ter amortizacije neopredmetenih dolgoročnih sredstev in OOS v posameznem poslovnem obdobju.

⁹ Seveda so izločena tudi vsa podjetja, ki so v stečaju, likvidaciji oziroma prisilni poravnavi.

3.3.3. Q

$$Q_t = \frac{\text{Tržna vrednost sredstev}_t}{\text{Celotna sredstva}_t}$$

Pri čemer velja, da je tržna vrednost sredstev enaka seštevku celotnih sredstev ter tržne vrednosti lastniškega kapitala, od njune vsote pa se odšteje knjigovodska vrednost lastniškega kapitala. Celotna sredstva so vsa sredstva v bilanci stanja. Tržna vrednost lastniškega kapitala pomeni zmnožek med številom izdanih delnic ter tečajem delnice na zadnji trgovanjski dan v poslovnem letu. Knjigovodska vrednost lastniškega kapitala pa je enaka postavki kapital v bilanci stanja. Višje vrednosti kazalca pomenijo, da podjetje razpolaga z boljšimi investicijskimi priložnostmi.

3.4. UPORABLJENA METODOLOGIJA

3.4.1. Kaplan-Zingales indeks

Kot sem že omenila bom v prvem delu analize za razdelitev podjetij v skupini finančno omejenih ter finančno neomejenih uporabila KZ indeks, in sicer v operativni obliki, ki so jo med prvimi predlagali Lamont, Polk in Saa-Requejo (2001, str. 32):

$$\begin{aligned} KZ_t = & -1.001909 * \frac{\text{Denarni tok}_t}{\text{Celotna sredstva}_{(t-1)}} + 0.2826389 * Q_t + 3.139193 * \frac{\text{Dolg}_t}{\text{Celotna sredstva}_t} \\ & - 39.3678 * \frac{\text{Dividende}_t}{\text{Celotna sredstva}_{(t-1)}} - 1.314759 * \frac{\text{Denar}_t}{\text{Celotna sredstva}_{(t-1)}} \end{aligned}$$

Pri čemer je denarni tok izračunan kot seštevke poslovnega izida in amortizacije. Celotna sredstva so vsa sredstva iz bilance stanja konec poslovnega leta. Dolg je seštevke vseh obveznosti iz zaključne bilance stanja (vključuje dolgoročne rezervacije, tako kratkoročne kot dolgoročne obveznosti, ter pasivne časovne razmejitve). Dividende predstavljajo vsoto denarja, ki jo je podjetje namenilo za izplačilo dividend v tekočem poslovnem obdobju (izračunan kot zmnožek števila delnic ter bruto dividendo na delnico). Denar se nanaša na končno stanje denarnih sredstev v bilanci stanja. Izračun Q-ja je razložen v poglavju 3.3.3.. Višje vrednosti KZ indeksa pomenijo, da je podjetje bolj finančno omejeno.

Naj dodam, da se načeloma uporablja Q na začetku leta, sama pa sem ga (v prvem delu analize) uporabila na koncu leta. Razlogi so naslednji: 1. Kaplan in Zingales (1997, str. 203) sta pri preizkušanju robustnosti svojih rezultatov dobila podobne rezultate, ko sta

uporabila Q na koncu obdobja. 2. Ker Q vstopa v formulo ponderiran, se njegov vpliv zmanjša. 3. Ker se Q med dvema letoma v večini primerov ne spremeni v taki meri, da bi bistveno vplival na razvrstitev podjetij v eno ali drugo skupino, poleg tega je večina podjetij takih, ki so v celotnem obravnavanem obdobju uvrščena v eno skupino (bodisi v skupino finančno omejenih, neomejenih ali v skupino nobenih izmed teh). Iz navedenih dejstev lahko zaključim, da bi vrednosti Q približno enako vplivale na končne rezultate opisnih statistik, če bi upoštevala Q na začetku poslovnega obdobja.

Tako po mojem prepričanju in z razlogom pridobitve čim večjega števila podatkov nisem bistveno vplivala na prikaz realnih razmer, s tem ko sem v izračun KZ indeksa vključila Q na koncu poslovnega leta. Ker pri regresiji takšno posploševanje ne bi bilo primerno in bi vodilo do nepravilnih rezultatov, sem v drugem delu uporabila Q na začetku poslovnega obdobja. Pri regresiji je potrebno tudi manjše število podatkov za pridobitev objektivnih rezultatov, medtem ko je pri opisnih statistikah zaželeno čim večje število opazovanih enot, da se spremenljivke začnejo porazdeljevati normalno.

Postopek razvrstitve podjetij je potekal v enakem zaporedju tako za podjetja z borzne kotacije kot za podjetja s prostega trga, zato bom razložila potek v splošnem, nanaša pa se na obe skupini podjetij.

1. Iz zbranih podatkov sem najprej izračunala KZ indeks, in sicer za vsako posamezno enoto (podjetje), za vsako posamezno opazovano obdobje (poslovno leto).
2. Nato sem izračunala tretji in sedmi decil¹⁰ za spremenljivko KZ indeks za vsako obravnavano obdobje.
3. Vse tiste enote, ki so imele v posameznem obravnavanem obdobju vrednost KZ indeksa manjšo od tretjega decila, sem opredelila kot finančno neomejene, tiste, ki pa so imele vrednost večjo od sedmega decila, pa sem opredelila kot finančno omejene. To pomeni, da se je položaj podjetja določil za vsako leto posebej, zato ni nujno, da je bil v celotnem opazovanem obdobju enak. A kot sem že omenila, če so podjetja že prehajala med skupinami so se premaknila za eno skupino (na primer iz skupine finančno omejenih v skupino nobene izmed teh), vzrok temu je verjetno kratko opazovano obdobje.

¹⁰ V splošnem ni poenotene meje, kateri centil vzeti. Sama sem se odločila za zgornje in spodnje tri decile, tako kot predlagajo Almeida, Campello in Weisbach (2003, str. 16).

3.4.2. Analiza panelnih podatkov

3.4.2.1. Uvod

Znane so tri vrste podatkov, ki so raziskovalcem na razpolago v empiričnih študijah: časovna serija, presečni in panelni podatki. V časovni seriji podatkov lahko opazujem vrednosti ene ali več spremenljivk v določenem časovnem obdobju. V primeru presečnih podatkov lahko opazujem vrednosti ene ali več spremenljivk za večje število opazovanih enot v točno določenem časovnem trenutku. V primeru panelnih podatkov pa je ista presečna enota opazovana v določenem časovnem obdobju, kar pomeni, da lahko govorimo o prostorski in časovni dimenziji panelnih podatkov (Gujarati, 2003, str. 636). Eden izmed razlogov za uporabo panelnih podatkov je rešitev problema v modelu manjkajočih spremenljivk. Ta se pojavi, ko bi radi v regresijski model vključili dodatne spremenljivke, a jih ne moremo, ponavadi zaradi nerazpoložljivosti podatkov.

Osnovni model z učinkom manjkajočih spremenljivk za slučajno izbrano presečno enoto i , pa teoretiki opredelijo kot:

$$\begin{aligned} y_{it} &= x_{it}\beta + c_i + u_{it}, & t &= 1, 2, \dots, T \\ & & i &= 1, 2, \dots, N \end{aligned} \quad (4)$$

Vektor x_{it} vsebuje opazovane neodvisne spremenljivke, u_{it} je napaka regresijskega modela, c_i pa je učinek manjkajočih spremenljivk. Pogosto se srečamo z razpravo, ali bo c_i obravnavan kot stalni ali slučajni učinek. Ključno pri tem razlikovanju je, ali je c_i povezan s x_{it} . V primeru, da dopustim, da je c_i povezan s x_{it} , lahko govorim o stalnem učinku (v nadaljevanju FE). Če pa te povezave med x_{it} ter c_i ni, lahko govorim o slučajnem učinku (v nadaljevanju RE). Kot pomoč pri odločitvi, kateri učinek uporabiti, sta mi pomagala Hausmanov in F test. A preden preidem nanju, naj bralca še spomnim na dve predpostavki, ki morata biti izpolnjeni, da lahko uporabimo FE ali RE: 1. neodvisne spremenljivke v enačbi (4) so eksogene spremenljivke, 2. x_{it} ne sme vključevati neodvisnih spremenljivk, ki se v času ne spreminjajo v celotni populaciji, ampak samo tiste, ki vključujejo neko variranje (Wooldridge, 2002, str. 251).

RE pa za razliko od FE zahteva, da velja tudi: $\text{Cov}(x_{it}, c_i) = 0$. Zадnje postavlja v Ho Hausmanov test, ki pove, ali je ocena regresijskih koeficientov na podlagi modela s stalnim učinkom primernejša od modela s slučajnim učinkom. F test pa testira ničelno hipotezo, da so vsi koeficienti modela s stalnim učinkom enaki nič. Če hipotezo lahko zavrnem, je smiselna uporaba modela s stalnim učinkom. Kot se bralec lahko prepriča (glej tabelo 3 v prilogah), F test pokaže statistično značilne razlike. Velja pa tudi, da Hausmanov test ne

pokaže statistično značilnih razlik. A ker je F test bolj robusten, je bolj smiselno upoštevati te rezultate.

FE lahko zapišem v splošni obliki za vrednost odvisne spremenljivke za i -to enoto v času t , y_{it} , ki je odvisna od K eksogenih spremenljivk $(x_{1it}, \dots, x_{Kit}) = x_{it}$. Vključuje torej spremenljivke, ki se razlikujejo med presečnimi enotami v določenem časovnem trenutku ter se spreminjajo skozi čas, na primer dobiček podjetja, njegovi prihodki, kot tudi spremenljivke, ki so specifične za i -to enoto in ostanejo bolj ali manj nespremenjene v času, na primer sposobnost in druge osebnostne značilnosti posameznega managerja določenega podjetja.

$$y_{it} = x_{it}\beta' + c_i + u_{it} + \lambda_t, \quad \begin{array}{l} i = 1, \dots, N \\ t = 1, 2, \dots, T \end{array} \quad (5)$$

β' je vektor konstant, c_i predstavlja učinke manjkajočih spremenljivk, značilne za posamezno enoto, ki se ne spreminjajo v času. Če je opazovana enota podjetje, potem c_i vključuje na primer strukturo in kvaliteto managementa posameznega podjetja, ki ga lahko obravnavamo kot približno nespremenjenega v obravnavanem časovnem obdobju. λ_t pa izpuščene časovne učinke, ki so specifični za posamezno obdobje, vendar konstantni za vse enote. u_{it} predstavlja učinke izpuščenih spremenljivk, ki so značilni za posamezne enote ter čas (Hsiao, 2003, str. 30).

3.4.2.2. V analizah že uporabljena metodologija

Če predpostavim da veljajo določene predpostavke, lahko povprečni Q , ki ga izračunam na podlagi finančnih podatkov, uporabim kot približek za mejni Q . Povezavo med investicijami in Q tako, lahko opišem s:

$$(I_{i,t}/K_{i,t-1}) = a_i + b Q_{i,t} + \lambda_{it} + \xi_{i,t} \quad (6)$$

i predstavlja podjetje in t časovno obdobje, $Q_{i,t}$ je Tobin's Q na začetku obdobja, $I_{i,t}$ so investicije obdobja, $K_{i,t-1}$ so sredstva podjetja na začetku obdobja, a_i predstavlja učinke, ki so značilni za posamezno podjetje in se ne spreminjajo v času. λ_{it} vključuje časovne učinke, ki so specifični za posamezno leto, vendar konstantni za vsa podjetja zajeta v vzorec. $\xi_{i,t}$ pa napako regresijskega modela (Hubbard, 1997, str. 17).

V primeru popolnega trga kapitala, ko sta notranji in zunanji vir financiranja popolna substituta, bo Q zajel vse informacije, ki so potrebne pri razlagi investicijskega obnašanja podjetij. V primeru nepopolnega trga kapitala pa lahko pričakujem, da bodo še druge spremenljivke vplivale na investicije podjetij. Fazzari, Hubbard in Petersen so prvi začeli

razvijati idejo, da je najverjetneje potrebno v primeru določenih skupin podjetij upoštevati tudi spremembe v notranjih virih financiranja, tako so v enačbo (6) vključili tudi denarni tok, kot mero za te spremembe:

$$(I_{i,t}/K_{i,t-1}) = a_i + b Q_{i,t} + c (CF_{i,t}/K_{i,t-1}) + \xi_{i,t} \quad (7)$$

i , t , $Q_{i,t}$, $I_{i,t}$, $K_{i,t-1}$, a_i , $\xi_{i,t}$ pomenijo isto kot pri (6), $CF_{i,t}$ pomeni denarni tok. FHP so predpostavili, da ni tehnoloških sprememb, zato je λ_{it} enak nič. V primeru, da je trg kapitala popoln ter ko Q zadovoljivo pojasnjuje investicijske priložnosti, bi morala biti vrednost c enaka nič. V primeru značilnih, pozitivnih vrednosti c pa pridobim dokaz o obstoju nepopolnega trga kapitala ter prisotnosti finančnih omejitev v primeru določenih skupin podjetij (Fazzari, Hubbard, Petersen¹¹, 1996, str. 5).

