

# KAPITALSKA STRUKTURA SLOVENSКИH PODJETIJ V OBDOBJU 2006–2017

DENIS MARINŠEK<sup>1</sup>

---

**POVZETEK:** *Finančna zadolženost slovenskih podjetij se je v obdobju 2012–2017 pomembno zniževala. S pomočjo različnih kazalnikov pokažemo, da so v Sloveniji finančno najbolj zadolžena storitvena podjetja, medtem ko se je kapitalna struktura gradbenih podjetij močno izboljšala. Ugotavljamo, da je delež prezadolženih slovenskih podjetij leta 2017 približno 21 %, kar je precej manj kot pred krizo.*

---

**Ključne besede:** *zadolženost slovenskih podjetij*

---

## 1 UVOD

V obdobju 2010–2012 se je število slovenskih podjetij s pozitivnim neto finančnim dolgom povečevalo, skupni neto finančni dolg pa je v teh letih predstavljal približno 70 % slovenskega BDP (Damijan, 2018). Visoka zadolženost v obdobju pred krizo je bila eden izmed razlogov za težave slovenskega gospodarstva (Domadenik, Ivanc in Marinšek, 2018a). Na podlagi javno dostopnih podatkov primerjamo zadolženost slovenskih podjetij v obdobju pred krizo, med njo in po njej in z različnimi kazalniki pokažemo, kaj se je dogajalo s kapitalno strukturo slovenskih podjetij ter katera skupina podjetij je bila leta 2017 najbolj zadolžena.

## 2 MOTIVACIJA

Kapitalna struktura je pomemben dejavnik pri poslovni uspešnosti podjetja (Lemmon in drugi, 2008; Lemmon in Zender, 2010). Ustrezna zadolženost prispeva k višji vrednosti podjetja, obenem pa štiti podjetje pred težavami v času neugodnih gospodarskih razmer. Namen članka je prikazati gibanje zadolženosti slovenskih podjetij v obdobju od leta 2006 do 2017. Na podlagi grafične analize različnih kazalnikov zadolženosti in sposobnosti servisiranja dolga bomo primerjali obdobje pred krizo (do leta 2009), dogajanje v obdobju finančno-gospodarske krize (2009–2012) in obdobje po krizi. Doslej objavljene študije o kapitalni strukturi slovenskih podjetij se večinoma osredotočajo na analizo predkriznega in kriznega obdobja (Guardinacich, 2016; Damijan, 2018; Domadenik, Ivanc in Marinšek, 2018b), medtem ko so analize obdobja po krizi redkeje. Ker je med gospodarsko krizo propadlo kar nekaj velikih gradbenih podjetij, bomo poleg analize podjetij, ki poslujejo v proizvodni panogi in storitvenih panogah, posebej prikazali tudi dogajanje v gradbeniški panogi.

---

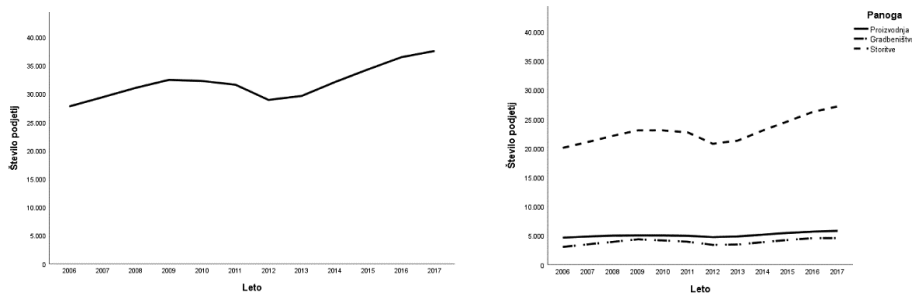
<sup>1</sup> Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta, Ljubljana, Slovenija, e-pošta: denis.marinsek@ef.uni-lj.si

