

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
OBDAVČITEV KAPITALSKIH DOBIČKOV IN
AGENTSKI STROŠKI

Ljubljana, september 2006

NEŽA GOLOB

IZJAVA

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

V Ljubljani, dne _____ Podpis: _____

KAZALO

1	UVOD	1
2	TEORIJA AGENTOV	1
2.1	AGENTSKI STROŠKI	1
2.1.1	<i>Merjenje agentskih stroškov</i>	2
2.1.2	<i>Presežni denar kot približek agentskih stroškov</i>	3
2.2	MINIMIZIRANJE AGENTSKIH STROŠKOV.....	4
2.2.1	<i>Financiranje z dolgom</i>	4
2.2.2	<i>Izplačilo dividend, odkup lastnih delnic</i>	5
2.2.3	<i>Koncentracija lastništva</i>	6
2.2.4	<i>Vloga uprave podjetja</i>	6
2.2.5	<i>Managerske nagrajevalne sheme</i>	7
2.2.6	<i>Managersko lastništvo</i>	7
3	VPLIV MANAGERSKEGA LASTNIŠTVA NA USPEŠNOST PODJETIJ	7
3.1	USPEŠNOST PODJETJA	8
3.2	LASTNIŠKA STRUKTURA	9
3.3	DETERMINANTE MANAGERSKEGA LASTNIŠTVO	9
4	MANAGERSKO LASTNIŠTVO V SLOVENIJI	10
4.1	RAVEN MANAGERSKEGA LASTNIŠTVA	10
4.2	VPLIV MANAGERSKEGA LASTNIŠTVA NA USPEŠNOST PODJETIJ V SLOVENIJI.....	11
4.2.1	<i>Managerski odkup podjetja</i>	12
4.2.2	<i>Opcijsko nagrajevanje</i>	13
4.3	ZAKONODAJNI OKVIR MANAGERSKEGA LASTNIŠTVA	14
5	OBDAVČITEV KAPITALSKEGA DOBIČKA	15
5.1	POJEM KAPITALSKEGA DOBIČKA IN OBDAVČITEV LE-TEGA.....	15
5.1.1	<i>Ekonomski učinki obdavčitve kapitalnega dobička</i>	15
5.2	ZAKONODAJNI OKVIR DAVKA IZ KAPITALSKEGA DOBIČKA	16
5.2.1	<i>Splošni okvir davka iz kapitalnega dobička v EU</i>	17
5.3	NOVI ZAKON O DOHODNINI	20
5.3.1	<i>Vrste kapitala</i>	20
5.3.2	<i>Davčna osnova</i>	21
5.3.3	<i>Pridobitev kapitala</i>	21
5.3.4	<i>Odsvojitve kapitala</i>	21
5.3.5	<i>Odlog ugotavljanja davčne obveznosti</i>	22
5.3.6	<i>Obdavčitev po načelu svetovnega dohodka</i>	22
5.4	KRITIČNE OCENE NOVEGA ZAKONA O DOHODNINI	22
5.5	NAČINI IZOGNITVE PLAČILA DAVKA IZ KAPITALSKEGA DOBIČKA.....	23
5.6	TRŽNE POSLEDICE OBDAVČITVE DOBIČKOV IZ KAPITALA	24
5.6.1	<i>Ravnanje nekaterih managerjev oz. pretežnih lastnikov</i>	25
5.7	SPREMEMBE NOVEGA ZAKONA O DOHODNINI	25
6	EKONOMETRIČNA ANALIZA VPLIVA OBDAVČITVE KAPITALSKIH DOBIČKOV NA AGENTSKE STROŠKE	26
6.1	HIPOTEZA	26
6.2	PODATKI	26
6.2.1	<i>Izbira vzorca podjetij</i>	26
6.2.2	<i>Spremenljivke</i>	27
6.3	METODOLOGIJA	30

6.4	REZULTATI.....	32
6.4.1	<i>Opisna statistika</i>	32
6.4.2	<i>Korelacijski koeficienti</i>	33
6.4.3	<i>Linearni regresijski model 1</i>	34
6.4.4	<i>Linearni regresijski model 2</i>	35
6.4.5	<i>Linearni regresijski model 3</i>	36
6.4.6	<i>Linearni regresijski model 4</i>	37
7	SKLEP	38
	LITERATURA	40
	VIRI	45
	PRILOGE	1

1 UVOD

Slovenija ima izmed držav članic EU eno najvišjih obdavčitev dela. Ker takšna obdavčitev močno bremeni prebivalstvo in podjetja, se je slovenska vlada v letu 2004 odločila znižati obdavčitev dela, izgubo davčnega priliva pa nadomestiti z višjo obdavčitvijo kapitala. V okviru spremembe zakona o dohodnini je vlada tako korenito posegla tudi na področje obdavčitve kapitalskih dobičkov in premoženja. Pri tem so postali bolj obdavčeni managerji, ki so bili hkrati tudi lastniki podjetja.

Tako strukturirana obdavčitev pa v ekonomski teoriji nima ustrezne podpore. Različni avtorji so namreč že večkrat potrdili hipotezo, da managersko lastništvo služi kot blažilec agentskih stroškov, t.j. konflikta interesov med lastniki in managerji. V primeru, da se obdavčitev kapitalskih dobičkov poveča, managerji ne bodo več želeli ostati lastniki podjetja, ampak bodo pričeli izrabljati svoj položaj v podjetju v zasebno korist. Ker je sprememba zakonodaje povzročila pravi beg kapitala v tujino, je nova vlada sicer kasneje spremenila način obdavčitve, vendar bodo učinki teh sprememb znani šele v prihodnjih letih.

Predmet diplomskega dela je analiza vpliva sprememb obdavčitve kapitalskih dobičkov na agentske stroške. Preverjala sem hipotezo, da je sprememba obdavčitve kapitalskih dobičkov negativno vplivala na agentske stroške. Postopek, ki sem ga uporabila pri izdelavi diplomskega dela temelji na podlagi preučitve tuje in domače literature, metodologija analize pa je potekala od teoretičnih predpostavk preko ekonometrične analize do dejanskega vpliva sprememb obdavčitve na agentske stroške v Sloveniji.

Diplomsko delo je razdeljeno na več sklopov. Na začetku so definirani agentski stroški ter opisani mehanizmi, ki jih ima podjetje na voljo pri zmanjševanju le-teh (2. poglavje). Da bi se zavedali pomembnosti managerskega lastništva, je v tretjem poglavju opisan vpliv managerskega lastništva na uspešnost podjetij. Raven in status managerskega lastništva v Sloveniji je predmet naslednjega poglavja. Sledi poglavje, ki je namenjeno predstavitvi davka na kapitalski dobiček, spremembam slovenskega zakona o dohodnini ter posledicam obdavčitve kapitalskih dobičkov. Šesto poglavje pa opisuje ekonometrično analizo vpliva sprememb obdavčitve kapitalskih dobičkov na agentske stroške.

2 TEORIJA AGENTOV

2.1 AGENTSKI STROŠKI

Cilj podjetja in njegovih lastnikov je maksimiziranje profita. Kadar lastniki ne morejo oz. ne želijo sodelovati pri upravljanju podjetja, za vodenje podjetja pooblastijo izkušene managerje. Zaradi svoje odsotnosti lastniki težko ocenijo, ali managerji resnično sledijo cilju maksimizacije profita ali pa sledijo drugim, osebnim ciljem. Popolno usklajenost interesov namreč lahko zasledimo le v podjetju, kjer je lastnik tudi manager podjetja. Omenjeni

problem sta Jensen in Meckling (1976, str. 355) poimenovala problem principala in agenta. V tem kontekstu je manager agent lastnikov (principalov), ki v njihovem imenu izvršuje naloge.

Principal sicer lahko nadzira agentova dejanja, vendar nadzor vključuje določene stroške. Jensen in Meckling (1976, str. 310) sta omenjene stroške poimenovala agentski stroški. Agentski stroški vključujejo stroške nadzora s strani principala, stroške grajenja zaupanja s strani agenta in rezidualne izgube, ki nastanejo zaradi neoptimalnega obnašanja agenta. Kadar manager ni stoddstotni lastnik podjetja, del agentskih stroškov krije lastnik, zato jih manager, povsem racionalno, maksimira. V podjetju se stroški agentov izražajo v obliki povečane porabe managerskih službenih ugodnosti ter naložbeni politiki, ki zmanjšuje vrednost podjetja (nepotrebni izdatki, grajenje imperija, vztrajanje na nedonosnih investicijah, izogibanje tveganjem).

2.1.1 Merjenje agentskih stroškov

Agentski stroški so dejansko enaki vrednosti podjetja, ki je v stoddstotni lasti managerja, minus vrednost podjetja, ki ni v celotni managerjevi lasti.¹ Ker ni mogoče pridobiti podatkov o vrednosti podjetja, ki je v celotni lasti managerja in hkrati kotira na borzi, je potrebno uporabiti približke za agentske stroške.

Jensen (1986, str. 324) kot približek agentskih stroškov uporabi prosti denarni tok. To je tisti denar, ki ostane potem, ko je podjetje investiralo v vse projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo (v nadaljevanju NSV). Managerji naj prostega denarja ne bi smeli investirati v projekte z negativno NSV, ampak bi ga morali vrniti lastnikom. Kot primer Jensen navaja naftno industrijo v 1980-ih letih. Zaradi povišanih cen nafte so naftna podjetja pridobila velike količine denarja, ki pa ga niso namenila delničarjem. Namesto tega so investirala v nepotrebne in neuspešne raziskave in razvoj ter s prevzemi podjetij izven glavne dejavnosti širila imperij. Posledica neustreznih aktivnosti sta bili reorganizacija in prestrukturiranje naftne industrije v sledečih letih. Jensenova raziskava je bila dovolj dober dokaz, da je delež presežnega denarja v celotnih sredstvih ustrezen približek agentskih stroškov. Z večanjem presežnega denarja naj bi se povečevali tudi agentski stroški.

Prowse (1990, str. 51) in kasnejši avtorji² so ubrali podobno pot kot Jensen, vendar kot približek agentskih stroškov uporabili kazalnik likvidnosti sredstev. Kazalnik je opredeljen kot količnik med vsoto denarja in vrednostnih papirjev, namenjenih trgovanju, in zneskom sredstev, zmanjšanih za denar in vrednostne papirje, namenjene trgovanju. Likvidna sredstva so denominirana s sredstvi, saj naj bi bilo ustvarjanje denarja funkcija sredstev, ki jih ima podjetje v lasti. Opler et al. so leta 1998 (str. 5) v svoji raziskavi naredili še korak dlje in uporabili za približek presežni denar, opredeljen kot razlika med optimalno in dejansko višino denarja. Metoda ocenjevanja optimalne količine denarja je danes dobro opisana v literaturi Dittmar et al. (2003, str. 124) in Harford et al. (2004, str. 15).

¹ Ob predpostavki, da sta podjetji identični v vseh pogledih, razen v lastništvu.

² Opler et al., 1998, str. 6-20; Kayakacoian, 2000, str. 120-125; Kusnadi, 2003, str. 25-27.

Četrty najpogosteje uporabljeni približek za agentske stroške je kazalnik, opredeljen kot količnik med prihodki od prodaje in sredstvi. V primeru, da je kazalnik nizek, podjetje ne uporablja svojih sredstev maksimalno in se srečuje s pozitivnimi agentskimi stroški. Ustreznost kazalnika kot približek za agentske stroške so pri svojih raziskavah dokazali Ang et al. (2000, str. 102) ter Warbo (2001, str. 49). Eden izmed problemov, ki se pojavi pri interpretaciji kazalnika, je ta, da je kazalnik, ob upoštevanja starejših sredstev, ki imajo nižjo knjigovodsko vrednost kot nova sredstva, izkazan večji, kot je v resnici (Ross et al., 1996, str. 317). Pomembnejša težava je tudi ta, da višina kazalnika variira glede na dejavnost podjetja. Na primer, trgovinska podjetja imajo zaradi narave dejavnosti višji kazalnik kot proizvodjalna podjetja, ki potrebujejo za delovanje veliko fiksnih sredstev (Warbo, 2001, str. 29).