3.4.2.3. Ocenjevani model

Glavni cilj analize je ugotoviti, ali notranji viri sredstev ob upoštevanju investicijskih priložnosti podjetja vplivajo na investicije podjetij. Upoštevajoč že uporabljeno metodologijo v prejšnjih analizah, ki sem jo obravnavala v poglavju 3.4.2.2., bom ocenjevala naslednji splošni model:

$$(I_{i,t}/K_{i,t-1}) = \beta' x_{it} + c_i, \quad \begin{matrix} i_{A,B} = 1, \dots, N_{A,B} (N_A = 15, N_B = 24) \\ t = 1, 2, 3, 4 \end{matrix} \quad (8)$$

Kjer je odvisna spremenljivka investicije tekočega leta deljeno s celotnimi sredstvi na začetku leta za i -to podjetje v obdobju t ($I_{i,t}/K_{i,t-1}$). Vektor x_{it} vključuje neodvisni spremenljivki: Q na začetku obdobja t (Q_t) ter denarni tok obdobja deljen s celotnimi sredstvi na začetku obdobja t ($CF_{i,t}/K_{i,t-1}$). Vektor β' predstavlja regresijske koeficiente, ki bi jih rada ocenila, c_i zajema učinke, ki so značilni za posamezno podjetje in se ne spreminjajo v času.

¹¹ FHP so poskušali testirati hipotezo, ali se spremenljivke, ki pojasnjujejo investicijsko dejavnost podjetij spreminjajo, ko se premikamo od skupine podjetij, za katera so stroški notranjih in zunanjih virov financiranja približno enaki, do tistih podjetij, za katere to ne velja. V ta namen so podjetja razdelili na tista, ki so izplačevala nizke in tista, ki so izplačevala visoke dividende. V skupini podjetij, ki so namenila nizek delež celotnega dobička za dividende delničarjem (podjetja, ki so jih opredelili kot finančno omejena), so dobili bistveno višje vrednosti c (poleg tega pa je tudi denarni tok pojasnjeval večji delež investicij kot Q) kot v skupini podjetij, ki so izplačevala večji delež dobička (ta podjetja so opredelili kot finančno neomejena). Tako jim je uspelo dokazati, da spremembe v notranjih virih financiranja v primeru določene skupine podjetij pomenijo tudi spremembo v investicijah. Da torej obstaja določena skupina podjetij, ki se bolj zanaša na notranje vire financiranja, saj zanje ne velja, da sta notranji in zunanji viri popolna substituta. Govorimo lahko o nepopolnem trgu kapitala.

Vzorec je razdeljen na dva panela podatkov. Prvi je sestavljen iz 15 podjetij z borzne kotacije, za katere so podatki o obsegu investicij, denarnem toku ter Q zbrani vsako leto znova za obdobje štirih let (1998-2001). Panel A tako vključuje 60 opazovanj ($N \cdot t$). V primeru panela B so zbrani podatki za 24 podjetij s prostega trga, za iste spremenljivke v istem obdobju. Panel B vključuje 96 opazovanj. Presečna enota opazovanja je torej podjetje i ($i_A = 1, 2, \dots, 15; i_B = 1, 2 \dots, 24$), ki ima časovno dimenzijo t , v obravnavanem primeru leto ($t_{A,B} = 1, 2, 3, 4$). Ker ni manjkajočih vrednosti, govorimo o uravnoveženem panelu.

3.5. REZULTATI ANALIZE

3.5.1. Rezultati na podlagi opisnih statistik

Analize z opisnimi statistikami sem se lotila zato, ker sem mnenja, da v vsaki širše razvrščeni skupini podjetij (bodisi borznih, s prostega trga ali tistih, ki na borzo sploh niso uvrščena) obstajajo podjetja, ki so bolj in tista, ki so manj finančno omejena. Lahko pa govorim tudi, da je določena skupina podjetij (na primer podjetij s prostega trga) načeloma bolj finančno omejena kot neka druga skupina podjetij (na primer podjetij z borzne kotacije). Vendar vseeno znotraj tako opredeljene skupine finančno omejenih podjetij (na primer slovenskih) še vedno obstajajo podjetja, ki so finančno neomejena, in v skupini neomejenih (na primer belgijskih) so vseeno podjetja, ki so finančno omejena. V nadaljevanju bom s pomočjo opisnih statistik opisala ključne spremenljivke, po katerih se razlikujeta skupini finančno omejenih in neomejenih podjetij.

Bralca bi rada še opozorila, da imam v primeru večine kazalcev opravka z asimetričnimi porazdelitvami, kar postavlja preizkus skupin pod vprašaj. Po drugi strani pa naj bi srednje velik vzorec to pomanjkljivost zmanjšal, velja pa tudi, da je preizkus skupin precej robusten test. Zato predlagam, da bralcu služi kot dodaten dokaz mojim trditvam, sama pa ga ne bom posebej razlagala. Iz istega razloga (asimetrične porazdelitve spremenljivk) se bom v nadaljevanju omejila na razlago vrednosti mediane in ne aritmetične sredine.

Zavedam se tudi pomanjkljivosti pri uporabi nekaterih kazalcev, saj so v vzorec zajeta podjetja iz različnih panog. Kljub temu pa upam, da bodo zadoščali za dosego mojega cilja, ki je prepričati bralca, da sem razvrstila podjetja v dve skupini, med katerima obstajajo razlike v pogojih njihovega dostopa do zunanjih virov financiranja. Bralec si to lahko poenostavljeno predstavlja z naslednjim primerom. Če bi podjetje iz skupine finančno omejenih, prišlo na banko in zaprosilo za posojilo, ga bi dobilo pod bolj neugodnimi pogoji, kot če bi prišlo podjetje iz skupine finančno neomejenih. Pričakovala bi, da bodo zato finančno omejena podjetja v povprečju investirala manj kot finančno

neomejena, a (kot bo pokazano tudi v nadaljevanju) do bistvenih razlik v obsegu investiranja med obema skupinama podjetij ne prihaja.

Kot se bralec lahko prepriča (glej Tabeli 1 in 2 v Prilogi), med finančno omejenimi in neomejenimi podjetij s prostega trga ter z borzne kotacije ne prihaja do velikih razlik. Za obe skupini finančno omejenih podjetij pa velja naslednje. Da so bolj zadolžena (imajo tako višji delež dolga v sredstvih kot finančni vzvod ter kazalec dolga deljen s tržno vrednostjo kapitala). Namenijo najmanjši obseg denarja za dividende v celotnih sredstvih, zadržijo največji delež dobička in izplačujejo najnižje bruto dividende na delnico. Zaključim torej lahko: 1. da skušajo ta podjetja zadržati sredstva znotraj podjetja, saj jim služijo kot glavni vir financiranja sedanjih projektov, 2. ker je v teh podjetjih prisotna tudi negotovost, da jim mogoče ne bo uspelo pridobiti potrebna finančna sredstva za prihodnje investicijske projekte, si jih skušajo zagotoviti z zadržanjem dobičkov znotraj podjetja. Dodaten argument, ki govori v prid tej razlagi, je tudi dejstvo, da imajo finančno omejena podjetja večji delež obratnega kapitala v celotnih sredstvih, kot pa finančno neomejena podjetja (obratni kapital se da v primerjavi s stalnimi sredstvi veliko hitreje spremeniti v denar, če ga podjetje v kratkem času potrebuje).

Finančno neomejena podjetja pa označuje boljša plačilna sposobnost (merjena s kratkoročnim ter pospešenim koeficientom), podjetja s prostega trga imajo tudi več denarja na bančnem računu, kar pa ne velja za podjetja z borzne kotacije. Zanje je značilen tudi malce višji koeficient gospodarnosti poslovanja ter dobičkonosnosti sredstev, ki meri, kako učinkovito je podjetje pri ustvarjanju dobička z razpoložljivimi sredstvi¹².

V analizi sem uporabila naslednja merila, ki ugotavljajo, ali gre za rastoče podjetje: rast prihodkov, zalog in sredstev. Tej kazalci nakazujejo, da podjetja, ki spadajo v skupino finančno omejenih, rastejo nekoliko hitreje, saj jim hitreje rastejo prihodki. Hutchinson in Xavier (2004, str. 10) trdita, da v primeru, ko rastejo prihodki podjetja, raste tudi povpraševanje po izdelkih podjetja in podjetje bo zato raslo hitreje. Tako kot tudi zaloge - eden izmed možnih razlogov je, kot predlaga Small (2000, str. 21), da se zaradi povečane prodaje (rasti prihodkov) podjetja, povečajo investicije v zaloge, da lahko podjetja obdržijo njihovo ciljno raven, ter sredstva podjetja - Hutchinson in Xavier (2004, str. 10) uporabita rast sredstev kot neodvisno spremenljivko pri pojasnjevanju rasti podjetij.

Načeloma tudi velja, da imajo podjetja, ki rastejo hitreje, večji delež investicij ter neto investicij (investicije zmanjšane za amortizacijo) v dobičku, kot pa podjetja, ki rastejo

¹² Ne nameravam se preveč zadržati pri razlagi kazalcev, ki imajo v ulomku dobiček, saj je za slovenska podjetja značilno kreativno računovodstvo. 224 od 304 vključenih enot (ali 73.6% mojega vzorca) je imelo dobiček manjši od 400 000 000 tolarjev. Zato ni nepričakovano, da ne prihaja do velikih razlik pri na primer nizkem kazalcu ROA med skupinami podjetij.

počasneje. In tej teoriji podobne rezultate dobim tudi sama. Naj še dodam možno pojasnilo, zakaj so tako majhne razlike v rasti med skupinama finančno omejenih in neomejenih podjetij. Sama menim, da je vzrok temu (podobno) nizek obseg investicij v skupini prvih in drugih podjetij, kajti če podjetja investirajo malo, ne morejo rasti hitro.

Kot že omenjeno, veljalo naj bi, da so manjša podjetja bolj finančno omejena. Žal te teorije ne morem preizkusiti, saj so v borzno kotacijo vključena pretežno velika podjetja, v prosti trg pa srednje velika podjetja¹³.

Tudi pri deležu neopredmetenih dolgoročnih sredstev v celotnih sredstvih do razlik ne prihaja in za obe skupini podjetij je značilen njihov nizek delež v sredstvih¹⁴. Razlike med obema skupinama podjetij pa obstajajo v deležu OOS v celotnih sredstvih. Teorija uči, da imajo finančno omejena podjetja manjši delež le-teh. Osnovna ideja je, da naj bi se podjetja, ki imajo več OOS, lahko bolj varno zadolžila, saj ima posojilodajalec v primeru nezmožnosti odplačila obveznosti posojilojemalca še vedno OOS, ki jih lahko veliko lažje proda kot pa neopredmetena dolgoročna sredstva (Almeida, Campelo, 2004, str. 2).

Na podlagi do sedaj navedenih dejstev lahko upravičeno predpostavim, da imam opravka z dvema skupinama podjetij, ki imata najverjetneje dostop do zunanjih virov financiranja pod različnimi pogoji. V nadaljevanju si je zato smiselno ogledati, če ta različna pozicija pri pridobivanju zunanjih virov financiranja vpliva na njihov obseg investicij. Pričakovala bi, da bodo podjetja iz skupine finančno omejenih investirala manj od skupine finančno neomejenih podjetij. A temu ni tako. Niti v primeru borzne kotacije niti v primeru prostega trga, finančno neomejena podjetja ne investirajo več. In to kljub temu, da ustvarjajo večji obseg denarnega toka ter imajo pozitiven neto denarni tok (denarni tok zmanjšan za investicije). Zadnje pomeni, da bi omenjena podjetja lahko povečala obseg investicij že z notranjimi viri sredstev. Tak zaključek je v skladu z ugotovitvami Mramor in Valentinčič (B.I., str. 1), ki sta analizirala slovenska podjetja v obdobju 1994-1999. Povprečno podjetje vključeno v analizo med drugim označita kot podjetje, ki nima neto investicij, se v glavnem financira s kapitalom ter izplačuje zelo nizke dividende. Ob tem velja poudariti, da je njun vzorec zajel veliko več podjetij in ne le tistih, ki kotirajo na borzi.

¹³ Evropska komisija postavlja mejo za delitev podjetij na velika in srednja bodisi število zaposlenih (50), bodisi velikost celotnih sredstev (43 mio eurov, kar preračunano po osrednjem tečaju Banke Slovenije znaša približno 10,3 mio tolarjev). Po zadnjem kriteriju 10% enot z borzne kotacije spada med srednje velika, ostala pa so velika podjetja. Podjetja s prostega trga pa v celoti spadajo v skupino srednje velikih podjetij (glej Tabeli 1 in 2 v Prilogi).

¹⁴ Kar tudi nakazuje na dejstvo, da s tem, ko sem zanemarila investicije v neopredmetena dolgoročna sredstva, nisem bistveno vplivala na prikaz realne slike o investicijski dejavnosti slovenskih podjetij.