### 3 METODOLOGIJA

Na podlagi javno dostopnih podatkov Agencije Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (AJPES) smo zbrali finančne podatke za vsa slovenska podjetja za leta med 2006 in 2017. Ker je prišlo leta 2006 do pomembnih sprememb v poročanih finančnih postavkah, analiza ne vključuje opazovanj pred tem letom. S tem zagotavljamo, da so vrednosti med leti popolnoma primerljive. Obdržali smo samo tista letna opazovanja, med katerimi je imelo podjetje vsaj eno zaposleno osebo. Nadalje smo odstranili podjetja, ki poslujejo v finančnem sektorju (SKD 2008: K), saj imajo takšna podjetja drugačno kapitalno strukturo (Byoun, 2008). Podjetja smo razdelili v tri panožne skupine: proizvodna panoga (SKD 2008: C), gradbeništvo (SKD 2008: F) in storitve (preostala podjetja). Tako je v analizo vključenih 61.473 različnih slovenskih podjetij, ki so poslovala v proučevanem obdobju. Opisna statistika slovenskih podjetij je prikazana na grafih 1-3.

Na sliki 1 je prikazano število opazovanj po letih. Število podjetij je v letu 2016 že preseglo predkrizno raven, najhitrejša rast pa je bila v storitvenih panogah. Ugotavljamo, da je finančna kriza v obdobju 2009-2012 najmanj vplivala na število podjetij v proizvodni panogi.

Slika 1: Število podjetij po letih

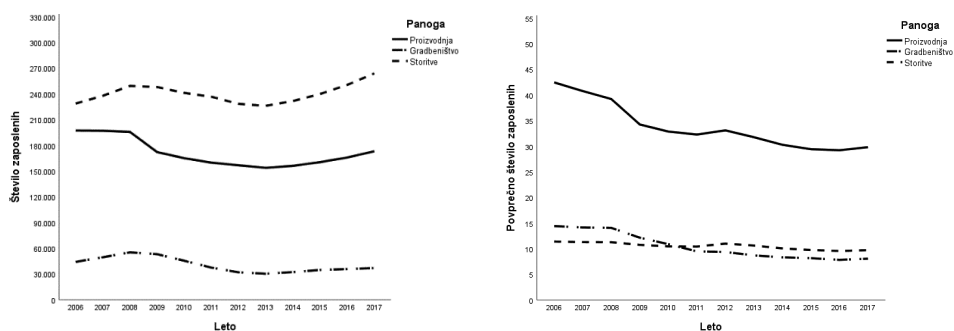


Opomba: Podjetja, ki poslujejo v finančni panogi, so izključena.

Vir: Ajpes, 2019.

Na sliki 2 je prikazano skupno in povprečno število zaposlenih po letih. Po letu 2012 se je število zaposlenih začelo povečevati, najhitrejša rast je bila v storitvenih panogah. Povprečno število zaposlenih se je celotno proučevano obdobje zmanjševalo, največji padec je bil v proizvodni panogi. V letu 2017 je bilo v proizvodnih podjetjih v povprečju 30, v gradbeništvu 8, v storitvenih panogah pa 10 zaposlenih.

Slika 2: Število zaposlenih po letih

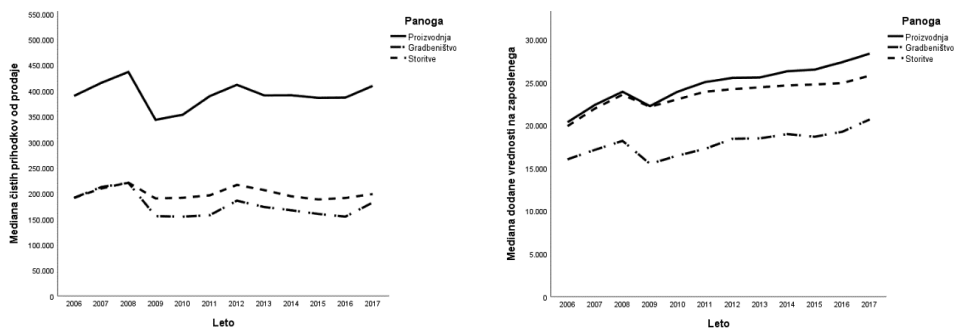


Opomba: Podjetja, ki poslujejo v finančni panogi, so izključena.