2.1.2 Presežni denar kot približek agentskih stroškov

Glede na široko uporabo kazalnika likvidnosti v literaturi agentskih stroškov, in kasneje tudi v moji raziskavi, so v nadaljevanju prikazani trije vidiki, s katerimi je možno pojasniti velike količine presežnega denarja v bilanci stanja podjetja.

Trade-off teorija in transakcijski stroški

Trade-off teorija predpostavlja, da podjetje stremi k optimalni količini denarja tako, da neprestano primerja mejne stroške z mejnimi koristmi držanja denarja (Opler et al., 1998, str. 15). Keynes (1936, str. 198) poudarja transakcijske stroške držanja denarja, ki nastanejo ob spreminjanju denarnih substitutov v denar. V primeru, da podjetju primanjkuje denarja, mora le-tega pridobiti tako, da zbere finančna sredstva na kapitalskem trgu, likvidira obstoječa sredstva, zmanjša dividende ali investicije, reprogramira obstoječe posojilne pogodbe, ali pa izbere kombinacijo omenjenih aktivnosti. Tobin (1956, str. 245) in Miller in Orr (1966, str. 429) so dokazali, da je zbiranja finančnih sredstev povezano s stroški, zato podjetje uporablja likvidna sredstva kot blažilec v času pomanjkanja. Seveda pa je tudi samo držanje likvidnih sredstev povezano z oportunitetnimi stroški, ki jih je Harford (1998, str. 17) imenoval likvidnostna premija. Podjetje bi namreč lahko likvidna sredstva vložilo v projekt, ki bi prinesel kapitalske dohodke.

V okviru trade-off teorije so Opler et al. (1998, str. 44) dokazali, da je višina denarja pozitivno povezana z majhnostjo podjetja, investicijskimi priložnostmi, visoko zadolženostjo in negotovostjo prihodkov. Schleifer in Vishny (1993, str. 1361) pa sta dokazala, da podjetja z likvidnostnimi težavami, katerih sredstva se lahko hitro prodajo, zberejo finančna sredstva z nižjimi stroški. Podjetja s podjetniško specifičnimi sredstvi naj bi tako držala več denarja.

Asimetrija informacij, agentski stroški zadolžitve

Ker zunanji investitorji nikoli nimajo na razpolago toliko informacij o delovanju podjetja kot managerji, se pojavi asimetričnost informacij. Kadar podjetje potrebuje zunanje vire sredstev, se zunanji investitorji poskušajo pred slabo naložbo zaščititi tako, da diskontirajo vrednost kupljenih dolžniških vrednostnih papirjev oziroma povišajo zahtevani donos vložka

(posojilodajalci zahtevajo višje obresti). Omenjeni ukrepi privedejo do stroškov asimetrije informacij. V skladu s "pecking order" teorijo financiranja (Myers in Majluf, 1984, str. 196) podjetje lahko minimizira stroške tako, da najprej financira svoje aktivnosti z internimi in šele nato z zunanjimi viri (dolg, lastniški kapital). Da bi podjetja lahko financirala bodoče investicije, morajo tako kopičiti denar, kadar je to le možno.

Kadar interesi lastnikov niso usklajeni z interesi upnikov, nastanejo agentski stroški dolga. Myers (1977, str. 146) navaja, da zaradi neskladij interesov zadolžena podjetja mnogokrat investirajo manj, kot bi bilo primerno. Visoko zadolžena podjetja se namreč težko pogajajo z obstoječimi upniki o reprogramiranju obveznosti in težko privabijo nove investitorje. V primeru, da bi podjetje investiralo v projekt, ki bi ga financiralo z zunanjimi viri, bi morala družba ves dohodek od investicije nameniti upnikom namesto lastnikom. Zato se delničarji kljub pozitivni NSV projekta ne odločajo za investiranje.

Teorija agentov

Jensen (1986, str. 325) trdi, da managerji kopičijo denar, saj je to edina postavka, ki jo lahko prosto nadzirajo in z njo upravljajo. Schleifer in Vishny (1997, str. 780) sta podprla njegovo teorijo in dokazala, da managerji pogosto investirajo v projekte, ki služijo osebnim ciljem in tako škodujejo lastnikom podjetja. Myers (1977, str. 158) dopolnjuje raziskave in meni, da podjetja mnogokrat investirajo več, kot bi bilo potrebno. Managerji namreč denarja ne želijo izplačati delničarjem. Ker pa ga je v vsakem primeru potrebno investirati, ga vložijo v projekte z negativnim donosom, saj profitabilni projekti niso na voljo.

Dodaten razlog za visoke količine denarja je managerjeva nenaklonjenost tveganju. Takšno tveganje predstavlja predvsem možnost prevzema podjetja, ki bi najverjetneje povzročil odstranitev managerja s položaja. Managerji se pred tem poskušajo zavarovati s kopičenjem denarja, ki ga ob potencialnem prevzemu porabijo za nakup lastnih delnic, s čimer otežijo poskus prevzema podjetja.

2.2 MINIMIZIRANJE AGENTSKIH STROŠKOV

Podjetje ima na voljo več mehanizmov, s katerimi lahko zmanjša agentske stroške, povezane s presežnimi količinami denarja in asimetričnimi informacijami. V nadaljevanju so analizirani nekateri izmed pristopov, ki jih lahko uporabljajo podjetja.

2.2.1 Financiranje z dolgom

Prednosti zadolžitve sta prva zapisala Modigliani in Miller (1963, str. 435), ko sta v svojem delu kot glavno karakteristiko dolga omenila davčni ščit. Prednosti davčnega ščita izhajajo iz dejstva, da so obresti od dolžniškega financiranja odbitna postavka pri ugotavljanju davčne osnove za plačilo davka na dobiček. Večji delež dolga na račun lastniškega kapitala, ob vsem ostalem nespremenjenem, zmanjšuje davek na dobiček in povečuje dobiček podjetja po

plačilu davkov. Več dolžniškega kapitala torej povečuje vrednost podjetja. Najprimernejša struktura kapitala je po avtorjevem mnenju 100-odstotni delež dolžniškega kapitala. Ta rešitev optimalne strukture kapitala je seveda zgolj teoretična in v praksi ne najde potrditve.

Dolg ima tudi mnoge organizacijske prednosti. To še posebej velja za bančni dolg, ki predstavlja pomemben signal zunanjim investitorjem in znižuje asimetričnost informacij (Jensen, 1986, str. 325; Stephan et al., 1977, str. 156; Stulz 1990, str. 24). Kot prvo, najava bančnega posojila oddaja pozitivne signale kapitalskemu trgu o dobri boniteti podjetja. Pri bančnem posojilu obstaja tudi večja možnost reprogramiranja dolga, saj podjetje najame dolg pri majhnem številu bank, ki so dobro informirane o poslovanju podjetja (Berlin in Mester, 1992, str. 98). Odobritev reprograma obveznosti kaže na dober odnos med podjetjem in banko, kar predstavlja dodaten pozitiven znak trgu. Kar zadeva nadziranje poslovanja, naj bi imel bančni dolg določene prednosti pred javnim dolgom. Hadlock in James (2002, str. 1398) na primer trdita, da banke kot posojilodajalci lažje minimizirajo stroške nadziranja in imajo dostop do mnogih informacij, nedostopnih javnosti.

Poleg vira posojila je pomembna tudi dospelost le-tega. Myers (1977, str. 167) meni, da je kratkoročni dolg lahko bolj uspešen pri zniževanju agentskih stroškov presežnega denarja in signaliziranju visoke kvalitete podjetja navzven. Podjetje mora namreč pogosteje obnavljati dolžniške pogodbe, kar privede do pogostejšega nadzora poslovanja podjetja. Myers tako predlaga, da naj se problem nizkega financiranja rešuje s kratkoročnim dolgom. Dodatno, Billet et al. (1995, str. 611) svetujejo, da naj podjetja s potencialnimi informacijskimi asimetrijami raje najamejo kratkoročni dolg, saj je dolgoročni dolg povezan z večjimi informacijskimi asimetrijami.

2.2.2 Izplačilo dividend, odkup lastnih delnic

Kot substitut zadolževanju sta Jensen in Meckling leta 1976 (str. 327) predstavila izplačilo dividend. Z izplačilom dividend podjetje lastnikom izplača del dobička, ki ga managerji tako ne morejo več uporabiti v svojo korist (Porta et al., 2000, str. 34). Kadar podjetje namerava poiskati dodatni kapital na kapitalskem trgu, izplačilo dividend postane tudi kontrolni mehanizem, s katerim si investitorji zagotovijo reden priliv denarja (Rozeff, 1982, str. 253; Easterbrook, 1984, str. 655).

Poleg izplačila dividend lahko presežek denarja podjetje nameni tudi za odkup lastnih delnic. Podjetje se za nakup delnic pogosto odloči, kadar se ne želi vnaprej obvezati izplačilom dividend (Jensen, 1986, str. 324; Dittmar et al. 2003, str. 127). Delničarji se namreč na dividende navadijo in jih pričakujejo tudi v prihodnje, saj naj bi dokazovala uspešnost podjetja. Druga prednost pred dividendami pa je dejstvo, da so v mnogih državah davčne stopnje na izplačilo dividend višje od stopenj na kapitalske dobičke. Z neizplačilom dividend podjetje tako delničarjem pusti možnost, da plačilo nižjega davka odložijo na čas, ko se odločijo za prodajo delnic.

Kljub omenjenemu zmanjševanje presežnega denarja z dividendami in odkupom lastnih delnic ni dovolj kredibilno, saj je npr. moč napovedano stalno zvišane dividende v bodočnosti znižati brez resnejše kazni managementa.

2.2.3 Koncentracija lastništva

Tretja alternativa zniževanja agentskih stroškov je koncentracija lastništva. Teoretično bi lahko delničarji vsak posamezno nadzirali management. Ker pa so koristi nadziranja proporcionalne njihovim lastniškimi deležem (Grossman in Hart, 1988, str. 186), povprečni delničar nima interesa izvajati nadzora. Nasprotno imajo delničarji z večjimi lastniškimi deleži večji interes nadziranja. Prav tako večji investitorji lahko preprečijo prevzem podjetja in tako managerjem nudijo občutek varnosti (Schleifer in Vishny, 1986, str. 472; Friend in Lang, 1988, str. 273).

Kljub temu da veliki delničarji lahko pomagajo pri zmanjševanju agentskih stroškov, lahko povzročijo tudi konflikte med večjimi in manjšimi delničarji. Kadar veliki delničarji pridobijo skoraj vso kontrolo nad podjetjem, delujejo sebi v prid in v škodo malim lastnikom. Situacija se dodatno zaostri, kadar ne delujejo zakoni, ki bi ščitili male delničarje pred samovoljo velikih. Obstoj koncentriranega lastništva lahko privede tudi do manjše diverzifikacije, manjše likvidnosti in možnosti rasti podjetja, kar dodatno poveča izkoriščanje virov podjetja (Grossman in Hart, 1988, str. 199).

2.2.4 Vloga uprave podjetja

Uprava podjetja ima ključno vlogo pri nadziranju managementa (Fama in Jensen, 1983, str. 315; Weisbach, 1988, str. 453). Učinkovitost kontrole je odvisna od velikosti in sestave uprave. Uprava z večjim številom članov naj bi imela večji vpliv na management in naj bi bila vodilna pri ustvarjanju identitete podjetja (Pearce in Zahra, 1991, str. 139). Eisenberg (1998, str. 36) in Beiner et al. (2003, str. 27) nasprotno menijo, da so velike uprave bolj okorne pri komunikaciji in sprejemanju odločitev kot uprave z manjšim številom članov.