3.5.2. Rezultati na podlagi analize panelnih podatkov

3.5.2.1. Rezultati panelne regresije

Razlago rezultatov začnjam z razlago vpliva denarnega toka v celotnih sredstvih (v nadaljevanju denarnega toka) na investicije v OOS v celotnih sredstvih (v nadaljevanju investicije). Za podjetja s prostega trga (glej Tabelo 3 v Prilogi) velja, da povečanje denarnega toka pozitivno in statistično značilno vpliva na njihovo investiranje. Tako povišanje denarnega toka podjetja za ena, vodi v povišanje investicij podjetja za 0.6425. Parcialni regresijski koeficient vrednosti Q pa ni statistično značilen. In zadnji ni statistično značilen niti v primeru podjetij z borzne kotacije. V primeru teh podjetij pa velja, da nanje nima statistično značilnega vpliva niti denarni tok.

Iz zadnjega lahko zaključim, da denarni tok ni spremenljivka, ki bi pojasnjevala investicijsko dejavnost podjetij z borzne kotacije. Upoštevajoč empirično dokazana dejstva, lahko rečem, da obstaja velika verjetnost, da podjetja z borzne kotacije niso finančno omejena. Takšne rezultate pa bi lahko pričakovala že pred samo izvedo analize, saj gre za najboljša podjetja v slovenskem gospodarstvu. Če lahko za katera podjetja trdim, da zanje velja, da nimajo težav pri zbiranju potrebnih finančnih sredstev pri bankah, so to prav ta. Zanje pa tudi velja, da bi lahko brez večjih težav financirala investicijske projekte z novimi izdajami delnic. Za to možnost pa se podjetja ne odločajo prav pogosto. Eden izmed vzrokov zakaj, bi lahko bil pomanjkanje investicijskih priložnosti. Če povzamem Veselinoviča (2003, str. 17), ki trdi, da ostaja položaj v finančnem sektorju nespremenjen že vso tranzicijo. Kot glavno težavo prihodnjega razvoja Slovenije in njegovega financiranja pa vidi v dejstvu, da je tu preveč denarja in premalo pravih zamisli, naložb. Banke tako ne vedo, kam z denarjem, saj je premalo dobrih projektov, "za tistih nekaj zanimivih (pa) se domače banke skoraj stepejo".

V primeru podjetij s prostega trga pa ne morem zavreči trditve, da so notranji viri sredstev nepomembni pri pojasnjevanju njihove investicijske dejavnosti. Očitno v primeru teh podjetij obstajajo določeni razlogi, zakaj se ta bolj zanašajo na notranje vire sredstev kot pa podjetja z borzne kotacije. Zanje tako najverjetneje velja, da imajo dostop do zunanjih virov financiranja pod bolj neugodnimi pogoji kot pa podjetja z borzne kotacije. V nadaljevanju bom zato najprej poskušala poiskati možne vzroke, zakaj je temu tako, ki se skrivajo v različnem dostopu podjetij do lastniškega vira financiranja, nato pa se bom ustavila še pri dolžniškem viru financiranja.

V nadaljevanju bom tudi predpostavila, da je izdaja delnic realna možnost podjetja ter za trenutek zanemarila dejstvo, da se slovenska podjetja za takšno obliko financiranja investicij zelo poredko odločajo. Moj cilj pa je prepričati bralca, da so podjetja s prostega

trga in borzne kotacije v neenakem položaju pri izdaji delnic. Kot enega izmed možnih vzrokov zakaj, pa bom opisala zahtevano premijo investorjev, ki naredi takšno obliko financiranja investicij zelo neprivlačno.

3.5.2.2. Različen dostop do lastniškega vira financiranja

Kot se bralec lahko prepriča (glej Tabelo 1 v Prilogi) pri podjetjih z borzne kotacije ne prihaja do pomembnih razlik v njihovih Q vrednostih median. Slednje je pričakovano, saj sem v vzorec vključila samo dobra podjetja. Iz istega razloga bi pričakovala podobne rezultate tudi v primeru podjetij s prostega trga - da sicer obstajajo določena odstopanja v Q vrednostih median, a ne tako velika. Menim, da do tega prihaja zaradi premije, ki jo zahtevajo investitorji, zaradi premajhnih informacij, ki jih imajo za odločanje o prihodnjih investicijskih priložnostih ter posledično resnični vrednosti podjetja. Naj to razložim na naslednjem poenostavljenem primeru.

Fazzari, Hubbard in Petersen (1987, str. 13) trdijo, da je premija, ki jo zahtevajo investitorji, ker nehoti financirajo slaba podjetja, naslednja vrednost $(q^G/q-1)$. q^G je Tobin's Q dobrega podjetja, q pa tehtana vrednost Tobin's Q tako dobrega kot slabega podjetja. Če uporabim njihovo formulo v mojem primeru, lahko naredim naslednji poenostavljen izračun¹⁵. Za imenovalce (tehtana vrednost dobrega in slabega podjetja) bom vzela Q mediano za celotno skupino, tako v primeru podjetij z borzne kotacije kot s prostega trga. Za števec pa po enkrat Q mediano za skupino finančno omejenih, neomejenih ter skupino ostalih podjetij, tako za podjetja z borzne kotacije, kot za podjetja s prostega trga.

Glede na to, da imam opravka samo z dobrimi podjetji, bi morala dobiti vrednost premije enako nič. Kot se bralec lahko prepriča (glej tudi Tabelo 1, na str. 35), v primeru podjetij z borzne kotacije res ne prihaja do bistvenih odstopanj med posameznimi skupinami podjetij. Te razlike pa obstajajo v primeru podjetij s prostega trga, zato se bom v nadaljevanju osredotočila nanje. Tu za skupino finančno omejenih podjetij velja, da mora mejni Q njihovega investicijskega projekta znašati vsaj 1,21, da se bodo za njegovo financiranje odločila izdati delnice. Plačati morajo veliko premijo (0,21) investitorjem. Za drugi dve skupini podjetij pa naj bi veljalo, da bosta izdali delnice za financiranje investicijskega projekta, katerega mejni Q bo celo manjši od 1. Ta podjetja ne plačujejo premije, ampak so prav ta podjetja razlog, zakaj investitorji zahtevajo premijo v primeru prvih (finančno omejenih) podjetij. To naj bi bila slaba podjetja ("limone").

¹⁵ Naj poudarim, da gre za poenostavljen izračun, katerega cilj je prikazati, do kako velikih razlik prihaja med skupinama podjetij z borzne kotacije ter prostega trga ter dodam, da če bi v izračun vključila še slaba podjetja, bi se povprečna vrednost Q še zmanjšala in zahtevana premija še povečala.

Tabela 1: Q investicijskega projekta ter zahtevana premija investitorja

V tabeli 1 sta navedena: mejna vrednost Q investicijskega projekta, da se bo podjetje za njegovo financiranje odločilo izdati nove delnice (q^G/q) ter premija, ki jo bodo v tem primeru zahtevali investitorji ($q^G/q - 1$), za podjetja, ki so bila v obravnavanem obdobju (1997-2001) uvrščena na LJSE. Podjetja so razdeljena v skupine: finančno omejeno (FO), finančno neomejeno (FN) ali pa podjetje ni vključeno niti v prvo niti v drugo skupino (ND). Kot približek za q^G je vzeta mediana za celotno skupino FO, ND ali FN podjetij, prvič za primer podjetij z borzne kotacije in drugič za podjetja s prostega trga. Kot približek za q je vzeta mediana vseh podjetij z borzne kotacije v prvem ter prostega trga v drugem primeru.

	Borzna kotacija			Prosti trg		
	FO	ND	FN	FO	ND	FN
Q	0,99	0,99	1,02	1,21	0,86	0,83
Premija	- 0,01	- 0,01	0,02	0,21	- 0,14	- 0,17

Vir: Izračun na podlagi podatkov iz Tabel 1 in 2 v Prilogi.

Eden izmed možnih razlogov, zakaj dobim take rezultate, je, da je moj vzorec zajel tudi slaba podjetja. A kot nasprotni argument tej razlagi lahko navedem dejstvo, da sta obe skupini podjetij (tako tista z borzne kotacije kot s prostega trga) deležni enakega obsega dolžniškega financiranja. Postavlja se naslednje vprašanje, če gre res za tako slaba podjetja v primeru prostega trga, zakaj bi jim potem banke odobrile enak obseg kreditov kot v primeru borznih podjetij, zakaj so bile banke prepričane, da imata obe skupini podjetji dovolj visoko boniteto, da bosta kredit lahko vrnila? Odgovor se mogoče skriva v dejstvu, da podjetja s prostega trga pri poslovanju z banko ne morejo izbirati, katere informacije ji bodo posredovale, medtem ko lahko v vsakdanjem poslovanju precej vplivajo na to, katere informacije bodo posredovale potencialnim investitorjem.

Ena izmed razlik med podjetji s prostega trga in z borzne kotacije je torej v obsegu informacij tako na strani izdajatelja vrednostnega papirja (obseg informacij, za katerega se je zavezal, da ga bo posredoval javnosti), kot tudi v obsegu pozornosti, ki jo mediji namenijo tako prvi kot drugi skupini podjetij. Logična posledica je, da postane poslovanje skupine podjetij z borzne kotacije (v primerjavi s skupino podjetij s prostega trga) bolj transparentno. Problem asimetrije informacij med investitorji in podjetjem bo tako večji v primeru podjetij s prostega trga - investitorji bodo zato zahtevali višjo premijo zaradi pomanjkanja informacij. Podjetja pa se bodo tudi bolj zanašala na notranje vire financiranja.

Kot dokaz moji prejšnji trditvi naj navedem naslednja dejstva. Za podjetja uvrščena na prosti trg ne veljajo naslednje obveznosti, ki urejajo računovodsko poročanje javnosti: zaveza glede roka in vsebine objave nerevidiranih letnih računovodskih izkazov, zaveza glede drugega medletnega poročanja ter zaveza glede izdelave polletnega poročila. Tako mora le izdajatelj, katerega vrednostni papirji so bili sprejeti v borzno kotacijo, v roku dveh

(treh) mesecev po preteku poslovnega leta javno objaviti nerevidirane letne nekonsolidirane (konsolidirane) računovodske izkaze. Skrajni rok za objavo povzetka revidiranih letnih računovodskih poročil pa je pet mesecev po poteku poslovnega leta. Podjetja morajo tudi javno objaviti povzetek polletnega poročila. Zavezana pa so tudi k poročanju o medletnem poslovanju, ki zajema: podatke o poslovanju za prve tri mesece in za prvih devet mesecev poslovnega leta. Poleg tega mora izdajatelj javno objaviti izdelane ocene preteklega poslovanja, morebitna odstopanja od napovedanega in napovedi prihodnjega poslovanja, kadar so le-te podlaga za posredovanje informacij tretjim osebam pred objavo natančnih podatkov o poslovanju (Pravila borze, 2002).

Za izdajatelje vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje na prostem trgu, glede vsebine ter skrajnega roka objave povzetka revidiranega letnega poročila, veljajo določbe 63. ter 64. člena ZTVP-1 (Pravila borze, 2002), ki pravita, da mora javna družba agenciji predložiti revidirano letno poročilo najkasneje v šestih mesecih po preteku poslovnega leta. Ter da mora javna družba objaviti povzetek revidiranega letnega poročila, ki mora vsebovati: povzetek letnih računovodskih izkazov z mnenjem revizorja, navedbo pomembnejših sprememb podatkov, ki so vsebovani v prospektu, navedbo, da je celotno letno poročilo na vpogled na sedežu javne družbe (ZTVP-1, 1999).

Prav tako izdajatelji vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje na prostem trgu, niso dolžni ravnati v skladu z določbami 42.- 45. člena Pravil (2002). Najpomembnejša sta prva dva, ki obravnavata način in dolžnost javne objave cenovno občutljivih informacij. Obvestilo o cenovno občutljivih informacijah (pomembnih poslovnih dogodkih) mora vsebovati vse informacije, ki vlagatelju v vrednostne papirje omogočajo presojo položaja in oceno vpliva poslovnega dogodka na ceno vrednostnega papirja, predvsem pa čas nastopa in natančen opis poslovnega dogodka. Izdajatelj je dolžan objaviti obvestilo o pomembnem poslovnem dogodku takoj po njegovem nastopu oziroma v rokih, ki jih za objavo posameznih dogodkov zahtevajo posebni predpisi. Postopek objave pa mora izdajatelj izpeljati tako, da z objavo ne povzroči neenakega položaja vlagateljev v času trgovanja z vrednostnimi papirji na dan objave obvestila (Pravila borze, 2002).

Še večja razlika med skupinama podjetij pa obstaja v borznem marketingu. Slovenska borzna podjetja se le počasi začenjajo zavedati pomena le tega. Kar pa še ne velja za podjetja s prostega trga. Informacije, ki zanimajo vlagatelje, so predvsem: finančni podatki, informacije o vodstvu podjetja in poslovni načrti. S pomočjo teh informacij si nato vlagatelji sestavijo delniško zgodbo, ki jim bo pomagala poiskati odgovor na vprašanje, ali je management podjetja, v katerega imajo namen investirati, sposoben upravljati investirani kapital tako, da ne bo le dosegel dobre poslovne rezultate, ampak ima tudi vizijo, kako ga še bolje uporabljati v prihodnje. In vse večji poudarek investorjev je prav na poslovnem načrtu. Razpet, Verčič in Vesel (2003, str. 169) še dodajo, da se dober in

slab manager ločita prav v tem, kako prepričljivo komunicirata svoje sposobnosti in uresničljivost poslovnih načrtov, saj ti podatki vplivajo na ugled podjetja v javnosti, ki ga pogosto interpretiramo kot razliko med tržno in knjigovodsko vrednostjo podjetja.