Vir: Ajpes, 2019.

Mediana čistih prihodkov od prodaje je bila v storitvenih panogah in gradbeništvu leta 2017 približno 200.000 EUR, v proizvodni panogi pa dvakrat višja (glej sliko 3). Dodana vrednost na zaposlenega, ki je pomemben pokazatelj produktivnosti podjetja (Domadenik, Ivanc in Marinšek, 2018b), je bila najnižja v gradbeniški panogi, medtem ko je bila do leta 2009 v proizvodni in storitvenih panogah skoraj identična, po tem letu pa je dodana vrednost na zaposlenega v proizvodni panogi prehitela storitvene panoge. Leta 2017 je bila mediana dodane vrednosti na zaposlenega proizvodnega podjetja 28.300 EUR (povprečje 34.400 EUR).

Slika 3: Čisti prihodki od prodaje (levo) in dodana vrednost na zaposlenega (desno)



Opomba: Podjetja, ki poslujejo v finančni panogi, so izključena.

Vir: Ajpes, 2019.

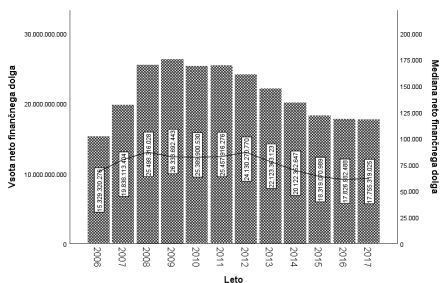
#### 4 KAPITALSKA STRUKTURA SLOVENSКИH PODJETIJ

Kapitalska struktura je pomemben dejavnik uspešnosti poslovanja podjetij (Graham in Leary, 2011). Pri analizi kapitalske strukture slovenskih podjetij bomo uporabili tri kazalce, ki zajamejo različne vidike zadolženosti. Prvi kazalec je neto finančni dolg in je definiran kot dolgoročni in kratkoročni finančni dolg, zmanjšan za denarna sredstva; drugi kazalec je razmerje med neto finančnim dolgom in EBITDA; tretji kazalec je razmerje med celotnimi obveznostmi in lastniškim kapitalom. Analiza je narejena za vsa podjetja skupaj in še ločeno za tri skupine podjetij.

Na sliki 4 je prikazana zadolženost podjetij, ki so imela v obdobju 2006–2017 pozitiven neto finančni dolg.

Slika 4: *Neto finančna zadolženost slovenskih podjetij*

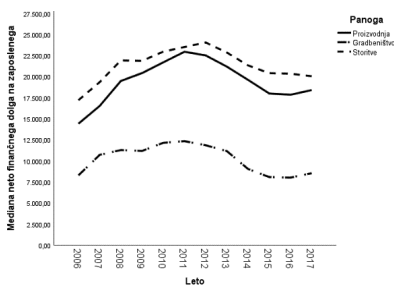
Slika 4a



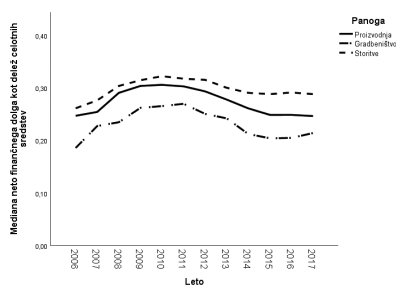
Slika 4b



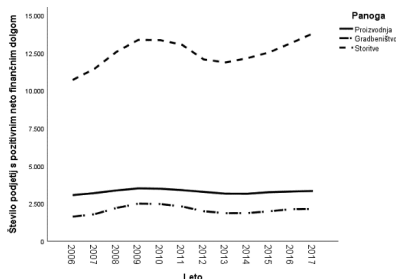
Slika 4c



Slika 4d



Slika 4e



Slika 4f



Opomba: Upoštevana so samo podjetja s pozitivnim neto finančnim dolgom. Podjetja, ki poslujejo v finančni panogi, so izključena.