Prav tako je pomembna sestava uprave. Obstajata dve komponenti, ki določata neodvisnost uprave: delež zunanjih članov uprave in ločena vloga izvršnega direktorja podjetja in predsednika uprave. Medtem ko nekateri zagovarjajo vlogo zunanjih članov uprave kot neodvisnih akterjev (Hickman, 1992, str. 207; Lin, 2003, str. 381), drugi menijo, da imajo zunanji člani premalo informacij in znanja za učinkovit nadzor (Agrawal in Knoeber, 1996, str. 385). Ločena vloga izvršnega direktorja in predsednika uprave pa naj bi vodila k učinkovitejšemu delu uprave in tako znižala agentske stroške (Cadbury, 1992, str. 23). Seveda je pri tem potrebno upoštevati ustrezno zakonodajo, saj le-ta marsikje že vnaprej določa sestavo uprave.

2.2.5 Managerske nagrajevalne sheme

Zelo pomemben vidik izboljšanja upravljanja podjetja so nagrajevalne sheme, ki jih podjetje nudi managementu. Core et al. (2001, str. 54) in Murphy (1999, str. 197) sta dokazala, da takšne sheme motivirajo management, da deluje v skladu z maksimizacijo lastnikovega bogastva. Management naj bi spodbudili tako z lastniškimi deleži v podjetju kot tudi s kompenzacijskimi paketi. Kljub večni aktualnosti teme je bilo narejenih malo raziskav, ki bi izmerile vpliv nagrajevalnih shem na uspešnost podjetja. Ena redkih izjem je bila raziskava Hutchinson (2004, str. 614), ki je nakazala, da nagrajevalne sheme in zunanji nadzorniki pozitivno vplivajo na poslovanje podjetja. Seveda pa lahko imajo sheme tudi negativne posledice, saj lahko povečajo managerski pohlep in izkoriščanje nagrajevalnih shem.

2.2.6 Managersko lastništvo

Jensen in Meckling (1976, str. 307) menita, da managersko lastništvo usklajuje interese managerjev in lastnikov. Njun model predvideva linearno povezavo med managerskim lastništvom in agentskimi stroški. Optimalna raven naj bi bila dosežena, ko bi manager postal stoodstotni lastnik podjetja. Novejše raziskave se nagibajo v smer ne-linearne razmerja (Morck et al. 1988, str. 310; McConnell in Servaes, 1990, str. 607). Dokazano je bilo, da se pri nizkih managerskih deležih interesi uskladijo v obliki nižjih porabljenih bonitet in zmanjšanih investicijah v nedonosne projekte (hipoteza zbliževanja interesov). Po določenem deležu lastništva pa manager ponovno prične povečevati porabo službenih ugodnosti, investirati v rizične projekte in se braniti pred prevzemi (hipoteza utrjevanja). Končni učinek managerskega lastništva je odvisen od prevlade efekta zbliževanja oz. utrjevanja.

3 VPLIV MANAGERSKEGA LASTNIŠTVA NA USPEŠNOST PODJETIJ

Berle in Means (1932, str. 14) sta bila prva, ki sta opozorila na neskladje interesov med lastniki in managerji, kadar managerji v podjetju nimajo lastniških deležev. Jensen in Meckling (1976, str. 328) pa sta bila prva, ki sta raziskala povezanost med managerskim lastništvom in uspešnostjo podjetja. Od takrat dalje razni avtorji skušajo potrditi oziroma ovreči teorijo povezave.

Glavna kritika teorije povezanosti sta Demsetz in Lehn (1985, str. 1169), ki menita, da ne obstaja empirična povezava med managerskim lastništvom in uspešnostjo podjetja. Po njunem mnenju raven managerskega lastništva določijo lastniki podjetja v procesu optimizacije lastniške strukture. Kot takšno, je managersko lastništvo endogeno določeno in vsaka ugotovljena povezava le naključna. Z isto predpostavko Agrawal in Knoeber (1996, str. 381), Cho (1998, str. 106) ter Demsetz in Villalonga (2001, str. 224) uporabijo sistem enačb, da bi določili determinante notranjega lastništva. Zadnji dve študiji sta sicer ugotovili, da uspešnost podjetja vpliva na stopnjo managerskega lastništva, vendar nista potrdili obratne

povezanosti. Agrawal in Knoeber (1996, str. 395) pa skupaj s Himmelberg et al. (1999, str. 379) in Core et al. (2001, str. 55) niso dokazali nikakršne povezanosti.

Drugo plat medalje predstavlja raziskava Morek et. al (1988, str. 311), ki prvi dokažejo nelinearno povezanost med uspešnostjo podjetja, merjeno s Tobinovim Q^3 , in managerskim lastništvom. Vrednost podjetja naj bi naraščala z naraščanjem deleža lastništva v rokah članov uprave do 5% lastništva, padala na intervalu med 5% in 25% lastništva, in nato ponovno naraščala z nižjo hitrostjo. Pozitivna korelacija naj bi bila posledica učinkov hipoteze zблиževanja interesov, negativna povezanost pa posledica učinkov hipoteze utrjevanja managementa.

V podobnem duhu sta raziskavo opravila tudi McConell in Servaes (1995, str. 143), ko sta ocenjevala povezavo med Tobinovim Q in deležem delnic v lasti managerjev in direktorjev, velikih delničarjev ter institucionalnih investitorjev. Podoba kot Morek et al. (1988, str. 311), sta ugotovila ne-linerano povezavo. Ugotovila sta tudi pozitivno povezanost med institucionalnim lastništvom in uspešnostjo podjetja. Nelinearno povezanost za ameriška kotirajoča podjetja so potrdili še Hermalin in Wiesbach (1991, str. 111), Holderness et al. (1999, str. 465), McConell et al. (2004, str. 37) in Habib in Ljungqvist (2005, str. 67).

Omenjene raziskave se razlikujejo glede na velikost vzorca in merjenje spremenljivk, uporabljene ekonometrične metode, obravnavo endogenosti in same rezultate raziskav. Slika 1 v Prilogi 1 prikazuje rezultate raziskav, ki so sledile raziskavi Demsetz in Lehn (1985, str. 1177). Po mnenju Demsetz in Villalonga (2001, str. 215) obstajajo trije razlogi za nasprotujoče si izsledke raziskav: merjenje uspešnosti podjetja, merjenje lastniške strukture in upoštevanje determinant managerskega lastništva v modelu. Navedeni razlogi so v nadaljevanju tudi podrobneje analizirani.

3.1 USPEŠNOST PODJETJA

Demsetz in Lehn (1985, str. 1163) sta za mero uspešnosti podjetja uporabila dobiček, medtem ko je večina ostalih raziskav uporabila Tobinov Q . Prva razlika med merama je v časovni perspektivi, ki jo merita. Dobiček namreč izraža preteklo uspešnost podjetja, medtem ko Tobinov Q izraža bodoči uspeh družbe. Druga razlika pa nastane v načinu izračuna kazalnikov.

Dobiček podjetja je izračunan ob upoštevanju računovodskih standardov podjetja. Pozitivna stran tega je, da kot takšen ni funkcija investitorjeve psihologije in le delno vključuje bodoče dogodke, predvsem v obliki ocenjevanja vrednosti dobrega imena. Negativna stran izračuna leži v različnih računovodskih izračunih in obdavčitvah dobičkov.

Tobinov Q je primarno določen z investitorjevimi pričakovanji. Odraža tako bodočo uspešnost kot trenutni dobiček. Zato Demsetz in Villalonga (2001, str. 216) opozarjata, da bi

bila dobiček in Tobinov Q lahko tudi medsebojno povezana. Lee in Ryu (2003, str. 5) dodatno opozarjata, da je tržna vrednost podjetja v števcu kazalnika Q podvržena informacijski asimetriji, frekvenci in velikosti notranjega trgovanja z delnicami ter likvidnosti delnic podjetja. Demsetz in Villalonga (2001, str. 217) dodajata, da so v izračun števca vključena tudi neopredmetena sredstva (npr. dobro ime), medtem ko v imenovalcu, ki predstavlja nadomestitvene stroške opredmetenih sredstev, investicij v neopredmetena sredstva ni mogoče zaslediti. Bodoči prihodki so tako smatrani le kot funkcija prihodkov od investicij v opredmetena osnovna sredstva.

3.2 LASTNIŠKA STRUKTURA

Medtem ko sta Demsetz in Lehn (1985, str. 1164) v raziskavah uporabila delež petih največjih lastnikov, so se poznejše raziskave osredotočile na delež managerskega lastništva. Delež petih največjih investitorjev naj bi meril stopnjo zaščite delničarjev pred zlorabo managerjev. V primeru, da managerji spadajo med pet največjih lastnikov, omenjena mera ni več zanesljiva. Nasprotno naj bi managersko lastništvo izražalo moč managerjev nad ostalimi delničarji. Managersko lastništvo zajema tako lastništvo managerjev kot članov uprave, njihovi interesi pa naj bi bili usklajeni. Vendar interesi med upravo in managerji niso vedno enaki. Nekateri člani uprave namreč predstavljajo pomembnejše lastnike podjetja in imajo kot taki podobne interese kot zunanji investitorji.

3.3 DETERMINANTE MANAGERSKEGA LASTNIŠTVO

Demsetz in Villalonga (2001, str. 212), Himmelberg et al. (1999, str. 357) in Kole (1996, str. 419) zagovarjajo dejstvo, da je managersko lastništvo določeno s strani lastnikov. Lastniki naj bi v okviru optimizacije lastništva in uspešnosti podjetja konstantno spreminjali lastniško strukturo in s tem tudi managerski delež.

Nasprotno Mueller in Spitz (2002, str. 17) menita, da je managerji sami določijo raven lastništva. Kot najpogostejše determinante managerskega lastništva avtorja omenjata: a) lastni interesi zaslužka; b) tveganost podjetja; c) signal o kvaliteti podjetja: po določeni točki tveganja lahko managerji upnike in delničarje prepričajo o uspešnosti podjetja le z lastnim lastniškim deležem v podjetju; d) velikost podjetja: velika podjetja imajo več zunanjih lastnikov, saj so managerji v svojem bogastvu omejeni.

³ Tobinov Q je merjen kot: tržna vrednost podjetja (tržna vrednost dolga in kapitala) / nadomestitveni stroški sredstev (knjigovodska vrednost sredstev).

4 MANAGERSKO LASTNIŠTVO V SLOVENIJI

4.1 RAVEN MANAGERSKEGA LASTNIŠTVA

Trenutna raven managerskega lastništva v Sloveniji je močno povezana z načinom privatizacije družbene lastnine. Slovenski Zakon o lastninskem preoblikovanju (ZLPP, 1992) je določal transformacijo družbene lastnine v privatno s pomočjo razdelitve certifikatov med prebivalstvo. S prenosom certifikatov v podjetje je nato prebivalstvo uveljavljalo svoje lastninske pravice. Prvotna lastninska struktura je bila določena z zakonom na naslednji način: 20 odstotkov delnic je bilo razdeljenih med zaposlene podjetja, 20 odstotkov je bilo namenjenih Skladu za razvoj in pooblaščenim investicijskim družbam (PID), 10 odstotkov podjetja je imel v lasti Pokojninski sklad, 10 odstotkov pa si je lastila Odškodninska družba. Preostalih 40 odstotkov so delavski sveti podjetja nato lahko dodatno razdelili med zaposlene ali pa so delnice prodali na trgu zunanjim lastnikom. Več kot 90 odstotkov podjetij se je odločilo za prvo opcijo, s čimer sta nastali dve večji skupini lastnikov: notranji (zaposleni, vključujoč managerje, pretekle zaposlene in njihove sorodnike) ter zunanji lastniki (Pokojninski sklad ter Odškodninska družba, PID-i). V skupini notranjih lastnikov so managerji predstavljali le manjši delež - 3.86% (Prašnikar in Gregorič, 2002, str. 287).