Zaključim torej lahko, da podjetja s prostega trga investitorjem posredujejo premalo informacij, da bi lahko objektivno ocenili pravo vrednost podjetja. Asimetrija informacij bo v primeru teh podjetij večja. In to je eden izmed možnih razlogov, zakaj se bolj zanašajo na notranje vire financiranja kot podjetja z borzne kotacije. Pomaga pa tudi pri razlagi, zakaj se sicer skupini podjetij, ki sta si v povprečju podobni tako v investicijski dejavnosti, kot zadolženosti, tako različni v dividendni politiki (podjetja s prostega trga morajo zadržati večji delež dobička, da lahko izvedejo približno enak obseg investicij kot podjetja z borzne kotacije) in ostalih kazalcih, ki prikazujejo tržno vrednost kapitala (zaradi nepravilne ocene investitorjev, asimetrije informacij).

3.5.2.3. Različen dostop do dolžniškega vira financiranja

Razloge, zakaj se podjetja s prostega trga bolj zanašajo na notranje vire sredstev, pa lahko najdem tudi v primeru dolžniškega vira financiranja investicijskih projektov. Ker gre v primeru teh podjetij za slabša od boljših (borznih) slovenskih podjetij, bodo podjetja s prostega trga za financiranje dobrih projektov, sicer dobila bančno posojilo, a to posojilo se bo najverjetneje razlikovalo v zaračunani obrestni meri. Podjetja bodo verjetno morala plačati višjo ceno za prejeto posojilo že zaradi višjega pribitka za kreditno tveganje.

In prav slabši dostop malih in srednjih podjetij (v nadaljevanju MSP) do bančnih virov financiranja izpostavita tudi Hutchinson in Xavier (2004, str. 1-24). Avtorja sta primerjala slovenska in belgijska podjetja v predelovalni industriji v obdobju 1994-2001. Zanimalo ju je, kako razpoložljivost notranjih virov sredstev podjetja (merjeno z denarnim tokom) vpliva na njegovo rast. Ugotovita, da je denarni tok pomembna pojasnjevalna spremenljivka rasti slovenskih podjetij in to ne samo v primeru MSP, ampak tudi v primeru velikih podjetij. Na osnovi te ugotovitve zaključita, da slovenska podjetja delujejo na nepopolnem trgu kapitala. Menita pa tudi, da je potrebno izboljšati delovanje neučinkovitega slovenskega finančnega trga ter tako omogočiti boljši dostop MSP do potrebnih finančnih sredstev. Kot možen vzvod, ki bi MSP olajšal trenutno situacijo, pa predlagata naslednje. Banke naj se preusmerijo od izdajanja kreditov na podlagi sekundarnega zavarovanja k izdajanju kreditov na podlagi napovedi prihodnjih denarnih tokov.

Sama dvomim v kolikšni meri je to tudi izvedljivo v praksi. Izpostavila bi izjavo slovenskega managerja srednje velikega podjetja. Rafael Mavri, Eta: "... ne vem, kaj je to dolg. ... Kdor gre na banko, mora imeti proizvodni program. Rad bi poznal tistega, ki si

upa za pol leta ali eno leto napovedati, koliko bo prodal. Zato ne smeš v banko po denar" (Popit, 2003, str. 18). S tem bi rada izpostavila dejstvo, da je napovedovanje prihodnjih denarnih tokov zahtevna naloga, ki se je izogibajo celo šolani managerji. Postavlja se mi vprašanje, kako se potem šele od managerjev majhnih podjetij sploh lahko pričakuje, da bodo sposobni oblikovati dovolj kakovostne napovedi, da bodo banke verjele v njihovo uresničljivost?

Ta zamisel pa se ne pojavlja niti v raziskavi Drnovšek et al. (2002, str. 8-9). V njej so med drugim avtorji skušali ugotoviti, kakšne spremembe bi si podjetniki želeli ter kaj jih pri poslovanju z bankami najbolj moti. Podjetniki se najbolj pritožujejo nad visokimi stroški posojila (zaračunano obrestno mero), prevelikimi zahtevami po sekundarnem zavarovanju s strani bank (kar je prav tako povezano z visokimi stroški), kratkim rokom dobe odplačila posojila. Izpostavili so tudi preveč birokratski proces pridobivanja posojila, ki jim je velikokrat nerazumljiv ter traja predolgo. Skratka, MSP vključena v anketo so mnenja, da so banke neprijazne do njih ter da raje poslušajo z večjimi podjetji, saj so v tem primeru stroški na enoto kredita manjši kot v primeru MSP.

V skladu s svojimi težavami pa predlagajo naslednje spremembe, ki bi pripomogle k izboljšanju poslovnega odnosa med podjetniki in bankami. Znižanje obrestnih mer ter drugih stroškov povezanih s pridobivanjem kreditov. Zmanjšanje zahteve po sekundarnem zavarovanju ter večji ponudbi dolgoročnih investicijskih posojil z možnostjo moratorija na odplačilo. Drugi sklop predlogov gre v smer izboljšanja postopkov pridobivanja posojil, in sicer zmanjšanje potrebne dokumentacije, skrajšanje postopkov ter boljše informiranje podjetnikov o samih postopkih. Zadnje je tudi tesno povezano s predlogom po vzpostavitvi bolj prijaznega odnosa bančnega osebja do podjetnikov. Bankam podjetniki svetujejo, naj svoje uslužbenke bolje usposobijo za poslovanje z njimi.

Dejstvo torej je, da imajo slovenska MSP v primerjav z velikimi, uveljavljenimi podjetji slabši dostop do bančnih posojil. Kot dodatno možnost, kako zmanjšati finančno omejenost MSP tako določena skupina slovenskih ekonomistov¹⁶ predlaga uvedbo skladov tveganega kapital (v nadaljevanju skladi). Slednji bi med drugim omogočili, da bi MSP lahko nadomestila zadolževanje pri bankah s skladi.

Če se ponovno vrnem k rezultatom raziskave Drnovšek et al. (2002, str. 16), lahko dodam njihove ugotovitve, ki se nanašajo na odnos podjetnikov do financiranja investicij s skladi. MSP so bila vprašana, če bi jih prisotnost investitorja takega sklada v podjetju motila. Le 30% vprašanih podjetnikov je odgovorilo, da jih ne bi. Vse ostale pa bi, za 24% vprašanih

¹⁶ Glej na primer Damijan et al. (2004, str. 8-9).

je taka možnost celo nesprejemljiva. Poleg tega 45% vprašanih nikoli sploh ni pomislila na to možnost. Vzroke za odklonilen odnos podjetnikov do te oblike financiranja najdejo avtorji predvsem v želji podjetnikov po ohranitvi nadzora nad podjetjem, pomanjkanju informacij ter nerazumevanju take oblike financiranja investicij. Avtorji pa tudi priznajo, da bi bilo verjetno bolj smiselno v vprašalnik vključiti le ožjo skupino, saj skladi niso primerni za vsa podjetja.

Skladi so oblika financiranja primerna le za ozko skupino MSP. Antončič et al. (2002, str. 312-315) opišejo potencialno zanimivega kandidata za sklad kot podjetje, ki ima: 1. sposobno podjetniško ekipo, 2. proizvod oziroma storitev, ki omogoča vsaj začasen monopol (težko ponovljiv proizvodni postopek, patent, blagovna znamka), 3. obstajati mora možnost absolutno velikega trga, 4. obstajati mora tudi jasna možnost izhoda za vlagatelja (prodaja strateškemu partnerjem, odkup managementa) v razmeroma kratkem času (tri do pet let). Trdijo pa tudi, da pride pri nas glede na načela tveganega kapitala za to vrsto vlaganja v poštev le zelo majhno število podjetij. Tako se ponovno znajdemo pri pomanjkanju dobrih projektov, v katerih Vahčič (2000, str. 59) vidi tudi glavni indikator problem, da je v Sloveniji veliko pomanjkanje dobrih podjetnikov. Svojo trditev podkrepi z dejstvom, da je skladu komaj uspel investirati relativno skromno vsoto denarja.

Zaključim lahko, da skladi zaenkrat ne predstavljajo resne alternative bančnemu viru financiranja. Banke ostajajo glavni vir financiranja MSP, tako zaradi klime, ki takemu načinu financiranja ni preveč naklonjena, kot tudi zaradi pomanjkanja primernih slovenskih podjetij za tako vlaganje.

3.5.2.4. Drugi možni razlogi

Za konec bi rada izpostavila še naslednjo možnost, zakaj ima denarni tok vpliv na investicije v primeru podjetij s prostega trga. Dodaten razlog, ki prav tako lahko povzroči, da se ta podjetja bolj zanašajo na notranje vire sredstev je njihov strah, da posojila ne bodo mogla vrniti. Torej, podjetje bi lahko pri banki pridobilo posojilo, a ga zaradi prihodnje negotovosti ne želi najeti in se raje zanaša na notranje vire sredstev. V skladu s to idejo je tudi naslednja izjava slovenskega managerja, zakaj je proti zadolževanju. Pavel Demšar, Domel: "Ker je zadolževanje tvegano, če bi na primer prišlo do recesije, za nas pa je pomembno dolgoročno poslovanje" (Popit, 2003, str. 18).

Če predpostavim, da teorija, ki govori o vplivu optimizma managerjev na njegovo investicijsko dejavnost, drži, določeni slovenski managerji preprosto ne morejo maksimizirati koristnosti delničarjev. Naj ponovim, samo zmerno optimističen manager lahko maksimira koristnost lastnikov. Zgoraj navedeni izjavi pa ne morem pripisati niti kančka optimizma. Da bo enkrat prišlo do recesije je dejstvo, bistveno pa je, da se podjetje

zadolži do take mere, da bo sposobno vrniti dolg tudi v tem primeru. Naj navedem vsaj dva razloga, zakaj je zaželeno, da podjetje uporabi vsaj nekaj dolga: ker so stroški zadržanih dobičkov višji od stroškov dolga (razlika je v premiji, ki jo zahtevajo lastniki, ker nosijo večje tveganje kot pa upniki podjetja) ter, ker zadolženost zvišuje donosnost lastnikov.

V skladu s tem pa je mogoče dodati tudi problem, da se podjetja premalo posvečajo strukturi svoje pasive (virom financiranja svojih sredstev), saj v teh podjetjih še vedno prevladuje mnenje, da so stroški lastniškega kapitala najnižji. Mramor in Valentinčič (B.l., str. 12) poročata, da 90% analiziranih podjetij ocenjuje, da so stroški lastniškega kapitala enaki nič. V skladu s tem tudi ocene podjetij o privlačnosti različnih virov financiranja. Za podjetja vključena v analizo so daleč najprivlačnejši vir zadržani dobički – notranji lastniški kapital, sledi dolgoročno bančno posojilo ter zunanji lastniški kapital – nova izdaja delnic. Tudi njune ugotovitve so v skladu s teorijo hierarhije financ.

4. SKLEP

V prvem delu diplomske naloge sem podala teoretično razlago, zakaj prihaja do vpliva razpoložljivih notranjih virov sredstev na investicijsko dejavnost podjetij. Zakaj za določena podjetja ne velja, da so notranji in zunanji viri financiranja popolni substituti. Glavni vzrok, zakaj je temu tako, je kršenje predpostavke o popolnem trgu kapitala. Pojavita se lahko asimetrija informacij ter agentski stroški. V obeh primerih pa bo investiranje neoptimalno z vidika cilja maksimiranja tržne vrednosti podjetja.

V drugem delu sem se lotila analize slovenskih podjetij. S pomočjo opisnih statistik sem najprej opisala ključne spremenljivke, po katerih se razlikujeta skupini finančno omejenih in neomejenih podjetij. Za finančno omejena podjetja je značilno, da so bolj zadolžena, da zadržijo večino dobička znotraj podjetja. Podjetja tudi rastejo nekoliko hitreje. Finančno neomejena podjetja pa označuje boljša plačilna sposobnost, malce višji koeficient dobičkonosnosti sredstev. Podjetja tudi ustvarijo več denarnega toka v celotnih sredstvih.