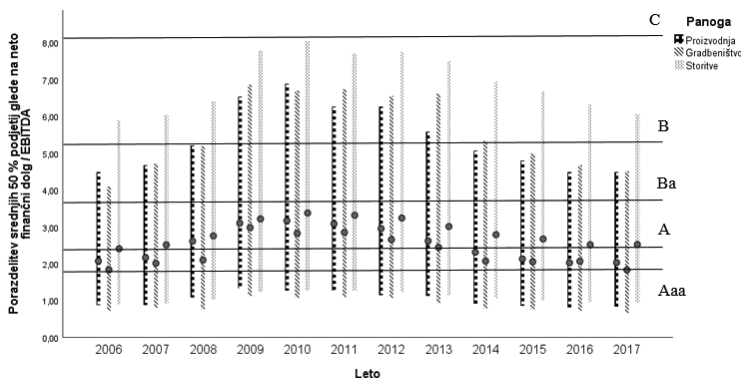
Vir: Ajpes, 2019.

Vsota neto finančnega dolga slovenskih podjetij (slika 4a) je bila najvišja leta 2009, ko je dolg znašal 26,3 milijarde EUR (73 % BDP), nato pa se je vse do leta 2017 zmanjševal, ko je znašal 17,7 milijarde EUR (41 % BDP). Od leta 2012 do leta 2017 se je mediana neto finančnega dolga na podjetje znižala za 10 %. Mediana neto finančnega dolga je bila najvišja za proizvodna podjetja in najnižja v gradbeniški panogi (slika 4b), vendar zaradi različnih velikosti in različne kapitalске intenzivnosti podjetij takšna primerjava ni najbolj ustrezna. Na slikah 4c in 4d je zato prikazana mediana neto finančnega dolga na zaposlenega in kot delež celotnih sredstev. Na podlagi omenjenih kazalcev so bila v obdobju 2006–2017 finančno najbolj zadolžena storitvena podjetja, najmanj pa podjetja v gradbeni panogi. Na sliki 4e je prikazano še število podjetij s pozitivnim neto finančnim dolgom, na sliki 4f pa njihov delež. Delež podjetij, ki uporabljajo finančni dolg, se je v obdobju po krizi vztrajno zmanjševal. Rahel porast je možno zaznati šele leta 2017 pri storitvenih podjetjih.

Na podlagi analize neto finančnega dolga lahko zaključimo, da se slovenska podjetja pri uporabi finančnega dolga obnašajo bolj konservativno kot v obdobju pred krizo. Glede na delež neto finančnega dolga kot vira financiranja ostajajo storitvena podjetja najbolj zadolžena, najpogosteje pa so dolžniško financiranje uporabljala proizvodna podjetja, saj zaradi visokega deleža prijemljivih sredstev najlažje dobijo bančni kredit.

Na sliki 5 je prikazana porazdelitev razmerja med neto finančnim dolgom in EBITDA. Ta kazalec odraža sposobnost servisiranja finančnih obveznosti. Analiza je narejena ločeno za tri skupine podjetij, višina stolpca pa kaže razliko med prvim in tretjim kvartilom, krog pa mediano. Vodoravne črte predstavljajo okvirne meje, ki jih pri tem kazalcu uporablja bonitetna hiša Moody za dodeljevanje kreditnih ocen.