V postprivatizacijski fazi (po letu 1997) so managerji na račun zmanjševanja lastniških deležev zaposlenih pričeli povečevati lastniške deleže. Največji porast je bil zabeležen v podjetjih na prostem trgu, saj so managerji dodatne delnice lahko kupili po nižjih, manj transparentnih cenah, celoten nakup pa je ostal skrit očem javnosti. Kljub značilnostim slovenske privatizacije, ki je ponujala precej priložnosti za managerski odkup, pa slovenski managerji ne dosegajo takšnih lastniških odstotkov kot v tujini. Razloge za to gre po mnenju Peklar in Podbevšek (2002, str. 47) iskati v različnih kulturno-zgodovinsko-socioloških razlogih, razmeroma nelikvidnih delnicah (v večini primerov podjetja ne kotirajo na organiziranem trgu), negativnem odnosu institucionalnih lastnikov do notranjega lastništva in nagrajevanja managementa z delnicami, neselektivni davčni zakonodaji ter splošni nenaklonjenosti do managerskega odkupa podjetij. Delež managerskega lastništva podjetij, ki so bila v letih 2003 in 2004 prisotna na borznem trgu, je prikazan v prilogi (glej Tabela 1, Priloga 2).

Leta 2001 sta Simoneti in Gregorič (2004, str. 217) med managerji izvedla raziskavo, v kateri sta jih prosila za oceno, kakšna bi bila po njihovem mnenju z vidika uspešnosti poslovanja optimalna lastniška sestava v podjetju. Kot optimalna sestava se navaja tista sestava, pri kateri so lastniški deleži usklajeni z vplivom, ki ga imajo posamezne interesne skupine pri uspešnem razvoju podjetja (managerji, zaposleni, strateški partnerji, kupci, dobavitelji, posojilodajalci, druge finančne ustanove, mali delničarji).

Rezultati ankete kažejo na veliko nezadovoljstvo managerjev s takratno lastniško sestavo. Medtem ko so managerji z lastninjenjem v povprečju pridobili le 3,86% kapitala, so managerji konec leta 2001 ocenili optimalni delež na 15%. Glede na slednje in na

pričakovana gibanja v nagrajevanju managerjev Simoneti in Gregorič pričakujeta, da se bo delež managerskega lastništva v slovenskih podjetjih v prihodnosti povečal.

4.2 VPLIV MANAGERSKEGA LASTNIŠTVA NA USPEŠNOST PODJETIJ V SLOVENIJI

S povečevanjem managerskega lastništva se postavlja tudi vprašanje vpliva sprememb na učinkovitost podjetij. Zaradi specifičnosti tranzicije in privatizacijskih postopkov je vpliv managerskega lastništva na uspešnost podjetij bolj zapleten kot pri preučevanju razvitih trgov. Raziskave tranzicijskih držav večinoma opisujejo negativno povezanost med notranjim (oz. managerskim) lastništvom ter uspešnostjo podjetja (Earle et al., 1996, str. 67; Carlin et al. 1995, str. 26; Frydman et al. 1999, str. 45; Claessens in Djankov, 1998, str. 20). Wright et al. (2002, str. 9) na primer dokažejo, da so podjetja z managerskim lastništvom manj naklonjena odpuščanju delavcev, saj si managerji na takšen način pridobijo podporo zaposlenih in ojačajo svoj položaj. Podjetja z večjim lastništvom managerjev naj bi bila manj učinkovita kot podjetja z normalno porazdeljenim notranjim in zunanjim lastništvom. Prav tako so povezani z managerskim lastništvom neučinkovitost managerjev v ruskih podjetjih, korupcija in politični motivi (Boycko et al., 1996, str. 275).

V Sloveniji sta vpliv managerskega lastništva na uspešnost podjetij nazadnje raziskala Simoneti in Gregorič (2004, str. 217). Raziskovalca sta opravila raziskavo na podlagi kumulativnih podatkov za obdobje 1995-1999 za 182 podjetij iz razdelitvene privatizacije. Medtem ko rezultati empirične analize ne potrjujejo statistično značilnega vpliva managerskega lastništva na rast produktivnosti, delež managerjev v kapitalu pozitivno vpliva na finančno uspešnost podjetja (merjeno s kazalcem EBITDA/prodaja). Povezava je statistično značilna le za neborzna podjetja in le za deleže, ki presegajo okoli 16 odstotkov kapitala. Kot kaže, manjši deleži managerjem ne zagotavljajo dovolj visoke motivacije. V nasprotju z razvitimi tržnimi gospodarstvi, kjer pri razmeroma nizkih lastniških deležih managerjev prevladujejo pozitivni učinki, je v Sloveniji povezava med finančno uspešnostjo in lastniškim deležem najprej negativna, motivacijski učinek pa prevlada šele pri višjih lastniških deležih.

Razloge Simoneti in Gregorič najdeta v dejstvu, da ima slovenski management že v izhodišču zelo veliko moč zaradi neaktivnih notranjih lastnikov; zasebne koristi managerjev v tem primeru ne izhajajo iz lastništva managerjev, temveč iz neaktivnosti drugih lastnikov. Pri zelo nizkih deležih tako povečevanje managerskega lastništva pomeni predvsem dodatno možnost za nadzor nad podjetjem in povečanje zasebnih koristi.

Prav tako sta avtorja ugotovila, da nezadovoljstvo managerjev s sedanjimi lastniškimi deleži negativno vpliva na finančno poslovanje podjetij, medtem ko je vpliv na produktivnost neznačilen. Rezultati kažejo, da so zlasti pri nizkih deležih lastniške ambicije managementa še velike, pot do cilja pa pelje tudi preko manjše finančne uspešnosti. Ta je lahko navidezna, to je z namenom zniževanja cene delnic, ali pa dejanska, kot posledica posrednega ali

neposrednega financiranja nakupa delnic iz sredstev podjetja. To je problematično zlasti v neborzernih podjetjih, kjer je, brez prave preglednosti, proces krepitev managerjev najbolj intenziven.

4.2.1 Managerski odkup podjetja

V zadnjih letih pogost način krepitev managerskega vpliva so managerski odkupi. Managerski odkup podjetja je nakup podjetja ali njegovega dela s strani managementa, ki podjetje vodi. Odkup je praviloma le v manjšem obsegu financiran z lastnimi sredstvi managementa. Sestavni del večine managerskih odkupov je finančni aranžma z banko, investicijsko banko ali investicijskim skladom. Navedene finančne ustanove omogočijo izvedbo managerskega odkupa z namenom in pričakovanjem bodočega povečanja vrednosti podjetja.

Najpogostejši razlogi za odkup podjetja so različni (Milivojevič, 2002, str. 23). Prvi izmed njih je preoblikovanje odprte delniške družbe v zaprto. Zaprti družbi ni potrebno objavljati letnih poročil, kar prevzemniku oteži pridobivanje informacij o podjetju. Managerji se pogosto odločijo za odkup tudi, kadar konglomeratna korporacija proda del podjetja, da pridobi sredstva za prevzem drugega podjetja ali za zmanjšanje kapitala. Tretji razlog leži v upokojitvi lastnikov družinskega podjetja, saj le-ti velikokrat radi prepustijo dejavnost ljudem, ki jim zaupajo. Dodatna razloga sta tudi strateško prestrukturiranje podjetja in privatizacija podjetja v državni lasti.

Motivi, ki managerje vodijo v nakup, so možnost samostojnega vodenja podjetja, lastne razvojne možnosti in povečanje lastnega premoženja. Za managerski odkup so potrebni strokovno usposobljena in visoko motivirana managerska ekipa, verodostojni dosedanja rezultati, visoka potencialna rast, lastnikova pripravljenost prodaje ter občasno tudi obstoj potencialnega kupca odkupljenega podjetja.

Glavne značilnosti odkupov v Sloveniji so naslednje: število tovrstnih odkupov je majhno, večina odkupov je bila delavsko-managerskega tipa, finančni mehanizmi za odkup pa so slabo razviti (Milivojevič, 2002, str. 38). Delavsko-managerski odkup pomeni logično nadaljevanje lastninskega preoblikovanja in ima za to pripravljeno celo posebno, v postopku registracije poenostavljeno formalnopravno obliko: družbo pooblaščenko. Družba pooblaščenka nastane tako, da notranji lastniki ustanovijo družbo, na katero prenesejo svoje delnice ter v zameno prejmejo delnice pooblaščenke, ki niso prosto prenosljive in jih tudi ni mogoče prodati potencialnim prevzemnikom. Po mnenju Peklar (2002, str. 57) so prednosti delavsko-managerskega odkupa v hitrosti izvedbe, (v začetku) minimalno potrebnih finančnih sredstvih in velikih možnostih kreiranja temeljnih pravnih aktov družbe. Šibke točke se kažejo zlasti v morebitnih poslovnih odnosih med matično družbo in družbo pooblaščenko, v nevarnosti prenašanja dejavnosti na novoustanovljeno družbo in s tem postavljanju preostalih delničarjev v neenakopraven in podrejen položaj.

Nekateri najbolj znani managerski odkupi v zadnjih letih so bili: BTC d.d., Autocommerce d.d., Vinag d.d., Dinos d.d., GV Revije d.d., Inles d.d., TKI Hrastnik d.d.. Javno znani managerski odkupi v mednarodno primerljivem pomenu besede so v Sloveniji še vedno velika redkost. Glavna značilnost takšnega odkupa je, da se za izvedbo odkupa ustanovi posebno podjetje (v lasti managementa, redkeje tudi finančne ustanove), ki postane prevzemnik matičnega podjetja. Managerska ekipa odkup izvede ob pomoči finančne institucije, management pa prevzame tveganje rasti in ugodnega bodočega poslovanja kot temelja financiranja odkupa.

Managerski odkupi so relativno občutljiva operacija, ker je v njej aktiven subjekt hkrati najbolj informirani zaposleni. Prav zato je transparentnost postopka zelo pomembna, predvsem ko govorimo o vrednotenju, financiranju in načinu izvedbe. Glavni element za korektno izveden odkup sta preglednost in zakonitost, predvsem pa dosledno upoštevanje načela enakopravnosti vseh delničarjev.

4.2.2 Opcijsko nagrajevanje

Eden izmed načinov povečevanja lastniškega deleža, ki hkrati deluje tudi kot motivacijski mehanizem managementa, je nagrajevanje managementa z opcijami. Pri opsijskem nagrajevanju manager podpiše pogodbo, v skladu s katero je po preteku določenega časa upravičen od družbe kupiti dogovorjeno količino delnic po ceni, ki praviloma ne sme biti nižja od tržne cene delnice v času podpisa pogodbe.

Med pozitivne učinke podeljevanja opcij vsekakor sodi večja motiviranost managerskih ekip za uspešno vodenje družbe. Managerski osebni cilj postane enak cilju lastnika, tega pa predstavlja višja tržna cena delnice. Lastniki z uveljavitvijo opcij pridobijo dvakrat. Prvič, če se tečaj delnic dvigne in imetniki opcij svoje pravice izkoristijo, družba sicer ustvari določeno kapitalsko izgubo, ker je delnice prodala po ceni, nižji od tržne, vendar so hkrati lastniki družbe zaradi dviga tečaja delnice pridobili kapitalske dobičke. In drugič, če managerji zastavljenih ciljev ne dosežejo, tak način nagrajevanja ne povzroči nikakršnih stroškov (Debeljak, 1996, str. 28).