Kljub temu, da so bila podjetja razvrščena v dve skupini, ki imata najverjetneje dostop do zunanjih virov financiranja pod različnimi pogoji, pa med njimi ne prihaja do velikih razlik v obsegu investicij v OOS. Ni mi uspelo najti dokazov, ki bi potrdili hipotezo, da se s povečevanjem tržnih nepopolnosti, ki jim je podjetje izpostavljeno, zmanjšuje obseg investiranja. Razlog se mogoče skriva v dejstvu, da slovenska podjetja investirajo malo. Pri majhnih številkah pa je težko najti velike razlike. Do manjših razlik pa vseeno prihaja v primerjavi neto investiciji podjetij z borzne kotacije in prostega trga. V primeru borznih podjetij so te nekoliko višje kot pa v primeru podjetij s prostega trga. Velja pa tudi, da so zadnja izpostavljena večjim tržnim nepopolnostim kot pa podjetja z borzne kotacije. Če

torej primerjam podjetja z borzne kotacije in prostega trga kot celoto, lahko najdem posredne dokaze, da se s povečevanjem tržnih nepopolnosti zmanjšuje obseg investiranja.

V nadaljevanju sem z analizo panelnih podatkov pokazala, da se podjetja s prostega trga bolj zanašajo na notranje vire financiranja kot pa podjetja z borzne kotacije. Uspelo mi je pokazati, da se vpliv denarnega toka na investicije povečuje, ko se povečujejo tržne nepopolnosti, ki jim je podjetje izpostavljeno. Moji zaključki pa niso v celoti v skladu s pogledi nekaterih drugih raziskovalcev, ki menijo, da je denarni tok pojasnjevalna spremenljivka tako v primeru velikih kot MSP. Rezultati, ki jih dobim, nakazujejo, da denarni tok ni pojasnjevalna spremenljivka v primeru borznih podjetij. Na podlagi zadnjega lahko poenostavljeno zaključim, da v skupini finančno omejenih slovenskih podjetij vseeno obstaja skupina borznih podjetij, ki najverjetneje ni finančno omejena.

Podjetja s prostega trga pa najverjetneje so finančno omejena, saj ima v primeru teh podjetij denarni tok vpliv na njihove investicije. Možen vzrok, zakaj do tega vpliva prihaja, je lahko premija, ki jo zahtevajo investitorji zaradi premajhnega obsega informacij, ki jih imajo za odločanje o resnični vrednosti podjetja. Ta podjetja morajo plačati višjo ceno od borznih tudi v primeru dolžniškega vira financiranja, in sicer že zaradi višjega pribitka za kreditno tveganje, ki jim ga zaračunajo banke. Velja pa omeniti tudi strah managerja, da podjetje posojila ne bo moglo vrniti. Zaradi prihodnje negotovosti se zato raje zanaša na notranje vire sredstev. Dodam pa lahko tudi dejstvo, da v teh podjetjih še vedno prevladuje mnenje, da so stroški lastniškega kapitala najnižji.

LITERATURA

1. Akerlof George A.: The Market for 'Lemons': Quality and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, 84(1970), str. 488–500.
2. Almeida Heitor, Campello Murillo: Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment. Working Paper. New York, Illinois, New York University, University of Illinois, 2004, 36 str.
3. Almeida Heitor, Campello Murillo, S. Weisbach Michael: The Cash Flow Sensitivity of Cash. Working Paper. New York, Illinois, New York University, University of Illinois, 2003, 27 str.
4. Antončič Boštjan et al.: Podjetništvo. Ljubljana : GV založba, 2002. 485 str.
5. Baker Malcom: Career Concerns and Staged Investment: Evidence from the Venture Capital Industry. Working Paper. Cambridge, Harvard University, 2000, 58 str.
6. Bertrand Marianne, Mullainathan Sendhil: Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences. *Journal of Political Economy*, Chicago, 111(2003), 5, str. 1043–1075.
7. Blanchard Oliver J., Lopez-de-Silanes Florencio, Shleifer Andrei: What do Firms Do with Cash Windfalls?. NBER Working Paper Series 4258. Cambridge, 1993, 26 str.
8. Bond Stephen, Meghir Costas: Financial Constraints and Company Investment. *Fiscal Studies*, London, 15(1994), 2, str. 1-18.
9. Damijan Jože P., et al.: Janša & Co., we'll be watching you. *Finance*, Ljubljana, 12.10.2004, str. 8-9.
10. Deželan Silva: Efficiency of the Slovenian Capital Market. Ljubljana, Ekonomska fakulteta, 1999, 24 str.
11. Drnovšek Mateja et al.: Slovenian Experiences with the SME Financing. International Conference: Economic System of European Union and Adjustment of Bosnia and Herzegovina. Mostar, University of Mostar, 2002, 21 str.
12. Fazzari Steven M., Hubbard R. Glenn, Petersen Bruce C.: Financing Constraints and Corporate Investment. NBER Working Paper Series 2387. Cambridge, 1987, 45 str.
13. Fazzari Steven M., Hubbard R. Glenn, Petersen Bruce C.: Financing Constraints and Corporate Investment: Response to Kaplan and Zingales. NBER Working Paper Series 5462. Cambridge, 1996, 38 str.
14. Gervais Simon, Heaton J. B., Odean Terrance: The Positive Role of Overconfidence and Optimism in Investment Policy. Working Paper. Durham, Duke University Fuqua School of Business, 2002, 45 str.
15. Gervais Simon, Heaton J. B., Odean Terrance: Overconfidence, Investment Policy, and Executive Stock Options. Working Paper. Durham, Duke University Fuqua School of Business, 2003, 50 str.
16. Goel Anand M., Thakor Anjan V.: Do Overconfident Managers Make Better Leaders?. Working Paper. Michigan, University of Michigan, 2002, 45 str.

17. Greenwald Bruce, Stiglitz Joseph E., Weiss Andrew: Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations. NBER Working Paper Series 1335. Cambridge, 1984, 15 str.
18. Gujarati Damodaran N.: Basic econometrics. 4th ed., Boston (Mass.) : McGraw Hill, 2003. XXIX, 1002 str.
19. Hardford Jarrad: Corporate Cash Reserves and Aquisitions. Working paper. Rochester, University of Rochester, 1997, 38 str.
20. Hayashi Fumio: Tobin's marginal q and Average Q: a neoclassical Interpretation. *Econometrica*, Evanston, 50(1982), 1, str. 213-224.
21. Heaton, J. B.: Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management*, B.k., 31(2002), str. 33–45.
22. Hoshi Takeo, Kashyap Anil, Scharfestein David: The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan. NBER Working Paper Series 3435. Cambridge, 1990, 35 str.
23. Hsiao Cheng: Analysis of Panel Data. 2nd ed., Cambridge : Cambridge University Press, 2003. XIV, 366 str.
24. Hubbard R. Glenn: Capital-Market Imperfections and Investment. NBER Working Paper Series 5996. Cambridge, 1997, 63 str.
25. Hutchinson John, Xavier Ana: Comparing the Impact of Credit Constraints on the Growth of SMEs in a Transition Country with an Established Market Economy. LICOS Discussion Papers 150. Leuven, 2004, 24 str.
26. Jappelli Tullio, Pagano Marco: Information Sharing in Credit Markets: A Survey. Salerno, Center for Studies in Economics and Finance, 2000, 25 str.
27. Jensen Michael C.: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, Pittsburgh, 76(1986), str. 323–329.
28. Kaplan Steven N., Zingales Luigi: Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?. *The Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, (1997), 112, str. 169-216.
29. Lamont Owen, Polk Christopher, Saa-Requejo Jesus: Financial Constraints and Stock Returns. NBER Working Paper Series 6210. Cambridge, 1997, 52 str.
30. Lee Inmoo et al.: The Cost of Raising Capital. *The Journal of Financial Research*, Columbia, 19(1996), 1, str. 59-74.
31. Malmendier Ulrike, Tate Geoffrey: CEO Overconfidence and the Market's Reaction. Working Paper. Cambridge, Harvard University, 2002, 38 str.
32. Malmendier Ulrike, Tate Geoffrey: CEO Overconfidence and Corporate Investment. Working Paper. Cambridge, Harvard University, 2002a, 45 str.
33. Modigliani Franco, Miller Merton H.: The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, Pittsburgh, 48(1958), 3, str. 261-297.

34. Morck Randall, Shleifer Andrei, Vishny Robert: Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?. NBER Working Paper Series 3000. Cambridge, 1989, 20 str.
35. Mramor Dušan in Valentinčič Aljoša: Financial and Investment Behavior of Slovenian Firms. Ljubljana, Ekonomska fakulteta, B.I., 24 str.
36. Myers Stewart C.: Determinants of Corporate Borrowing. Journal of Financial Economics, Amsterdam, (1977), 5, str. 147–175.
37. Myers Stewart C.: The Capital Structure Puzzle. NBER Working Paper Series 1393. Cambridge, 1984, 33 str.
38. Myers Stewart C., Majluf Nicholas S.: Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. NBER Working Paper Series 1396. Cambridge, 1984, 57 str.
39. Ogrin Nina, Tajnikar Maks: Makroekonomske razmere v Sloveniji (s posebnim poudarkom na cenah in realnih plačah) z vidika dolgoročne analize. Economic and business review, Ljubljana, 4(2002), pos. št., str. 15-25.
40. Popit Bertonec Vesna: Zadolžiti se?. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2003, 6, str.18.
41. Razpet Aleš, Verčič Dejan, Vesel Tič Marjeta: Spoznajte svoje finančne javnosti. Manager, Ljubljana, 2003, 5, str. 169.
42. Servaes Henri: Do Takeover Targets Overinvest?. Review of Financial Studies, Oxford, 7(1994), 2, str. 253-277.
43. Small Ian: Inventory Investment and Cash Flow. Bank of England Working Paper. London, 2000, 33 str.
44. Stein Jeremy C.: Agency Information and Corporate Investment. NBER Working Paper Series 8342. Cambridge, 2001, 88 str.
45. Stiglitz Joseph E., Weiss Andrew: Macro-Economic Equilibrium and Credit Rationing. NBER Working Paper Series 2164. Cambridge, 1987, 32 str.
46. Štraser Vesna: Ekonometrična analiza gibanja investicij v osnovna sredstva v Sloveniji. Delovni zvezek. UMAR, Ljubljana, 9(2000), 4, str. 1-44.
47. Tobin James: A general equilibrium approach to monetary theory. Journal of Money, Credit and Banking, B.k., (1969), 1, str. 15–29.
48. Vahčič Aleš: Stanje podjetništva v Sloveniji. Economic and business review, Ljubljana, 2(2000), pos. št., str. 49-59.
49. Veselinovič Draško: Trg kapitala in slovenska inflacija. Finance, Ljubljana, 13.1.2003, str.17.
50. Wooldridge Jeffrey M.: Econometric Analysis of Cross-Section and Panel Data. Cambridge (Mass.), London : MIT Press, 2002. XXI, 752 str.

VIRI

1. Baza podatkov Gvin. [URL: <http://www.gvin.com>], 10.4.2005.
2. Domača stran LJSE. [URL: <http://www.ljse.si>], 12.4.2005.
3. Dušan Mramor: Slovar poslovnofinančnih izrazov: slovensko-angleški, angleško-slovenski. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1999. 116 str.
4. Pravila borze. Ljubljana : Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2002.
5. Slovenski računovodski standardi 2001. Ljubljana : Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2002. 319 str.
6. Zakona o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1) (Uradni list RS, št. 56/99).

SLOVAR

adverse selection - problem napačne izbire	IPO (initial public offering) - prva javna ponudba
agency costs - agentski stroški	market imperfections - tržne nepopolnosti
agency problem - problem agenta	moral hazard - moralni hazard
agency relationship - agentski odnos	net present value - neto sedanja vrednost
assets already in place - sredstva, ki so že v podjetju	omitted variable - manjkajoča spremenljivka
asymmetric information - asimetrija informacij	optimistic manager - optimističen manager
balanced panel - uravnotežen panel	outside investor - zunanji investitor
bidder - prevzemno podjetje	overconfident manager - pretirano samozavesten manager
cash-rich firm - podjetje, ki razpolaga z veliko denarnimi sredstvi	overvalued share - precenjena delnica
collateral - sekundarno zavarovanje	payout ratio - delež dobička namenjenega za izplačilo delničarjem v obliki dividend
convertible bond - zamenljiva obveznica	proxy - kazalec
correlated - povezan	random effect model - model s slučajnim učinkom
credit rationing - omejenost bančnih posojil	random variable - slučajna spremenljivka
debt finance - dolžniško financiranje	rational manager - racionalen manager
default risk - tveganje neizpolnitve obveznosti	reputation capital - kapital vezan na ugled
diversification - razpršitev naložb	required rate of return - zahtevana stopnja donosa
empire-building theory - teorija gradnje imperija	risk averse investor - tveganju nenaklonjen investitor
equity finance - lastniško financiranje	risky debt - tvegan dolg
expected rate of return - pričakovana stopnja donosa	safe debt – netvegan dolg
external finance - zunanji viri financiranja	sticky dividends - lepljive dividende
financially constraint - finančno omejeno	sub optimal investment decision - neoptimalna investicijska odločitev
financially unconstrained - finančno neomejeno	takeover target - prevzemna tarča
fixed effect model - model s stalnim učinkom	the cost of finance from new shares issue - stroški nove izdaje delnic
free cash flow - prosti denarni tok	the cost of finance from retained earnings - stroški zadržanih dobičkov
gross investment output - bruto obseg investicij	the hierarchy of finance model (pecking order) - teorija hierarhije financ
internal finance - notranji viri financiranja	the present value of future growth opportunities - sedanja vrednost prihodnjih investicijskih priložnosti
intrinsic value - notranja (temeljna) vrednost	transaction costs - transakcijski stroški
investment opportunity - investicijska priložnost	undervalued share - podcenjena delnica
investment option - investicijska opcija	unobserved effect model - učinek manjkajočih spremenljivk iz modela

Vir: Mramor (1999).