Slika 5: Razmerje med neto finančnim dolgom in EBITDA



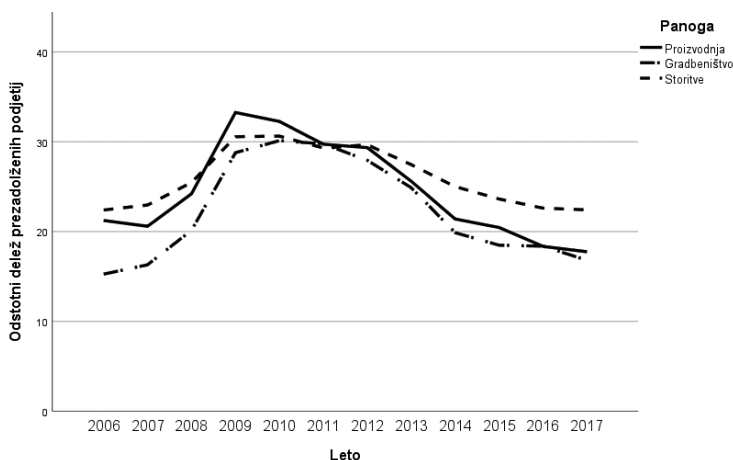
Opomba: Spodnji del stolpca predstavlja prvi kvartil, krog mediano, zgornji del stolpca pa tretji kvartil. Meje za kreditne ocene podjetij (Aaa-C) so povzete po bonitetni hiši Moody. Upoštevana so samo podjetja s pozitivnim razmerjem med neto finančnim dolgom in EBITDA. Podjetja, ki poslujejo v finančni panogi, so izključena.

Vir: Ajpes, 2019.

V obdobju po krizi se je vrednost mediane kazalca vztrajno zniževala – vrednosti so leta 2017 pomembno nižje, kot so bile leta 2010. Tudi ta kazalec razkrije, da so glede na sposobnost odplačevanja finančnega dolga najbolj zadolžena storitvena podjetja. Če upoštevamo Moodyjevo bonitetno oceno Ba, ki predstavlja že pomembno kreditno tveganje, je takšnih podjetij v storitveni panogi pomembno več kot znotraj proizvodne in gradbeniške panoge.

UMAR definira prezadolženo podjetje kot tisto, ki ima finančni dolg petkrat višji od EBITDA oziroma pozitiven finančni dolg ob negativnem EBITDA (Ekonomski izzivi, 2014). Na sliki 6 zato prikažemo delež takšnih podjetij.

Slika 6: Prezadolžena slovenska podjetja



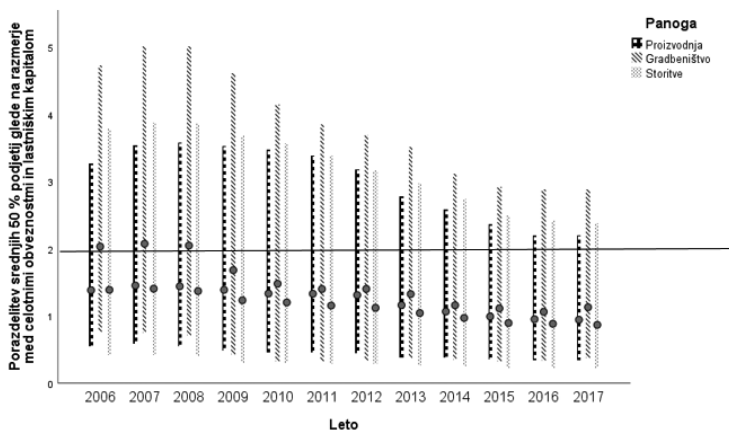
Opomba: Podjetje je prezadolženo, če izpolni enega izmed dveh pogojev: neto finančni dolg/EBITDA > 5 ali neto finančni dolg > 0 in EBITDA < 0. Podjetja, ki poslujejo v finančni panogi, so izključena.

Vir: Ajpes, 2019.

Na podlagi slike 6 lahko zaključimo, da se je delež prezadolženih podjetij od leta 2009 vztrajno zmanjševal, čeprav je leta 2017 še vedno posloval pomemben delež podjetij, ki bi morala znižati svojo finančno zadolženost.

Slika 7 predstavlja razmerje med celotnimi obveznostmi podjetja (finančnimi in poslovnimi) ter lastniškim kapitalom podjetja. Analiza je narejena za vsako skupino posebej, višina stolpca pa predstavlja razliko med prvim in tretjim kvartilom, krog pa mediano. Vodoravna črta je okvirna meja (tj. 2), ki predstavlja že relativno visoke vrednosti omenjenega kazalca.