Kljub vsemu pa ima opsijsko nagrajevanje tudi nekatere slabosti. Nagrade iz tega naslova so odvisne predvsem od delovanja trgov. Trg mora pravilno zaznati rast oziroma padec cene posamezne delnice, še bolj pa je pomembno, da je cena na trgu odraz dejanskega stanja podjetja. Dejstvo je namreč, da na tržno ceno delnice poleg dejanskega stanja družbe vplivajo še borzni trendi, makroekonomske razmere (inflacija in obresti) in razne špekulacije udeležencev. V kolikor so rasti oziroma padci cen neustrezni, pretirani ali kako drugače popačeni, opsijsko nagrajevanje ni primerno. Zato je pomembno, da se v opsijske načrte vključi tako imenovana indeksacija. Le-ta ublaži neustrezno gibanje tečaja delnice tako, da primerja gibanje tečajev vseh podjetij v panogi. V kolikor se zazna gibanje navzgor oz. navzdol za celotno panogo, se tečaj zbrane družbe popravi za določen indeks, glede na panožno povprečje (Gradivo za strokovni posvet Združenja Manager, 2000, str. 37).

Opcije kot oblika nagrajevanja uspešnih vodij naj bi bile v Sloveniji redke. Najbolj znana primera opcijskega nagrajevanja v Sloveniji sta podjetji Merkur d.d. in Etol d.d.. Podjetje Merkur d.d. je opcije prvič uvedlo leta 2002, leta 2005 pa je prišlo do prvih unovčitev le-teh.

V preostalih slovenskih podjetjih se načinu nagrajevanja z opcijami izogibajo zaradi neurejenega področja sistema nagrajevanja managementa. Davčna zakonodaja namreč posebej ne določa obdavčitve opcij, tako da je po veljavni zakonodaji obdavčitev opcij za managerja zelo neugodna. Unovčena opcija se davčno obravnava kot boniteta, od katere mora imetnik opcije plačati akontacijo dohodnine. V primeru prodaje delnic pa plača tudi davek na kapitalski dobiček. Tudi novi Zakon o gospodarskih družbah, ki je bil sprejet leta 2005 (ZGD, 2005), še vedno ne določa, kako je mogoče pravno izvesti opcijsko nagrajevanje, čeprav je bilo pred leti več spodbud za spremembo člena o skladu lastnih delnic, ki naj bi vključeval tudi opcijsko nagrajevanje. Previdnost pri uvedbi opcij v slovenski prostor prav tako ni odveč zaradi izjemne majhnosti in občutljivosti slovenske borze. Gibanje vrednosti delnic v zadnjih letih namreč velikokrat ne odseva poslovnih rezultatov podjetij. Tudi z indeksacijo opcij, opcijske nagrade ne moremo v celoti vezati na poslovni rezultat podjetja. Ob takšnih pravnih in davčnih neznankah je za vodilne osebe omenjeni način nagrajevanja manj privlačen, saj utegnejo biti stroški zanje, in za podjetje, previsoki.

4.3 ZAKONODAJNI OKVIR MANAGERSKEGA LASTNIŠTVA

Po mnenju Združenja managerjev bi morala Slovenija vzpodbuditi lastništvo domačih managerjev na kontroliran način, tako da bi z ustrezno zakonodajo preprečila možnost zlorab. Eden izmed ukrepov bi bil lahko ta, da manager ne bi smel razpolagati s svojim lastniškim deležem v času opravljanja funkcije in določen čas po prenehanju funkcije v družbi. Managerska glasovalna pravica v času opravljanja funkcije pa bi bila ob tem omejena. Ustrezno transparentnost managerskih odkupov bi po mnenju Peklar (2002, str. 59) uveljavili z ustrežnejšim sistemom vladanja podjetju (predvsem strokovnim, neodvisnim in samostojnim nadzornim svetom), drugačno vlogo Agencije za trg vrednostnih papirjev (v smislu razširjenih pristojnosti), uveljavljeno sodno prakso ter aktivnejšo, predvsem pa strokovnejšo vlogo medijev.

Slovenska vlada je že leta 1997 v državni zbor poslala predlog zakona o udeležbi v dobičku, vendar je akt ostal nedotaknjen. V začetku leta 2000 so tri ključna združenja – Združenje managerjev, Združenje družb za upravljanje in Združenje predsednikov nadzornih svetov – pripravila izhodišča za nov sistem nagrajevanja vodilnih. Kljub tedaj široki razpravi v javnosti država do danes še ni sprejela zakona o udeležbi zaposlenih pri dobičku, niti ni spremenila zakona o dohodnini na področju davčnih olajšav za opcijsko nagrajevanje (brez plačila socialnih prispevkov s strani podjetja in posameznika, podjetju se opcije priznavajo kot upravičen odhodek in zato plača manj davka na dobiček, posameznikove ugodnosti pri dohodnini).

Eden poglavitnih razlogov za počasno ukrepanje vlade bi bil lahko izpad davčnih prihodkov zaradi davčnih olajšav. Prav tako zavzemanje za uvedbo opcijskega nagrajevanja vsaki politični stranki predstavlja tvegano početje, saj bi se z opcijami še bolj poglobil prepad med zaslužki slovenskih managerjev in drugimi zaposlenimi.

Dokler zakonodaja ne bo jasno opredelila dovoljenih dejanj in podprla managerskega lastništva z omejitvami proti zlorabam, bo managerska lastnina imela negativen prizvok. S tem pa se v Sloveniji izgublja možnost za izboljšanje ustreznega vodenja podjetij.

5 OBDAVČITEV KAPITALSKEGA DOBIČKA

5.1 POJEM KAPITALSKEGA DOBIČKA IN OBDAVČITEV LE-TEGA

Po Zakonu o dohodnini (ZDoh-1, 2004, 85. člen) je dobiček iz kapitala definiran kot dobiček, dosežen z odsvojitvijo kapitala. Kapitalski dobiček se ustvari ob prodaji kapitala (delnic, vzajemnih skladov, nepremičnin). Davčna osnova od dobička iz kapitala je razlika med vrednostjo kapitala ob odsvojitvi in vrednostjo kapitala ob pridobitvi (ZDoh-1, 2004, 90. člen).

5.1.1 Ekonomski učinki obdavčitve kapitalskega dobička

Davčni teoretiki (Haig-Simons koncept) poudarjajo, da je obdavčitev smiselna tako pri realiziranih kot pri nerealiziranih kapitalskih dobičkih. Računovodje in poslovneži v večji meri zagovarjajo obdavčitev realiziranih kapitalskih dobičkov. Z njimi se strinjajo tudi davčni administratorji, ki poudarjajo, da davčni prihodek kapitalskih dobičkov ne pokrije stroškov zbiranja podatkov o lastniških deležih (Cnossen in Richar, 1990, str. 237). Nerealiziranih kapitalskih dobičkov se tako v praksi ne obdavčuje, saj bi to zahtevalo od lastnika, da plača davek, četudi še ni prejel denarja in še ne ve zagotovo, da bodo ti dobički tudi dejansko obstajali.

Medtem ko se pozitivni učinki obdavčitve kapitalskih dobičkov kažejo v povečanih davčnih prihodkih v državno blagajno, so negativni učinki na gospodarstvo raznovrstni. Z matematičnega vidika zvišanje davčne stopnje poveča davčne prihodke, znižanje pa jih zniža. Nasprotno ekonomski učinek trdi, da zvišanje davčne stopnje slabi gospodarski razvoj. Višja obdavčitev naj bi zmanjšala obseg naložb in znižala dolgoročno raven kapitala ter tehnično opremljenost delavcev. Ker več kapitala na delavca povečuje produktivnost delavcev, lahko omenjena sprememba zniža dolgoročno raven BDP na prebivalca in s tem družbeno blaginjo. Dolgoročno naj bi takšna ekonomija postala delovno intenzivna. Prav tako obdavčitev kapitala v večini držav pomeni večjo obdavčitev bogatejših, ki običajno prihranijo večji delež dohodka. Stranska posledica obdavčitve je tako lahko tudi znižana stopnja varčevanja in posledično investiranja, ki prav tako znižuje gospodarsko rast. V majhnih, odprtih

ekonomijah pa lahko visoki davki na kapitalske dobičke spodbujajo beg kapitala v tujino (Cnossen, 1990, str. 241).

Obdavčitev vpliva tudi neposredno na davčne zavezanca, saj ti prejmejo za svojo odpoved potrošnji manjšo nagrado. Poleg tega davčni sistem investitorja uklene v trenutni portfelj, kar povzroča neoptimalno razporeditev kapitala. Kapital namreč ne potuje tja, kjer so donosi največji, ampak ostane tam, kjer je davčno najmanj obremenjen (Rosen, 1999, str. 106).

Davčna analiza držav članic OECD (Leibfritz et al., 1997, str. 78) opozarja, da visoki davki na kapitalske dobičke zavirajo razvoj kapitalskega trga, povečujejo davčne utaje, odvrtačajo zaposlene od aktivnega lastništva v podjetjih in zavirajo spodbudo nagrajevanja managerjev iz naslova uspešnosti poslovanja podjetji. Poterba (1989, str. 382) dodaja, da obdavčitev kapitala negativno vpliva na nastanek novih podjetij, saj odvrtača lastnike tveganega kapitala od financiranja start-up podjetij.

V ekonomski teoriji omenjeni položaj razlaga Lafferjeva krivulja. Lafferjeva krivulja je vrisana v diagram, v katerem so na x-osi razporejene davčne stopnje, na y-osi pa davčni prihodki. Lafferjeva krivulja ima obliko naokoli obrnjene črke U. Krivulja ponazarja, da ob davčni stopnji nič odstotkov, davčnih prihodkov ni, in ravno tako davčnih prihodkov ni pri davčni stopnji sto odstotkov, saj ekonomsko okolje na gospodarstvo ne vpliva spodbudno in torej ni ekonomske aktivnosti. Med tema dvema skrajnostma pa vedno obstajata davčni stopnji, ki prinašata enake davčne prihodke: visoka davčna stopnja pri nizki davčni osnovi in nizka davčna stopnja pri višji davčni osnovi (Zalar, 2005, str. 74). Lafferjeva krivulja sama po sebi ne priporoča znižanja davčne stopnje, obljublja pa, da lahko nižja stopnja poveča davčne prihodke, če je davčna stopnja že previsoka.

5.2 ZAKONODAJNI OKVIR DAVKA IZ KAPITALSKEGA DOBIČKA

Slovenija ureja področje obdavčitve kapitalskega dobička z Zakonom o dohodnini. Dohodnina je bila v Sloveniji uveljavljena z reformo davčnega sistema, sprejeto konec leta 1990. Namesto obdavčenja s posameznimi vrstami davkov (cedularna obdavčitev), ki je veljala do konca leta 1990, je bila uvedena obdavčitev vseh dohodkov fizičnih oseb z eno vrsto davka (sintetična obdavčitev). Veljavni Zakon o dohodnini je pričel veljati s 1.1.1994 (v nadaljevanju ZDoh, 1993), nato se je nekajkrat spremenil, a od leta 1997 dolgo časa ostal nespremenjen.

Dobiček iz kapitala je bil po Zdoh (1993) dohodkovni vir in se je skupaj z ostalimi dohodki dohodninskemu zavezancu vključil v njegovo osnovo in obdavčil po lestvici za odmero dohodnine. Zakon o dohodnini je sicer določal obdavčitev kapitalskih dobičkov, toda obdavčitev je bila takrat za nekaj let odložena. Neobdavčitev naj bi v času po uvedbi sistemskih družbenih sprememb pripomogla k razcvetu do takrat nepoznanega poslovanja z vrednostnimi papirji in lastniškimi deleži v gospodarskih družbah. Davek od dobička je

vpeljala novela Zakona o dohodnini konec leta 1996 (ZDoh-B, 1996), s katero so se kapitalski dobički od prodaje vrednostnih papirjev pričeli obdavčevati s 1.1.1997.