PRILOGE

Tabela 1: Opisne statistike za podjetja vključena v borzno kotacijo

Tabela 2: Opisne statistike za podjetja vključena na prosti trg

Tabela 3: Analiza odvisnosti investicij od Q ter denarnega toka

Tabela 1: Opisne statistike za podjetja vključena v borzno kotacijo

V tabeli 1 so navedene opisne statistike izračunane na podlagi računovodskih izkazov za poslovno obdobje 1997–2001, za podjetja, ki so v obravnavanem obdobju kotirala na LJSE. Status za podjetja, ki so kotirala v borzni kotaciji, je definiran vsako leto znova, kot finančno omejeno (FO), finančno neomejeno (FN), ali pa podjetje ni vključeno niti v prvo niti v drugo skupino (ND). Podjetja, ki so bila vključena na prosti trg, niso razdeljena po posameznih skupinah (FO, FN, ND), ampak so kazalci izračunani za vsa podjetja kot celoto. Za posamezno spremenljivko so izračunane aritmetične sredine (AS), prvi (D_1), peti (D_5) in deveti (D_9) decil ter navedeno število vključenih enot. Posamezen kazalec je izračunan za vsako obravnavano poslovno obdobje. Investicije v opredmetena osnovna sredstva (OOS), denarni tok in Q so opredeljeni v razdelku 3.3. **Sredstva** so seštevki stalnih in gibljivih sredstev ter aktivnih časovnih razmejitev. **Neto investicije** so investicije v OOS zmanjšane za amortizacijo. **Finančne naložbe** so seštevki kratkoročnih (KFN) in dolgoročnih finančnih naložb. **Kapital** je knjižna vrednost kapitala. **Tržna vrednost kapitala** je zmnožek števila izdanih delnic z njihovo ceno na zadnji trgovanjski dan poslovnega obdobja. **Dolg** je seštevki finančnih in poslovnih obveznosti, rezervacij ter pasivnih časovnih razmejitev. **Multiplikator obresti** je količnik med dobičkom iz poslovanja ter finančnimi odhodki. **Dividende** se nanašajo na vsoto denarja, ki ga je podjetje v posameznem poslovnem obdobju namenilo za izplačilo dividend. **Zadržan dobiček** je čisti dobiček poslovnega obdobja zmanjšan za denar, ki ga je podjetje v istem poslovnem obdobju namenilo za izplačilo dividend. **Pospešeni koeficient** je količnik med seštevkom denarnih sredstev, KFN ter kratkoročnih terjatev, ki jih zajame v števcu, ter kratkoročnimi obveznostmi podjetij v imenovalcu, pri izračunu **kratkoročnega koeficienta** pa v števec pospešenega koeficienta dodamo še zaloge. **ROA** je razmerje med čistim dobičkom ter povprečnimi sredstvi. **ROE** je razmerje med čistim dobičkom ter povprečnim kapitalom. Vse spremenljivke so popravljene z indeksom rasti cen življenjskih potrebščin. Spremenljivke stanja (sredstva, kapital in dolg) so preračunane na (bazno) leto 2001. Absolutne številke so v tisočih z izjemo bruto dividende na delnico. Računovodski izkazi uporabljeni pri analizi so nekonsolidirani in revidirani od leta 1998 naprej. Označe: *, ** in *** pomenijo, da preizkus skupin (t-preizkus razlik med aritmetičnima sredinama za skupini FO in FN podjetij) pokaže statistično značilne razlike pri 0.001 (*), 0.01 (**) in 0.05 (***) stopnji značilnosti.

Vsa podjetja iz prostega trga (Prosti trg)		Vsa podjetja v borzni kotaciji (Vsa podjetja)	Finančno omejena podjetja (FO)	Podjetja, ki ne spadajo niti v prvo niti v drugo skupino (ND)	Finančno neomejena podjetja (FN)
--	--	---	--------------------------------	---	----------------------------------

A. Investicijska politika

Q_t

0,6020	AS	0,8669	0,8181	0,9109	0,8561
0,3307	D_1	0,6281	0,5880	0,6313	0,6252
0,6100	D_5	0,8383	0,8300	0,8273	0,8620
0,8633	D_9	1,2052	1,0232	1,3984	1,0789
210	N	94	28	38	28

Denarni tok/ $sredstva_{(t-1)}$ *

0,0749	AS	0,1008	0,0595	0,1081	0,1321
0,0245	D_1	0,0422	0,0063	0,0494	0,0839
0,0817	D_5	0,1002	0,0632	0,1118	0,1241
0,1213	D_9	0,1651	0,1207	0,1661	0,1805
210	N	94	28	38	28

Prosti trg		Vsa podjetja	(FO)	(ND)	(FN)
(Denarni tok_t – investicije v OOS_t)/sredstva_(t-1) *					
-0,0219	AS	-0,0123	-0,0355	-0,0229	0,0253
-0,1051	D ₁	-0,1034	-0,1094	-0,1612	-0,0480
-0,0139	D ₅	-0,0062	-0,0243	-0,0114	0,0204
0,0434	D ₉	0,0662	0,0408	0,0701	0,1118
210	N	94	28	38	28
Investicije v OOS_t/sredstva_(t-1)					
0,0968	AS	0,1128	0,0939	0,1311	0,1068
0,0319	D ₁	0,0320	0,0174	0,0348	0,0584
0,0937	D ₅	0,1061	0,0961	0,1334	0,0954
0,1651	D ₉	0,1778	0,1470	0,2496	0,1770
210	N	94	28	38	28
Neto investicije v OOS_t/sredstva_(t-1)					
0,0419	AS	0,0648	0,0553	0,0847	0,0467
-0,0107	D ₁	0,0029	-0,0118	0,0054	-0,0043
0,0380	D ₅	0,0591	0,0583	0,0709	0,0399
0,0980	D ₉	0,1354	0,1085	0,2172	0,1139
210	N	94	28	38	28
Investicije v OOS_t/dobiček_t ***					
32,0366	AS	3,0996	5,0682	2,7653	1,5848
0,9224	D ₁	0,5652	0,7540	0,3450	0,6126
3,5019	D ₅	2,0606	2,8353	2,0606	1,4914
21,3102	D ₉	4,8474	11,1743	4,8112	2,6120
185	N	92	26	38	28
Neto investicije_t/dobiček_t ***					
17,8099	AS	1,8648	3,0322	1,8735	0,6856
-0,6146	D ₁	0,0804	0,0797	0,1025	-0,0733
1,2957	D ₅	1,1102	1,8403	1,1833	0,6522
8,5748	D ₉	3,7577	7,6557	3,9370	1,7286
185	N	92	26	38	28
Finančne naložbe_t/sredstva_t					
0,1407	AS	0,2532	0,2535	0,2467	0,2615
0,0094	D ₁	0,0744	0,1298	0,0140	0,0906
0,0999	D ₅	0,2127	0,2146	0,1915	0,2566
0,3568	D ₉	0,4986	0,5127	0,8662	0,4542
210	N	94	28	38	28

Preizkus skupin pokaže statistično značilne razlike pri 0.001 (*), 0.01 (**) in 0.05 (***) stopnji značilnosti.

Prosti trg		Vsa podjetja	(FO)	(ND)	(FN)
Investicije v OOS _t **					
396302	AS	3320306	4395375	3586575	1883873
58136	D ₁	312150	226872	276468	429902
270481	D ₅	1682277	3575807	2138728	1055503
910575	D ₉	8333085	8872242	10550552	4854790
210	N	94	28	38	28
Neto investicije v OOS _t **					
167475	AS	1727865	2586238	2093177	777571
-28669	D ₁	41416	-242135	171133	-64953
113090	D ₅	960185	2540969	1343131	426568
447954	D ₉	4773635	6027230	6153215	3191576
210	N	94	28	38	28
Denarni tok _t					
307045	AS	3001874	2933252	3561940	2310405
35977	D ₁	422998	55062	505308	563558
227805	D ₅	1585048	2147174	1260414	1642208
666285	D ₉	8566363	7751632	9833363	4988120
210	N	94	28	38	28

B. Kazalniki stanja financiranja

Dolg_t/sredstva_t *

0,2985	AS	0,3026	0,4664	0,2771	0,1733
0,1002	D ₁	0,0744	0,2887	0,1484	0,0344
0,2867	D ₅	0,3144	0,4881	0,2897	0,1407
0,5488	D ₉	0,5404	0,6312	0,3963	0,3629
210	N	94	28	38	28

Dolg_t/kapital_t *

0,5473	AS	0,5284	0,9843	0,4077	0,2363
0,1113	D ₁	0,0804	0,4059	0,1743	0,0357
0,4020	D ₅	0,4586	0,9545	0,4081	0,1637
1,2163	D ₉	1,1761	1,7122	0,6564	0,5697
210	N	94	28	38	28

Dolg_t/tržna vrednost kapitala_t *

1,7512	AS	1,0096	2,3102	0,5444	0,3402
0,2377	D ₁	0,1415	0,7560	0,2464	0,0545
0,9459	D ₅	0,5630	1,3082	0,3725	0,3259
3,3976	D ₉	1,7910	6,7359	1,0553	0,6775
210	N	94	28	38	28

Preizkus skupin pokaže statistično značilne razlike pri 0.001 (*), 0.01 (**) in 0.05 (***) stopnji značilnosti.

Prosti trg		Vsa podjetja	(FO)	(ND)	(FN)
Tržna vrednost kapitala_t/knjižna vrednost kapitala_t					
0,4375	AS	0,7380	0,6301	0,8684	0,6688
0,1811	D ₁	0,3761	0,2328	0,5082	0,4176
0,3952	D ₅	0,6840	0,6686	0,7630	0,6109
0,7495	D ₉	1,2392	1,0439	1,5218	1,0275
210	N	94	28	38	28
Multiplikator obresti **					
1,5109	AS	3,6608	0,7949	2,9774	7,0437
0,4714	D ₁	0,3520	0,1233	0,9930	1,4431
1,2326	D ₅	1,8977	0,6709	2,3073	2,3117
2,8563	D ₉	5,0744	1,6848	5,1395	36,9494
183	N	84	25	33	27
Tržna vrednost kapitala (2001) **					
1701559	AS	23844001	26441552	30726809	11905497
261502	D ₁	3137663	1230916	3979820	5209273
1139893	D ₅	11961280	19247397	12170703	7657682
3656079	D ₉	74213614	63327134	104981337	26819896
210	N	94	28	38	28
Dolg (2001) *					
1733093	AS	15105786	30185850	12263950	3882501
254867	D ₁	1787313	4969521	1855948	364095
924070	D ₅	6494543	26342631	6494543	2873070
4598974	D ₉	41855380	62519121	36472996	10593388
210	N	94	28	38	28
Kapital (2001) **					
3904540	AS	27564439	34964259	27870451	19749315
808404	D ₁	5305402	4828394	5958553	5971739
2740778	D ₅	16008224	28292428	16962415	14047183
7748202	D ₉	63781574	68674252	67433388	49503349
210	N	94	28	38	28
Dividendna politka					
Dividende_t/sredstva_(t-1) *					
0,0049	AS	0,0195	0,0046	0,0173	0,0375
0,0000	D ₁	0,0000	0,0000	0,0000	0,0214
0,0000	D ₅	0,0172	0,0000	0,0176	0,0382
0,0151	D ₉	0,0415	0,0119	0,0271	0,0516
210	N	94	28	38	28

Preizkus skupin pokaže statistično značilne razlike pri 0.001 (*), 0.01 (**) in 0.05 (***) stopnji značilnosti.