Slika 7: Razmerje med celotnimi obveznostmi podjetja in lastniškim kapitalom



Opomba: Podjetja, ki poslujejo v finančni panogi, so izključena.

Vir: Ajpes, 2019.

Iz slike 7 je razvidno, da so imela gradbena podjetja v obdobju pred krizo precej višje vrednosti omenjenega kazalca kot ostala podjetja – več kot 50 % gradbenih podjetij je imelo v letih od 2006 do 2008 omenjeno razmerje nad 2. Tudi v letu 2017 so imela gradbena podjetja še vedno najvišje vrednosti kazalca, vendar pomembno nižje kot v času pred krizo. V letu 2017 je bilo za slovenska podjetja razmerje ugodnejše kot v obdobju pred krizo.

## 5 ZAKLJUČKI

V članku smo analizirali kapitalsko strukturo slovenskih podjetij v obdobju 2006–2017. V obdobju po krizi se je število slovenskih podjetij povečevalo in doseglo višjo raven kot leta 2009. Največja rast je bila znotraj storitvenih podjetij, ki so edina skupina, kjer je skupno število zaposlenih leta 2017 že preseгло predkrizno raven. Povprečno število zaposlenih je najbolj upadlo znotraj proizvodne panoge, ki je imela leta 2017 najvišje čiste prihodke od prodaje in najvišjo dodano vrednost na zaposlenega.

Neto finančni dolg slovenskih podjetij se je v obdobju 2012–2017 pomembno zniževal (vrednost mediane zadolženosti posameznega podjetja se je znižala za 10 %). Pri analizi mediane neto finančnega dolga na zaposlenega ali kot delež celotnih sredstev ugotovljamo, da so v Sloveniji najbolj zadolžena storitvena podjetja. Delež podjetij s pozitivnim neto finančnim dolgom je najvišji med proizvodnimi podjetji, vendar pa se celoten delež podjetij s pozitivnim dolgom znižuje.



Na podlagi razmerja med neto finančnim dolgom in EBITDA ugotavljamo, da se je v obdobju po krizi razmerje izboljševalo, vendar pa so tudi glede na ta kazalec najbolj ogrožena storitvena podjetja. Ugotavljamo, da se je delež prezadolženih podjetij v obdobju po krizi vztrajno zniževal, leta 2017 pa je v Sloveniji poslovalo 21 % prezadolženih podjetij (leta 2009 je bilo takšnih 31 %). Razmerje med celotnimi obveznostmi in lastniškim kapitalom razkriva, da so imela v obdobju pred krizo gradbena podjetja najbolj neustrezno razmerje, leta 2017 pa je to razmerje pri več kot polovici slovenskih podjetij blizu vrednosti 1.

## 6 VIRI

Byoun, S. (2008). How and When do Firms Adjust their Capital Structures towards Targets? *The Journal of Finance*, 63(6), 3069-3096.

Damijan, P. J. (2018). Corporate financial soundness and its impact on firm performance: implications for corporate debt restructuring in Slovenia, *Post-Communist Economies*, 30(2), 156-192.

Domadenik, P., Ivanc. B. in Marinšek, D. (2018a). Productivity of Slovenian firms. *Publication office of the European Union*.

Domadenik, P., Ivanc. B. in Marinšek, D. (2018b). Produktivnost slovenskih družb. *Bančni vestnik: revija za denarništvu in bančništvo*. 67(1/2; 3), 47-50 in 22-27.

Guardiancich, I. (2016). Slovenia: The End of a Success Story? When a Partial Reform Equilibrium Turns Bad. *Europe-Asia Studies*, 68(2), 205-231.

Graham, J. R. in Leary, M. T. (2011). A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future. *Annual Review of Financial Economics*, 3, 309-345.

Lemmon, M. L., Roberts, M. R., in Zender, J. F. (2008). Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure. *The Journal of Finance*, 63(4), 1575-1608.

Lemmon, M. L. in Zender, J. F. (2010). Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5), 1161-1187.

Ekonomski izzivi (2014). *Zadolženost in razdolževanje slovenskih podjetij*. UMAR.