V letu 2004 je Slovenija dobila nov Zakon o dohodnini (ZDoh-1, 2004), ki je začel veljati v začetku maja leta 2004 in stopil v uporabo 1.1.2005. Najpomembnejši razlogi za pripravo novega zakona o dohodnini so bili:

- spremenjene razmere v načinu pridobivanja dohodka fizičnih oseb;
- spremenjena zakonodaja, ki ureja dohodke in status fizičnih oseb;
- potreba po večji prilagoditvi sistema dohodnine mednarodno primerljivim standardom in predpisom EU;
- relativno visoka splošna obremenitev dohodkov fizičnih oseb, predvsem dohodkov iz dela;
- neenakomerno porazdeljene davčne obremenitve.

Zakonodajalec je z novim zakonom poskušal znižati visoko obdavčitev dela, davčne prihodke pa nadomestiti z dodatno obdavčitvijo kapitala. Spremembe na področju obdavčitve kapitalskih dobičkov bi doprinesle k višji obdavčitvi bogatejših slojev prebivalstva in posledično nižji razslojenosti prebivalstva.

5.2.1 Splošni okvir davka iz kapitalskega dobička v EU

Slovenija je pri spremembah obdavčitve dobičkov iz kapitala preučila tudi davčne sisteme držav članic EU. Predpisi EU so sicer na omenjenem področju precej skopi. Edini predpis, ki deloma posega na področje obdavčevanja kapitalskih dobičkov fizičnih oseb, je smernica o združevanju, ki ureja tudi obdavčenje kapitalskih dobičkov, doseženih v primeru združitve družb. Obdavčitev kapitalskih dobičkov je tako prepuščena državam članicam EU, ki v svoji zakonodaji in sklenjenih sporazumih o izoginitvi dvojne obdavčitve dohodka in premoženja določajo natančnejša pravila za obdavčitev navedenih dohodkov. Namen sporazumov o izoginitvi je ta, da državi, ki sta ga sklenili, ne terjata istovrstnega davka od iste osebe za isti dohodek. Državi si davek delita skladno z dogovorom ali pa ga terja le ena od njiju.

Zaradi navedenega so razlike med načini obdavčevanja kapitalskih dobičkov v EU precejšnje. V splošnem skoraj vse države članice EU obdavčujejo kapitalske dobičke. Praviloma se obdavčujejo dobički, realizirani pri odsvojitvi nepremičnin, vrednostnih papirjev in drugih deležev v kapitalu. Sistemi obdavčenja se med državami razlikujejo glede ročnosti dobičkov (tj. obdavčenje kratkoročnih oz. dolgoročnih kapitalskih dobičkov), načina opredelitve davčne osnove in načina obračunavanja realiziranih izgub. Slovenija je obdavčitev kapitalskih dobičkov prevzela od srednjeevropskih držav. Razlike med Slovenijo in ostalimi državami se pojavijo zlasti pri višini davčne stopnje.

Tabela 1: Najvišje davčne stopnje na kapitalske dobičke od prodaje vrednostnih papirjev ali deležev v kapitalu v nekaterih državah v letu 2005 (v %)

Država	Davek na kratkoročni kapitalski dobiček		Davek na dolgoročni kapitalski dobiček	Davek na pretežni lastniški delež	
	Obdobje (leto)	Stopnja		Stopnja	Presežni delež (%)
Avstrija	1	50	0	25	1
Belgija	5	33	0	16.5 ⁽¹⁾	25
Bolgarija	/	24 ⁽²⁾	24	0	/
Ciper	/	0	0	0	/
Češka	0,5	32	0	0	/
Danska	3	28 ⁽³⁾	0 ⁽⁴⁾	0	/
Estonija	/	24	24	0	/
Finska	/	28	28	0	/
Francija	/	0 ⁽⁵⁾	0	0	/
Gibraltar	/	0	0	0	/
Grčija	/	5 ⁽⁶⁾	5	0	/
Hrvaška	/	0	0	0	/
Irska	/	20	20	0	/
Islandija	/	10	10	0	/
Italija	1	12,5	12,5	43 ⁽⁷⁾	5
Kanada	/	22,5 ⁽⁸⁾	22,5	0	/
Kitajska	/	20	20	0	/
Latvija	/	0	0	0	/
Litva	1	15	0 ⁽⁹⁾	15	10
Luksemburg	/	38	38	19 ⁽¹⁰⁾	10
Madžarska	/	25	25	0	/
Malta	/	35 ⁽¹¹⁾	35	0	/
Monako	/	0	0	0	/
Nemčija	1	42 ⁽¹²⁾	0	42	1
Nizozemska	/	0	0	25	7 ⁽¹³⁾
Norveška	/	28	28	0	/
Poljska	/	19	19	0	/
Portugalska	1	10	0	0	/
Romunija	/	16	16	0	/
Rusija	/	13	13	0	/
Slovaška	/	19	19	0	/
Slovenija	3	50	0	50	60 mio sit ⁽¹⁴⁾
Srbija in Črna gora	/	20	20	0	/
Španija	1	45	15	0	/
Švedska	/	30	30	0	/
Švica	/	0	0	0	/
Turčija	/	0 ⁽¹⁵⁾	0	0	/
Ukrajina	/	13	13	0	/
Velika Britanija	/	40 ⁽¹⁶⁾	40 ⁽¹⁷⁾	0	/
Združene države Amerike	1	40 ⁽¹⁸⁾	15 ⁽¹⁹⁾	0	/

- (1) Davek se obračuna le, kadar je več kot 25% delež podjetja prodan nerezidenčni pravni osebi.
- (2) 0-% davčna stopnja velja za kapitalske dobičke, dosežene s prodajo vrednostnih papirjev, ki kotirajo na nacionalni borzi.
- (3) Kadar kapitalski dobiček ne preseže 5.700 EUR, velja 28-% davčna stopnja. Za presežek nad omenjenim zneskom velja 43-% davčna stopnja.
- (4) Kadar tržna vrednost prodanih delnic preseže 18.200 EUR, veljajo enake davčne stopnje kot za davek na kratkoročni kapitalski dobiček.
- (5) Če kapitalski dobiček pri prodaji preseže 15.000 EUR, velja 16-% davčna stopnja. Isto velja tudi za obdavčitev dolgoročno doseženega dobička.
- (6) Kadar je dobiček realiziran s prodajo vrednostnih papirjev, ki kotirajo na nacionalni borzi, je davčna stopnja 0%. Za transakcije z vsemi ostalimi delnicami pa velja 5-% stopnja.
- (7) Kadar so vrednostni papirji prodani pred potekom enega leta, zavezanec pa ima v lasti 2% glasovalnih pravic oz. 5% kapitala podjetja, lahko zavezanec v davčni osnovi upošteva le 40% doseženega dobička.
- (8) Davčna stopnja na kapitalski dobiček je 45-%, vendar je v davčno osnovo vključena le polovica doseženega kapitalskega dobička. Efektivna davčna stopnja je tako nižja.
- (9) 0-% davčna stopnja velja, kadar ima zavezanec vrednostne papirje v lasti več kot 1 leto in ima hkrati v lasti manj kot 10% kapitala podjetja.
- (10) 19-% davčna stopnja velja, kadar ima zavezanec v lasti pretežni lastniški delež več kot 6 mesecev.
- (11) 0-% davčna stopnja velja za kapitalske dobičke, dosežene s prodajo vrednostnih papirjev, ki kotirajo na nacionalni borzi.
- (12) Pri obdavčitvi kratkoročnih in presežnih lastniških deležev, je obdavčena le polovica doseženega dobička.
- (13) Zavezanec mora imeti pretežni lastniški delež v lasti vsaj 5 let.
- (14) Zavezanec je lastnik pretežnega lastniškega deleža, če ima v lasti več kot 60 mio SIT v podjetju, ki ima vsaj 200 mio SIT kapitala.
- (15) 0-% davčna stopnja velja, kadar doseženi kapitalski dobiček ni presegel 7.000 EUR. Kadar dobiček preseže vsoto, velja za celotni znesek dobička 40-% stopnja. Enako velja tudi za davek na dolgoročno doseženi kapitalski dobiček. 0-% stopnja velja tudi za vse dobičke, dosežene s prodajo nacionalnih vrednostnih papirjev, ob predpostavki, da jih je imel zavezanec v lasti več kot 3 mesece.
- (16) Prvi dve leti zavezanec v davčno osnovo vključi 100% doseženega dobička, naslednje leto le še 95%, četrto leto 90%, peto leto 85%, od šestega leta dalje pa le še 80% dobička.
- (17) V primeru, da je zavezanec vsaj 3 leta lastnik vrednostnih papirjev s strani države določenih podjetij, za zavezanca velja 10-% davčna stopnja.
- (18) Obdavčitev kapitalskih dobičkov sestoji iz obdavčitve na državni ravni, ravni posamezne države in ponekod celo ravni posameznih mest.
- (19) V primeru, da davčni zavezanec spada v spodnji dve dohodninski lestvici, znaša davčna stopnja le 5%.

Vir: European Tax Handbook 2005; Low tax, 2006; Income Tax Rates Worldwide, 2006.

Večina držav v EU obdavčuje kapitalske dobičke v sklopu sistema dohodnine. Tabela 1 prikazuje najvišje davčne stopnje, kar pomeni, da so v sistemih s progresivno dohodninsko lestvico možne tudi nižje obdavčitve. Ravno nasproten sistem obdavčenja imajo države, ki obdavčujejo tako kratkoročne kot dolgoročne kapitalske dobičke z enotno davčno stopnjo. Te države so: Estonija, Irska, Romunija, Rusija, Slovaška, Ukrajina. Posebno mesto pa zasedajo države, ki kapitalskih dobičkov ne obdavčujejo. Te so: Ciper, Hrvaška, Latvija, Švica ter ozemlji Gibraltarja in Monaka.

V večini držav so kratkoročni (špekulativni) kapitalski dobički določeni s prodajo delnic prej kot v enem letu od dneva njihove pridobitve (npr. Avstrija, Italija, Nemčija). V Sloveniji in na Danskem je v letu 2005 kot kratkoročno obdobje veljalo daljše, triletno obdobje. Nekatere države pa poskušajo z obdavčitvijo kapitalskih dobičkov celo spodbujati gospodarstvo, saj npr. ponujajo nižjo davčno stopnjo na dobičke, realizirane s prodajo nacionalnih vrednostnih papirjev (npr. Bolgarija, Grčija, Malta, Turčija).

5.3 NOVI ZAKON O DOHODNINI

Po staremu Zakonu o dohodnini (ZDoh, 1993), ki je prenehal veljati z dnem 31.12.2004, je bil davek na kapitalske dobičke urejen na sledeč način: zavezanec za davek iz dobička iz kapitala je bila fizična oseba s stalnim prebivališčem v RS, ki je uresničila prihodek s prodajo vrednostnih papirjev ter drugih deležev v kapitalu gospodarskih družb in zadrug. Za domače vrednostne papirje je veljala 30-odstotna davčna stopnja. Osnova za davek na kapitalski dobiček je bila razlika med prodajno ceno kapitala in valorizirano vrednostjo kapitala v času pridobitve. Za izračun revolarizirane vrednosti kapitala je država izdelala tabele revolarizacijskih koeficientov. Omenjena osnova za davek se je izračunavala le, če je vlagatelj vrednostni papir prodal v obdobju po preteku šestih mesecev do treh let od dneva nakupa papirja (Prusnik, 2004, str. 27).

6.5.2004 je bil sprejet novi Zakon o dohodnini (Zdoh-1, 2004), katerega določbe so se pričele uporabljati 1.1.2005. Dohodninski zakon je prinesel obdavčitev obresti, spremembo obdavčevanja kapitalskih dobičkov doma in v tujini ter spremembo obdavčenja dobičkov iz vzajemnih skladov. Pri obdavčitvi kapitalskih dobičkov sta bili večji novosti v obdavčitvi dobičkov, doseženih v tujini, in večni obdavčitvi pretežnih lastnikov.