Prosti trg		Vsa podjetja	(FO)	(ND)	(FN)
Zadržan dobiček/dobiček_t					
0,8147	AS	0,6158	0,6644	0,7044	0,4471
0,4279	D ₁	0,2724	0,3089	0,5258	0,1993
1,0000	D ₅	0,6696	0,9999	0,6938	0,4828
1,0000	D ₉	0,9999	1,0000	1,0000	0,6514
210	N	94	28	38	28
Izplačana bruto dividenda na delnico_t**					
63,52	AS	371,45	177,79	328,68	623,15
0,00	D ₁	0,00	0,00	0,00	82,65
0,00	D ₅	140,49	0,00	202,95	168,81
233,03	D ₉	1047,85	553,50	880,57	1578,38
210	N	94	28	38	28
Poslovni izid_t					
78219	AS	1409432	934971	1910329	1204103
-10288	D ₁	179336	-47066	207404	264310
62727	D ₅	927985	1092566	879615	937368
272802	D ₉	3839242	3766310	5304816	2732654
210	N	94	28	38	28

Kazalniki plačilne sposobnosti

Denar_t/sredstva_(t-1)					
0,0136	AS	0,0108	0,0118	0,0097	0,0114
0,0004	D ₁	0,0008	0,0009	0,0006	0,0009
0,0063	D ₅	0,0038	0,0041	0,0038	0,0041
0,0274	D ₉	0,0305	0,0331	0,0281	0,0235
210	N	94	28	38	28
Pospešeni koeficient_t*					
1,5598	AS	2,5930	0,9101	1,5745	5,6580
0,4584	D ₁	0,5383	0,4590	0,4868	1,0444
1,1448	D ₅	1,3402	0,7922	1,3601	2,7517
2,9436	D ₉	7,5417	1,4197	2,9376	15,5650
210	N	94	28	38	28
Kratkoročni koeficient_t*					
2,2453	AS	3,1706	1,2608	1,9881	6,6852
0,7539	D ₁	0,7622	0,7413	0,5303	1,3948
1,7493	D ₅	1,6201	1,0935	1,6069	3,1911
4,1308	D ₉	7,6360	1,9637	4,1021	17,9857
210	N	94	28	38	28

Preizkus skupin pokaže statistično značilne razlike pri 0.001 (*), 0.01 (**) in 0.05 (***) stopnji značilnosti.

Prosti trg		Vsa podjetja	(FO)	(ND)	(FN)
Obratni kapital/vsa sredstva_(t-1)					
0,3718	AS	0,3486	0,4058	0,2908	0,3698
0,1133	D ₁	0,0876	0,1799	0,0467	0,1551
0,3903	D ₅	0,3661	0,4237	0,3411	0,3254
0,5392	D ₉	0,5753	0,6645	0,4953	0,5836
210	N	94	28	38	28
Velikost, rast podjetja					
Rast prihodkov iz poslovanja _[t/(t-1)]					
1,1294	AS	1,1993	1,1615	1,2723	1,1379
0,9401	D ₁	0,9944	0,9454	1,0137	1,0038
1,0991	D ₅	1,1232	1,1541	1,1449	1,0923
1,2468	D ₉	1,2639	1,5081	1,2716	1,2452
210	N	94	28	38	28
Rast poslovnih prihodkov _[t/(t-1)]					
1,1282	AS	1,1816	1,1601	1,2329	1,1334
0,9389	D ₁	0,9977	0,9482	1,0155	1,0041
1,0913	D ₅	1,1322	1,1391	1,1610	1,0922
1,2491	D ₉	1,2629	1,4924	1,3939	1,2363
210	N	94	28	38	28
Rast zalog _[t/(t-1)]					
1,4878	AS	1,0096	1,1304	0,9386	0,9851
0,7455	D ₁	0,5816	0,7930	0,0000	0,4313
1,0794	D ₅	1,0360	1,1184	1,0384	1,0037
1,4370	D ₉	1,3542	1,4402	1,3276	1,5502
210	N	94	28	38	28
Rast sredstev _[t/(t-1)]					
1,1103	AS	1,1612	1,1553	1,1770	1,1458
0,9784	D ₁	1,0666	0,9956	1,0840	1,0724
1,1051	D ₅	1,1383	1,1378	1,1450	1,1241
1,2441	D ₉	1,2982	1,3157	1,3260	1,2693
210	N	94	28	38	28
Sredstva (2001) *					
5601949	AS	42670225	65150110	40134401	23631817
1303225	D ₁	9966722	12463169	8017394	9846444
3969224	D ₅	22466931	65293281	24550708	17199440
11748919	D ₉	108615237	130495563	99578118	54149828
210	N	94	28	38	28

Preizkus skupin pokaže statistično značilne razlike pri 0.001 (*), 0.01 (**) in 0.05 (***) stopnji značilnosti.

Prosti trg		Vsa podjetja	(FO)	(ND)	(FN)
Ln sredstva_t *					
15,2014	AS	17,1644	17,6118	17,1295	16,7643
14,0803	D ₁	16,1147	16,3376	15,8970	16,0999
15,1940	D ₅	16,9275	17,9933	17,0156	16,6603
16,2791	D ₉	18,5032	18,6868	18,4163	17,8071
210	N	94	28	38	28
Neopredmetena dolgoročna sredstva_t/sredstva_t					
0,0045	AS	0,0068	0,0052	0,0073	0,0078
0,0000	D ₁	0,0002	0,0015	0,0003	0,0000
0,0020	D ₅	0,0035	0,0031	0,0039	0,0039
0,0107	D ₉	0,0181	0,0125	0,0218	0,0213
210	N	94	28	38	28
Opredmetena osnovna sredstva_t/sredstva_t **					
0,5408	AS	0,4799	0,3900	0,5227	0,5118
0,3032	D ₁	0,2158	0,2124	0,0774	0,3315
0,5513	D ₅	0,4442	0,3558	0,4425	0,4860
0,7343	D ₉	0,8695	0,5815	0,9358	0,7477
210	N	94	28	38	28

Kazalci gospodarnosti ter dobičkonosnosti poslovanja

Poslovni prihodki_t/Poslovni odhodki_t *					
1,0482	AS	1,0672	1,0411	1,0304	1,1433
0,9725	D ₁	0,9991	0,9882	0,3335	1,0461
1,0334	D ₅	1,0846	1,0235	1,1107	1,1178
1,1070	D ₉	1,2744	1,1231	1,3044	1,2947
210	N	94	28	38	28
ROA_t *					
0,0291	AS	0,0521	0,0298	0,0561	0,0672
0,0033	D ₁	0,0194	0,0027	0,0236	0,0368
0,0257	D ₅	0,0532	0,0307	0,0546	0,0616
0,0554	D ₉	0,0879	0,0539	0,0842	0,1060
185	N	92	26	38	28
ROE_t *					
0,0431	AS	0,0735	0,0530	0,0788	0,0853
0,0049	D ₁	0,0304	0,0064	0,0319	0,0429
0,0348	D ₅	0,0703	0,0609	0,0746	0,0706
0,0894	D ₉	0,1202	0,0854	0,1202	0,1582
185	N	92	26	38	28

Preizkus skupin pokaže statistično značilne razlike pri 0.001 (*), 0.01 (**) in 0.05 (***) stopnji značilnosti.

Vir: Lasten izračun na podlagi baze podatkov Gvin ter domače strani LJSE

Tabela 2: Opisne statistike za podjetja vključena na prosti trg

V tabeli 1 so navedene opisne statistike izračunane na podlagi računovodskih izkazov za poslovno obdobje 1996 – 2001, za podjetja, ki so v obravnavanem obdobju kotirala na LJSE. Status za podjetja, ki so kotirala na prostem trgu, je definiran vsako leto znova, in sicer kot finančno omejeno (FO), finančno neomejeno (FN), ali pa podjetje ni vključeno niti v prvo niti v drugo skupino (ND). Podjetja, ki so kotirala v borzni kotaciji niso razdeljena po posameznih skupinah (FO, FN, ND), ampak so kazalci izračunani za vsa podjetja kot celoto. Za posamezno spremenljivko so izračunane aritmetične sredine (AS), prvi (D_1), peti (D_5) in deveti (D_9) decil ter navedeno število vključenih enot. Posamezen kazalec je izračunan za vsako obravnavano poslovno obdobje. Investicije v opredmetena osnovna sredstva (OOS), denarni tok in Q so opredeljeni v razdelku 3.3. **Sredstva** so seštevki stalnih in gibljivih sredstev ter aktivnih časovnih razmejitev. **Neto investicije** so investicije v OOS zmanjšane za amortizacijo. **Finančne naložbe** so seštevki kratkoročnih (KFN) in dolgoročnih finančnih naložb. **Kapital** je knjižna vrednost kapitala. **Tržna vrednost kapitala** je zmnožek števila izdanih delnic z njihovo ceno na zadnji trgovanjski dan poslovnega obdobja. **Dolg** je seštevki finančnih in poslovnih obveznosti, rezervacij ter pasivnih časovnih razmejitev. **Multiplikator obresti** je količnik med dobičkom iz poslovanja ter finančnimi odhodki. **Dividende** se nanašajo na vsoto denarja, ki ga je podjetje v posameznem poslovnem obdobju namenilo za izplačilo dividend. **Zadržan dobiček** je čisti dobiček poslovnega obdobja zmanjšan za denar, ki ga je podjetje v istem poslovnem obdobju namenilo za izplačilo dividend. **Pospešeni koeficient** je količnik med seštevkom denarnih sredstev, KFN ter kratkoročnih terjatev, ki jih zajame v števcu, ter kratkoročnimi obveznostmi podjetij v imenovalcu, pri izračunu **kratkoročnega koeficienta** pa v števec pospešenega koeficienta dodamo še zaloge. **ROA** je razmerje med čistim dobičkom ter povprečnimi sredstvi. **ROE** je razmerje med čistim dobičkom ter povprečnim kapitalom. Vse spremenljivke so popravljene z indeksom rasti cen življenjskih potrebščin. Spremenljivke stanja (sredstva, kapital in dolg) so preračunane na (bazno) leto 2001. Absolutne številke so v tisočih z izjemo bruto dividende na delnico. Računovodski izkazi uporabljeni pri analizi so nekonsolidirani in revidirani od leta 1998 naprej. Označe: *, ** in *** pomenijo, da preizkus skupin (t-preizkus razlik med aritmetičnima sredinama za skupini FO in FN podjetij) pokaže statistično značilne razlike pri 0.001 (*), 0.01 (**) in 0.05 (***) stopnji značilnosti.

Borzna kotacija		Vsa podjetja iz prostega trga	Finančno omejena podjetja (FO)	Podjetja, ki ne spadajo niti v prvo niti v drugo skupino (ND)	Finančno neomejena podjetja (FN)
-----------------	--	-------------------------------	--------------------------------	---	----------------------------------

A. Investicijska politika

Q_t *

0,8669	AS	0,6020	0,7395	0,5531	0,5298
0,6281	D_1	0,3307	0,5933	0,3398	0,2628
0,8383	D_5	0,6100	0,7403	0,5275	0,5100
1,2052	D_9	0,8633	0,9179	0,8061	0,8824
94	N	210	63	84	63

Denarni tok/ $sredstva_{(t-1)}$ *

0,1008	AS	0,0749	0,0507	0,0824	0,0890
0,0422	D_1	0,0245	-0,0457	0,0335	0,0270
0,1002	D_5	0,0817	0,0653	0,0858	0,0904
0,1651	D_9	0,1213	0,1066	0,1183	0,1280
94	N	210	63	84	63

Borzna kotacija		Vsa podjetja	(FO)	(ND)	(FN)
(Denarni tok_t – investicije v OOS_t)/sredstva_(t-1) **					
-0,0123	AS	-0,0219	-0,0391	-0,0248	-0,0008
-0,1034	D ₁	-0,1051	-0,1741	-0,0762	-0,0754
-0,0062	D ₅	-0,0139	-0,0087	-0,0231	-0,0000
0,0662	D ₉	0,0434	0,0493	0,0211	0,0555
94	N	210	63	84	63
Investicije v OOS_t/sredstva_(t-1)					
0,1128	AS	0,0968	0,0899	0,1072	0,0899
0,0320	D ₁	0,0319	0,0049	0,0508	0,0418
0,1061	D ₅	0,0937	0,0700	0,1101	0,0865
0,1778	D ₉	0,1651	0,2643	0,1622	0,1515
94	N	94	28	38	28
Neto investicije v OOS_t/sredstva_(t-1)					
0,0648	AS	0,0419	0,0427	0,0450	0,0368
0,0029	D ₁	-0,0107	-0,0205	0,0076	-0,0084
0,0591	D ₅	0,0380	0,0268	0,0437	0,0379
0,1354	D ₉	0,0980	0,1724	0,0862	0,0895
94	N	210	63	84	63
Investicije v OOS_t/dobiček_t					
3,0996	AS	32,0366	8,3715	25,8237	61,2876
0,5652	D ₁	0,9224	0,0115	1,7616	0,9062
2,0606	D ₅	3,5019	3,2093	4,8280	2,5765
4,8474	D ₉	21,3102	17,8096	31,6151	11,2158
92	N	185	52	75	58
Neto investicije_t/dobiček_t					
1,8648	AS	17,8099	-1,3619	9,9567	45,1537
0,0804	D ₁	-0,6146	-1,8429	0,3975	-0,2442
1,1102	D ₅	1,2957	1,0891	2,0131	0,8770
3,7577	D ₉	8,5748	8,4715	12,1898	6,1248
92	N	185	52	75	58
Finančne naložbe_t/sredstva_t **					
0,2532	AS	0,1407	0,1327	0,1005	0,2022
0,0744	D ₁	0,0094	0,0073	0,0059	0,0348
0,2127	D ₅	0,0999	0,0979	0,0380	0,1884
0,4986	D ₉	0,3568	0,3213	0,2564	0,4092
94	N	210	63	84	63

Preizkus skupin pokaže statistično značilne razlike pri 0.001 (*), 0.01 (**) in 0.05 (***) stopnji značilnosti.

Borzna kotacija		Vsa podjetja	(FO)	(ND)	(FN)
Investicije v OOS _t					
3320306	AS	396302	315165	429004	433836
312150	D ₁	58136	7478	101697	86732
1682277	D ₅	270481	204662	345417	252747
8333085	D ₉	910575	850744	958725	758448
94	N	210	63	84	63
Neto investicije v OOS _t					
1727865	AS	167475	142723	174986	182214
41416	D ₁	-28669	-50702	10124	-35749
960185	D ₅	113090	54233	132774	134490
4773635	D ₉	447954	483184	455218	361729
94	N	210	63	84	63
Denarni tok _t **					
3001874	AS	307045	153990	342973	412196
422998	D ₁	35977	-144521	78599	63684
1585048	D ₅	227805	112804	281812	262939
8566363	D ₉	666285	663791	756499	710649
94	N	210	63	84	63

B. Kazalniki stanja financiranja

Dolg_t/sredstva_t*

0,3026	AS	0,2985	0,4952	0,2697	0,1401
0,0744	D ₁	0,1002	0,3763	0,1532	0,0421
0,3144	D ₅	0,2867	0,4500	0,2575	0,1358
0,5404	D ₉	0,5488	0,6571	0,3989	0,2366
94	N	210	63	84	63

Dolg_t/kapital_t*

0,5284	AS	0,5473	1,1270	0,3939	0,1721
0,0804	D ₁	0,1113	0,6034	0,1812	0,0440
0,4586	D ₅	0,4020	0,8182	0,3469	0,1571
1,1761	D ₉	1,2163	1,9166	0,6636	0,3104
94	N	210	63	84	63

Dolg_t/tržna vrednost kapitala_t*

1,0096	AS	1,7512	3,7560	1,2145	0,4619
0,1415	D ₁	0,2377	0,8682	0,4636	0,1432
0,5630	D ₅	0,9459	2,2191	0,9818	0,3551
1,7910	D ₉	3,3976	8,1030	2,2719	1,0250
94	N	210	63	84	63

Preizkus skupin pokaže statistično značilne razlike pri 0.001 (*), 0.01 (**) in 0.05 (***) stopnji značilnosti.

Borzna kotacija		Vsa podjetja	(FO)	(ND)	(FN)
Tržna vrednost kapitala _t /knjižna vrednost kapitala _t					
0,7380	AS	0,4375	0,4697	0,3973	0,4587
0,3761	D ₁	0,1811	0,1845	0,1666	0,1985
0,6840	D ₅	0,3952	0,4453	0,3411	0,3961
1,2392	D ₉	0,7495	0,7977	0,7058	0,8543
94	N	210	63	84	63
Multiplikator obresti *					
3,6608	AS	1,5109	1,1217	1,3442	2,0837
0,3520	D ₁	0,4714	0,3574	0,3820	0,5802
1,8977	D ₅	1,2326	1,0084	1,1005	1,6619
5,0744	D ₉	2,8563	1,9493	2,7529	3,7220
84	N	183	49	78	56
Tržna vrednost kapitala (2001)					
23844001	AS	1701559	1443986	2130414	1387326
3137663	D ₁	261502	240963	350721	227328
11961280	D ₅	1139893	705280	1537249	1209387
74213614	D ₉	3656079	3013498	5182661	3139953
94	N	210	63	84	63
Dolg (2001)					
15105786	AS	1733093	1690414	1926237	1518246
1787313	D ₁	254867	254004	269220	176006
6494543	D ₅	924070	884116	938479	1066510
41855380	D ₉	4598974	4575800	5843797	3434763
94	N	210	63	84	63
Kapital (2001)					
27564439	AS	3904540	3387493	4593533	3502931
5305402	D ₁	808404	728833	1137473	718031
16008224	D ₅	2740778	2168872	3757431	2390076
63781574	D ₉	7748202	7086489	8809430	7608193
94	N	210	63	84	63
Dividendna politka					
Dividende _t /sredstva _(t-1) *					
0,0195	AS	0,0049	0,0012	0,0021	0,0122
0,0000	D ₁	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
0,0172	D ₅	0,0000	0,0000	0,0000	0,0123
0,0415	D ₉	0,0151	0,0058	0,0099	0,0281
94	N	210	63	84	63

Preizkus skupin pokaže statistično značilne razlike pri 0.001 (*), 0.01 (**) in 0.05 (***) stopnji značilnosti.

Borzna kotacija		Vsa podjetja	(FO)	(ND)	(FN)
Zadržan dobiček_t/dobiček_t *					
0,6158	AS	0,8147	0,9366	0,9237	0,6638
0,2724	D ₁	0,4279	0,7837	0,6783	0,3508
0,6696	D ₅	1,0000	1,0000	1,0000	0,6884
0,9999	D ₉	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
94	N	210	63	84	63
Izplačana bruto dividenda na delnico_t *					
371,45	AS	63,52	15,2729	56,16	121,58
0,00	D ₁	0,00	0,00	0,00	0,00
140,49	D ₅	0,00	0,00	0,00	61,00
1047,85	D ₉	233,03	62,6323	125,82	391,66
94	N	210	63	84	63
Poslovni izid_t *					
1409432	AS	78219	-18450	88955	160574
179336	D ₁	-10288	-424514	0	156
927985	D ₅	62727	38013	62727	102819
3839242	D ₉	272802	288805	263772	292338
94	N	210	63	84	63

Kazalniki plačilne sposobnosti

Denar_t/sredstva_(t-1)					
0,0108	AS	0,0136	0,0103	0,0107	0,0209
0,0008	D ₁	0,0004	0,0001	0,0008	0,0011
0,0038	D ₅	0,0063	0,0059	0,0049	0,0122
0,0305	D ₉	0,0274	0,0222	0,0262	0,0375
94	N	210	63	84	63
Pospešeni koeficient_t *					
2,5930	AS	1,5598	0,8138	1,1360	2,8711
0,5383	D ₁	0,4584	0,3045	0,4519	0,8911
1,3402	D ₅	1,1448	0,8899	1,1187	2,0207
7,5417	D ₉	2,9436	1,2139	1,8511	6,9440
94	N	210	63	84	63
Kratkoročni koeficient_t *					
3,1706	AS	2,2453	1,1799	1,8817	3,7956
0,7622	D ₁	0,7539	0,6138	0,9100	1,4284
1,6201	D ₅	1,7493	1,2201	1,8183	3,0162
7,6360	D ₉	4,1308	1,7503	3,2677	8,1492
94	N	210	63	84	63

Preizkus skupin pokaže statistično značilne razlike pri 0.001 (*), 0.01 (**) in 0.05 (***) stopnji značilnosti.

Borzna kotacija		Vsa podjetja	(FO)	(ND)	(FN)
Obratni kapital _t /vsa sredstva _(t-1) **					
0,3486	AS	0,3718	0,4174	0,3746	0,3319
0,0876	D ₁	0,1133	0,1756	0,2251	0,0460
0,3661	D ₅	0,3903	0,4252	0,3722	0,3644
0,5753	D ₉	0,5392	0,6397	0,5150	0,5191
94	N	210	63	84	63

Velikost, rast podjetja

Rast prihodkov iz poslovanja _[t/(t-1)]

1,1993	AS	1,1294	1,2059	1,0922	1,1023
0,9944	D ₁	0,9401	0,8956	0,9445	0,9574
1,1232	D ₅	1,0991	1,1052	1,0999	1,0826
1,2639	D ₉	1,2468	1,2712	1,2300	1,2839
94	N	210	63	84	63

Rast poslovnih prihodkov _[t/(t-1)]

1,1816	AS	1,1282	1,2030	1,1028	1,0872
0,9977	D ₁	0,9389	0,9138	0,9476	0,9758
1,1322	D ₅	1,0913	1,1176	1,0892	1,0730
1,2629	D ₉	1,2491	1,3117	1,2368	1,2434
94	N	210	63	84	63

Rast zalog _[t/(t-1)]

1,0096	AS	1,4878	2,2904	1,0863	1,2206
0,5816	D ₁	0,7455	0,2281	0,8229	0,7884
1,0360	D ₅	1,0794	1,0503	1,0739	1,1033
1,3542	D ₉	1,4370	1,7208	1,3308	1,3932
94	N	210	63	84	63

Rast sredstev _[t/(t-1)]***

1,1612	AS	1,1103	1,1326	1,1061	1,0937
1,0666	D ₁	0,9784	0,9242	0,9971	1,0147
1,1383	D ₅	1,1051	1,1428	1,1045	1,0981
1,2982	D ₉	1,2441	1,3317	1,2104	1,1969
94	N	210	63	84	63

Sredstva (2001)

42670225	AS	5601949	4958956	6519771	5021178
9966722	D ₁	1303225	1296104	1671098	1090036
22466931	D ₅	3969224	3765906	4659955	3559817
108615237	D ₉	11748919	9630083	15020678	11473891
94	N	210	63	84	63

Preizkus skupin pokaže statistično značilne razlike pri 0.001 (*), 0.01 (**) in 0.05 (***) stopnji značilnosti.

Borzna kotacija		Vsa podjetja	(FO)	(ND)	(FN)
Ln sredstva_t					
17,1644	AS	15,2014	15,0868	15,3650	15,0979
16,1147	D ₁	14,0803	14,0748	14,3289	13,9005
16,9275	D ₅	15,1940	15,1414	15,3545	15,0852
18,5032	D ₉	16,2791	16,0800	16,5248	16,2549
94	N	210	63	84	63
Neopredmetena dolgoročna sredstva_t/sredstva_t					
0,0068	AS	0,0045	0,0056	0,0046	0,0033
0,0002	D ₁	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
0,0035	D ₅	0,0020	0,0016	0,0029	0,0016
0,0181	D ₉	0,0107	0,0181	0,0103	0,0082
94	N	210	63	84	63
Opredmetena osnovna sredstva_t/sredstva_t ***					
0,4799	AS	0,5408	0,4844	0,5722	0,5552
0,2158	D ₁	0,3032	0,2255	0,4208	0,3653
0,4442	D ₅	0,5513	0,4948	0,5736	0,5638
0,8695	D ₉	0,7343	0,7916	0,7084	0,7283
94	N	210	63	84	63

Kazalci gospodarnosti ter dobičkonosnosti poslovanja

Poslovni prihodki/Poslovni odhodki_t					
1,0672	AS	1,0482	1,0351	1,0453	1,0652
0,9991	D ₁	0,9725	0,8793	0,9952	0,9805
1,0846	D ₅	1,0334	1,0270	1,0312	1,0447
1,2744	D ₉	1,1070	1,0960	1,1041	1,2208
94	N	210	63	84	63
ROA_t					
0,0521	AS	0,0291	0,0245	0,0250	0,0386
0,0194	D ₁	0,0033	0,0019	0,0021	0,0085
0,0532	D ₅	0,0257	0,0201	0,0209	0,0349
0,0879	D ₉	0,0554	0,0564	0,0492	0,0807
92	N	185	52	75	58
ROE_t					
0,0735	AS	0,0431	0,0483	0,0369	0,0464
0,0304	D ₁	0,0049	0,0052	0,0029	0,0097
0,0703	D ₅	0,0348	0,0432	0,0280	0,0449
0,1202	D ₉	0,0894	0,0989	0,0741	0,0966
92	N	185	52	75	58

Preizkus skupin pokaže statistično značilne razlike pri 0.001 (*), 0.01 (**) in 0.05 (***) stopnji značilnosti.

Vir: Lasten izračun na podlagi baze podatkov Gvin ter domače strani LJSE

Tabela 3: Analiza odvisnosti investicij od Q ter denarnega toka

Ocena modela (8) na osnovi modela s stalnim učinkom ter model s slučajnim učinkom za borzna podjetja (panel A) ter podjetja s prostega trga (panel B), za obdobje 1998-2001. Vse spremenljivke so opredeljene v 3.3. Odvisna spremenljivka so investicije leta t deljena s celotnimi sredstvi na začetku leta t za i -to podjetje v obdobju t ($I_{i,t}/K_{i,t-1}$). Neodvisni spremenljivki pa Q na začetku obdobja t (Q_t) ter denarni tok obdobja t deljen s celotnimi sredstvi na začetku obdobja t ($CF_{i,t}/K_{i,t-1}$). V oklepaju so t statistike, pri čemer *,**,*** pomenijo statistično značilne razlike pri 0,01; 0,05 ter 0,10 stopnji značilnosti.

Neodvisni spremenljivki	Panel A (borzna kotacija)		Panel B (prosti trg)	
	Model s stalnim učinkom	Model s slučajnim učinkom	Model s stalnim učinkom	Model s slučajnim učinkom
$Q_{i,t}$	0.0509 (0.59)	0.0041 (0.08)	0.0035 (0.06)	-0.0648 (-1.84)***
$CF_{i,t}/K_{i,t-1}$	0.0282 (0.09)	0.1789 (0.77)	0.6425 (1.68)***	1.0240 (4.90)*
Št. podjetij	15	15	24	24
Št. opazovanj	60	60	96	96
R^2	0.5448	0.0124	0.8689	0.2121
F test	3.35*		2.15*	
Hausmanov test (χ^2)		1.66		3.64

Vir: Izračun na podlagi baze podatkov Gvin