V nadaljevanju so analizirani najpomembnejši členi Zakona o dohodnini Zdoh-1 (2004), ki posegajo na področje obdavčitve kapitalskih dobičkov.

5.3.1 Vrste kapitala

Vrste kapitala, katerih odsvojitve se obdavčuje z davkom od dobička iz kapitala, so našteje v 86. členu Zdoh-1 (2004):

- Pretežni lastniški delež ali njegov del. To je delež, ki hkrati izpolnjuje dva pogoja. Prvi pogoj je, da je to lastniški delež v osnovnem kapitalu, katerega vrednost s sorazmernim upoštevanjem drugega kapitala gospodarske družbe dosega najmanj 60 milijonov tolarjev. V to vrednost se vštevata delež, ki ga ima zavezanec v lasti neposredno ali posredno, prek povezanih oseb. Delež v osnovnem kapitalu in sorazmerni del drugega kapitala podjetja se ugotavljata kot povprečje njegove vrednosti, naveden v poslovnih poročilih podjetja v zadnjih 5 letih pred odsvojitvijo lastniškega deleža zavezanca. Drugi pogoj pa je ta, da mora kapital gospodarske družbe po pridobitvi lastniškega deleža presegati 200 milijonov tolarjev. Kapital gospodarske družbe se ugotavlja kot povprečje vrednosti, navedene v zadnjem poslovnem poročilu po pridobitvi.
- Vrednostni papirji in deleži v gospodarskih družbah, zadrugah in drugih oblikah organiziranja, ki niso del pretežnega lastniškega deleža. Njihova odsvojitve je obdavčljiva pred potekom 3 let, od dneva, ko je bil vrednostni papir ali delež pridobljen.

Povezana oseba je družinski član ali katerakoli oseba, ki jo nadzira zavezanec. Da oseba nadzira drugo osebo, se šteje, ko ima lastniški delež ali pravico do njega v višini najmanj 25

odstotkov kot vrednost vseh deležev ali kot glasovalno pravico na podlagi lastniških deležev v konkretni osebi.

5.3.2 Davčna osnova

Davčna osnova od dobička iz kapitala je razlika med vrednostjo kapitala ob odsvojitvi in vrednostjo kapitala ob pridobitvi (ZDoh-1, 2004, 90. člen). Kadar je omenjena razlika negativna (izguba), se lahko v letu, za katero se odmerja dohodnina, za navedeno izgubo zmanjša pozitivna davčna osnova za dobiček iz kapitala, vendar ne za več, kot znaša pozitivna davčna osnova za dobiček iz kapitala.

Pozitivna razlika med vrednostjo kapitala ob odsvojitvi in vrednostjo kapitala ob pridobitvi, ki ga ima zavezanec v gospodarjenju pri borznoposredniški družbi na podlagi pogodbe o gospodarjenju z vrednostnimi papirji, se zmanjša za dejanske stroške zavezanca v obliki provizije po pogodbi, vendar skupaj ne več kot 1,5% pozitivne razlike.

5.3.3 Pridobitev kapitala

Kadar je kapital pridobljen na podlagi pogodbe, se za čas pridobitve šteje datum sklenitve nabavne pogodbe (ZDoh-1, 2004, 94. člen). Vrednost kapitala ob pridobitvi se določi kot nabavna vrednost kapitala, navedena v pogodbi, povečana za stroške, povezane s pridobitvijo kapitala (ZDoh-1, 2004, 91. člen). Vrednost delnice, kupljene v tujini, se preračuna v slovenske tolarje po srednjem tečaju Banke Slovenije na dan nakupa in prodaje oziroma nastanka stroškov. Strošek, povezan s pridobitvijo kapitala, je provizija v velikosti dejanskih stroškov, vendar skupaj ne več kot 1% nabavne vrednosti pridobljenega kapitala, ki jo je zavezanec plačal borznoposredniški hiši, priznani borzi vrednostnih papirjev (priznana borza vrednostnih papirjev je borza, katere organizator je polnopravni član svetovnega združenja borz) ali klirinško depotni družbi v zvezi s pridobitvijo kapitala.

5.3.4 Odsvojitve kapitala

Pri pogodbeni odsvojitvi kapitala se za čas odsvojitve šteje datum sklenitve prodajne pogodbe (ZDoh-1, 2004, 95. člen). Za vrednost kapitala ob odsvojitvi se šteje v prodajni ali drugi pogodbi navedena vrednost kapitala ob odsvojitvi (ZDoh-1, 2004, 92. člen). Vrednost kapitala se sme zmanjšati za stroške provizije v velikosti dejanskih stroškov, vendar skupaj ne več kot 1% vrednosti odsvojenega kapitala, ki jo je zavezanec plačal za posredovanje pri odsvojitvi kapitala.

Prenos lastninske pravice nad kapitalom na drugo osebo lahko poteka na obdavčljiv ali na neobdavčljiv način. Obdavčene so vse odsvojitve kapitala, razen neobdavčljivih in oproščenih. Za obdavčljivo odsvojitve kapitala (Zdoh-1, 2004, 87. člen) se šteje vsaka odsvojitve kapitala, kot je prodaja kapitala, dajanje kapitala v dar, zamenjava kapitala, izplačilo lastniškega deleža v primeru prenehanja gospodarske družbe, zadruga ali druge

oblike organiziranja, zmanjšanje deleža v okviru zmanjšanja lastniškega kapitala gospodarske družbe, zadruga ali druge oblike organiziranja ter drugi primeri izplačila lastniškega deleža, izplačanega v denarju ali v naravi. Plačila dohodnine pa so oproščeni dobički iz kapitala, doseženi pri prvi odsvojitvi delnic, ali deležu v kapitalu, pridobljenem v procesu lastniškega preoblikovanja podjetij (Zdoh-1, 2004, 89. člen).

5.3.5 Odlog ugotavljanja davčne obveznosti

Ugotavljanje davčne obveznosti se lahko odloži pri naslednjih odsvojitvah kapitala:

- podaritvi kapitala zavezančevemu zakoncu ali otroku;
- zamenjavi deleža v okviru zamenjave kapitalskih deležev, združitvev in delitev, kot so opredeljene v zakonu, ki ureja davek od dohodkov pravnih oseb za namene obdavčitve pri zamenjavi kapitalskih deležev in obdavčitve pri združitvah in delitvah.

Ob prenosu kapitala začno novemu lastniku kapitala ponovno od začetka teči roki, znotraj katerih je odsvojitve obdavčljiva. Kadar se ugotavljanje davčne osnove odloži, se v primeru ko zakonec ali otrok zavezanca pridobi kapital z obdaritvijo, kot nabavna vrednost šteje nabavna vrednost kapitala v času, ko je kapital pridobil darovalec. Pri zamenjavi deleža v okviru zamenjave kapitalskih deležev se kot nabavna vrednost upošteva nabavna vrednost zamenjanih deležev v času njihove pridobitve, zmanjšana za denarno doplačilo.

5.3.6 Obdavčitev po načelu svetovnega dohodka

Zakon o deviznem poslovanju, ki je začel veljati leta 1999 (ZDP-1, 1999), je rezidentom Republike Slovenije omogočil, da kupujejo vrednostne papirje v tujini. Dobiček iz kapitala je bil do nove finančne reforme obdavčen le, če ga je obdavčila tuja država, v kateri je slovenski rezident dobiček ustvaril. Neobdavčeni kapitalski dobički pri trgovanju na tujih borzah so bili velika davčna prednost, zaradi katere se je marsikateri investitor odločil za vstop na tuje trge.

Z novim zakonom so obdavčeni tudi dobički iz kapitalskih naložb v tujini. Za tako ustvarjene dobičke velja enaka stopnja obdavčitve kot za vrednostne papirje v Sloveniji, postavlja pa se vprašanje, kako bo davčna uprava zbirala podatke o naložbah.

5.4 KRITIČNE OCENE NOVEGA ZAKONA O DOHODNINI

Nova zakonodaja je v javnosti sprožila precej kritik. Poleg splošnega neodobravanja so bili najbolj nezadovoljni managerji. Združenje managerjev je menilo, da obdavčitev odvrča zasebnike od aktivnega lastništva v gospodarskih družbah, kar naj bi bil eden od temeljev uspešnega razvoja gospodarstva. Poleg tega so bili managerji mnenja, da obdavčitev onemogoča notranje lastništvo in managersko-delavske odkupe. Direktor naj bi bil z novim zakonom izenačen s špekulantom, ki le išče možnosti za hiter zaslužek. Nasprotno naj bi po

mnenju Združenja managerjev, manager z vlaganjem v delnice podjetja, ki ga upravlja, izkazoval dolgoročno zavezanost in zaupanje v podjetje (Šešok, 2004, str. 3).

Najbolj burno so se odzvali tisti, ki so s sprejetjem zakona postali pretežni lastniki. Managerji se kot davčni zavezanci v najvišjem dohodninskem razredu niso strinjali s 50-odstotno mejno stopnjo obdavčitve. Z obdavčitvijo se niso strinjali tudi uspešni podjetniki, ki so s svojim delom povečali kapital družbe na več kot 200 milijonov tolarjev. Po mnenju Šešoka (2004, str. 3) obstaja velika razlika med obdavčitvijo managerjev ali podjetnikov. Managerji namreč kljub razmeroma enostavni prodaji deležev še vedno ostanejo direktorji podjetja. Nasprotno podjetniki s prodajo izgubijo vpliv nad pretežnim delom svojega podjetja.

Davčni svetovalci so bili mnenja, da je stopnja obdavčitve previsoka. Kljub temu da davek na kapitalski dobiček poznajo v številnih državah, so bile davčne stopnje bodisi nižje kot v Sloveniji, bodisi so glede na čas trajanja upadale (Rednak, 2004, str. 22).

Že ob izidu zakona pa se je pričelo močno razpravljati tudi o ustavnosti 86. člena Zakona o dohodnini (2004). Zakon namreč za prodajo pretežnega lastniškega deleža ni predvideval 3-letne oprostitve (od dneva pridobitve do dneva odsvojitve kapitala), ki so je bili deležni ostali delničarji. Ustavni spor ni nastopil, ob kasnejši spremembi zakonodaje leta 2005 pa je vprašanje postalo tudi nerelevantno.

5.5 NAČINI IZOGNITVE PLAČILA DAVKA IZ KAPITALSKEGA DOBIČKA

Ker je od sprejetja zakona (junij 2004) do pričetka uporabe (januar 2005) minilo več kot pol leta, so se delničarji nanj tudi ustrezno pripravili. Imetniki pretežnih lastniških deležev, ki so po novem zakonu za vedno postali zavezanci plačila davka na kapitalski dobiček, so vse do konca leta 2004 iskali najugodnejše rešitve oz. optimirali svoje davčne obveznosti.

Prva izmed možnosti je bila prestavitev kapitala s fizične osebe na pravno osebo v Sloveniji, pri čemer je bilo potrebno upoštevati 16. člen novega Zakona o dohodnini, ki govori o povezanih osebah. Delničarji so tako lastni delež prodali svoji družbi, družba pa je lastniku izplačala kupnino. Kontrola nad delnicami je tako še naprej ostale nekdanjemu lastniku. Negativni vidik takšne prodaje je ta, da je družba za znesek kupnine zmanjšala premoženje, kar vpliva na njene razvojne možnosti.

Marsikateri delničar je prenesel premoženje na novo ustanovljeno podjetje v tujini, kjer kapitalski dobički niso obdavčeni. Država, ki so jo izbrali, je morala izpolnjevati tri pogoje: ni bilo prisotne obdavčitve kapitalskih dobičkov; ni bilo prisotne obdavčitve dobičkov gospodarskih družb; država je s Slovenijo podpisala sporazum o izogibanju dvojnemu obdavčevanju. V managerskih krogih so se kot takšne države omenjali Nizozemska in Ciper (Šešok, 2004, str. 3). A tudi pri ustanavljanju podjetij v tujini so morali lastniki paziti na 16. člen Zdoh-1. Če bi davčni zavezanec prenesel svoj pretežni lastniški delež v obliki stvarnega vložka le na eno osebo v tujini, bi še vedno dosegel mejo 60 milijonov tolarjev, in

sicer posredno prek povezane družbe, v kateri bi imel 100-% delež. Podjetje v tujini bi torej morale ustanoviti najmanj štiri fizične osebe, s po največ 25-% lastniškim deležem, s čimer pa bi se postopek optimiranja davčnih obveznosti dodatno zapletel. Prav tako so lahko vložki v tovrstna podjetja in njihovi letni obratovalni stroški razmeroma visoki. Podjetja morajo biti oblikovana glede na potrebe vsakega davčnega zavezanca posebej, primerna pa so predvsem v primeru predvidene prodaje družbe čez nekaj let oziroma v okviru širše davčne optimizacije poslovanja družbe (Borec, 2004, str. 18).

Možnost, ki je v tujini pogostejša, je bila tudi ta, da bi banka ustanovila holding, na katerega bi lastniki prenesli svoje lastniške deleže, v zameno pa dobili obveznice. V zameno bi dobili obveznice, ker kapitalski dobički iz naslova prodaje obveznic niso obdavčeni, obveznice pa bi imele najverjetneje možnost zamenjave za delnice. Druga možnost je bila prodaja delnic banki, ki bi v ta namen ustanovila skrbniški sklad in postala njegova lastnica. Kljub lastništvu banke pa bi prvotni lastnik delnic še vedno obdržal vsa pooblastila.

Za družbenike, ki v postopku davčne optimizacije niso želeli zapustiti slovenske jurisdikcije, in za uspešna družinska podjetja so bili primerni ukrepi razbitje večje družbe na več manjših, oblikovanje holdinga, umik kapitala ali ustrezna kombinacija podobnih ukrepov.

Kot davčno sporna izognitev pa se je smatralo shranjevanje delnic pri drugih osebah. Delničarji bi namreč lahko našli osebe, s katerimi bi bili v dobrih odnosih in jim prodali delnice po nižji ceni od nabavne. Na ta način ne bi realizirali kapitalskega dobička, delnice pa bi bile shranjene pri osebah, vrednih zaupanja. Davčna uprava bi se na omenjeni način najverjetneje hitro odzvala, a ji je dodatne probleme povzročal način priznavanja cen, ki jih zavezanci dosežejo zunaj trga. V zakonu namreč ne obstaja določba, ki bi določila, kdaj se priznajo pogodbene cene in kdaj je potrebno upoštevati tržne cene. Davčni organ sicer lahko v posebni obravnavi za vsakega posameznega zavezanca z oceno ugotovi realno oceno, vendar to terja daljši postopek in s tem poveča obseg dela (Borec, 2004, str. 18).

5.6 TRŽNE POSLEDICE OBDAVČITVE DOBIČKOV IZ KAPITALA

Zaradi obdavčitev kapitalskih dobičkov je marsikateri delničar svoj delež prodal na borzi oziroma prenesel kapital v tujino. Povečana prodaja delnic je najverjetneje negativno vplivala na tečaj delnic in borzni indeks SBI 20. Ob prodajah delnic nekaterih predsednikov uprav podjetij, ki so imeli v lasti veliko število delnic, je bilo zaznati padec indeksa. Dne 6.10.2004 je tako na primer takratni predsednik uprave podjetja Krka d.d., Miloš Kovačič, prodal delnice v vrednosti 55 mio SIT in najbrž pripomogel k padcu indeksa za 45 indeksnih točk. Podobno je na dan prodaje Intereuropovih delnic s strani predsednika uprave, Jožeta Kranjca, indeks padel za 21 indeksnih točk, vrednost prodaje pa je znašala 22,8 mio SIT. Padanje tečajev delnic je koristilo predvsem špekulantom, saj so le-ti lahko kupovali delnice največjih slovenskih podjetij po nižjih cenah.

5.6.1 Ravnanje nekaterih managerjev oz. pretežnih lastnikov

Za prodajo svojih deležev so se med drugimi odločili vsi člani uprave Mercator (Zoran Jankovič, Jadranka Dakič, Aleš Čerin, Marjan Sedej, Stanislav Brodnjak), nekdanji direktor Luke Koper d.d. (Bruno Korelič), nekdanji direktor podjetja Terme Čatež d.d. (Borut Mokrovič), nekdanji direktor podjetja Kolinska d.d. (Lojze Deželak), člana uprave podjetja Comet d.d. (Marjan Lorger in Albin Matavž), direktor podjetja Juteks d.d. (Milivoj Dolar), direktor podjetja Lesnina d.d. (Bojan Papič), direktor podjetja Autocommerce d.d. (Herman Rigelnik), predsednica uprave banke Probanka d.d. (Romana Pajenk), predsednik uprave in predsednik nadzornega sveta podjetja Merkur d.d. (Bine Kordež in Jakob Piskernik). Vsi managerji seveda niso prodali delnic na isti način. Nekateri člani uprav in nadzornih svetov so deleže prodali v kosih (kot npr. v Petrolu), drugi preko svežnjev, tretji na borznem trgu, nekateri pa tudi s pogodbami, sklenjenimi mimo vednosti borze.

Prav tako s prodajo niso vsi delničarji izgubili nadzora nad delnicami. Tako je npr. nekdanji predsednik uprave Mercator d.d., Zoran Jankovič, prodal svoje delnice podjetju Electa inženiring d.o.o., ki je v lasti Electa Holding d.d.. Le-ta pa je v lasti njegovih sinov. S prodajo delnic svoji družini je tako predsednik uprave ostal lastnik svojih delnic, ni ogrozil svojega položaja v podjetju, prav tako pa dokazal podporo slovenskemu lastništvu. Predsednik uprave KD Group d.d., Matjaž Gantar, je svoje premoženje zaradi davčnih razlogov prenesel na Nizozemske Antile, kjer je ustanovil družinsko fundacijo. Prav tako so svoje premoženje v tujino prenesli direktor podjetja Aktiva Invest d.d. (Darko Horvat), direktor podjetja Studio Moderna d.d. (Sandi Česko) in nekdanji direktor podjetja Megafin d.d. (Igor Lah).

5.7 SPREMEMBE NOVEGA ZAKONA O DOHODNINI

Po menjavi vlade na jesenskih volitvah 2004 je nova vlada, zaradi glasnih kritik zakona, 6.12.2004 spremenila obdavčitev pretežnih lastniških deležev (ZDoh-1B, 2004, 90. člen). Davčna osnova od dobička iz kapitala je bila tako v primeru, če je od pridobitve do odsvojitve kapitala ali njegovega dela preteklo najmanj tri leta, zmanjšana za 60%.

Omenjeni manjši spremembi pa je sledila bistvena sprememba zakona, sprejeta 8.12.2005. S 1.1.2006 so namreč obresti, dividende in dobiček iz kapitala postali obdavčeni po 20-% proporcionalni stopnji, ne glede na dohodninski razred (ZDoh-1D, 2005, 126.a člen.). S tem pa je bil ukinjen tudi poseben način obdavčitve pretežnih lastniških deležev.

Prav tako se je izničil vpliv časa posedovanja kapitala. Kapitalski dobiček je po spremembi predmet obdavčitve ne glede na čas posedovanja kapitala, pri čemer se davčna stopnja z leti zmanjšuje. Stopnja dohodnine od dobička iz kapitala znaša 20% in se znižuje vsakih pet let imetništva kapitala. To pomeni, da davčna stopnja po dopoljenih petih letih imetništva kapitala znaša 15%, po dopoljenih 10 letih 10%, po dopoljenih 15 letih 5% ter po dopoljenih 20 letih 0%. Za davčne zavezance je pomembna še prehodna določba, po kateri

se za nabavno vrednost vrednostnih papirjev in deležev, ki so bili pridobljeni pred 1.1.2003, šteje tržna vrednost na dan 1.1.2006 (ZDoh-1D, 2005, 59. člen.).

Znižanje davčne stopnje iz maksimalne 50-odstotne na 20-odstotno je bilo v javnosti sicer dobro sprejeto, vendar je močan negativni odziv sprožila ukinitve špekulativnega roka treh let. Z uvedbo zniževanja stopnje obdavčitve skozi čas pa se je Slovenija postavila ob bok drugim evropskim državam, ki že imajo takšno davčno prakso.

6 EKONOMETRIČNA ANALIZA VPLIVA OBDAVČITVE KAPITALSKIH DOBIČKOV NA AGENTSKE STROŠKE

6.1 HIPOTEZA

S pomočjo ekonometrične analize sem testirala hipotezo, da je sprememba obdavčitve kapitalskih dobičkov negativno vplivala na agentske stroške. To sem storila tako, da sem vse analizirane funkcije definirala v naslednji obliki:

Sprememba agentskih stroškov = f (sprememba managerskega lastništva, sprememba kontrolnih spremenljivk).

Ker naj bi se sprememba obdavčitve kapitalskih dobičkov najbolj izrazila v znižanju managerskega lastništva, sem testirala hipotezo o statistični značilnosti regresijskega koeficienta neodvisne spremenljivke spremembe managerskega lastništva. Hipotezo sem potrdila v primeru, ko je bil regresijski koeficient spremenljivke statistično značilno različen od nič ter nasprotnega predznaka, kot ga predpostavljajo teorija in analize ostalih avtorjev. Hipotezo tako lahko zapišemo tudi v obliki:

$$H_0 = b_{\text{MANAG.LAST.}} = 0$$

$$H_1 = b_{\text{MANAG.LAST.}} \neq 0 \quad ; \alpha = 0,05.$$

Hkrati sem ob preizkušanju hipoteze preučevala tudi vpliv vseh ostalih pojasnjevalnih spremenljivk in poskušala primerjati dobljene rezultate z izsledki ostalih raziskav o determinantah agentskih stroškov.

6.2 PODATKI

6.2.1 Izbira vzorca podjetij

V analizo so izbrana slovenska podjetja, na katera so vplivale začetne spremembe zakonodaje obdavčitev kapitalskih dobičkov, in sicer spremembe, sprejete do 12.6.2004. V analizo so tako zajeta podjetja, ki so bila v letih 2003 in 2004 uvrščena v borzno kotacijo na ljubljanski borzi vrednostnih papirjev ter je bilo za njih možno pridobiti vse potrebne podatke.

31.12.2003 je bilo na borznem trgu prisotnih 32 izdajateljev delnic, 31.12.2004 pa le še 29. Izmed 29 podjetij sem izločila podjetja, ki so opravljala finančne storitve (Probanka Maribor d.d., Nika investiranje in razvoj d.d.). Razlog temu je, da imajo ta podjetja drugačen način poslovanja in drugačno sestavo finančnih izkazov, ki ni primerljiva s finančnimi izkazi gospodarskih podjetij. Prav tako sem iz analize izločila podjetja, ki so bila v letu 2004 predmet prevzema (Kolinska d.d., Pivovarna Union d.d., Radenska d.d.), umika iz borzne kotacije (Tehnounion d.d.), ali pa za njih ni bilo možno pridobiti določenih podatkov (Delo d.d., Kompas MTS d.d., Pivovarna Laško d.d., Salus d.d.). Zaradi navedenih razlogov je tako v analizo uvrščenih le 19 podjetij.

6.2.2 Spremenljivke

Vse vrednosti neodvisnih spremenljivk so izražene v obliki absolutnih oz. relativnih sprememb med opazovanimi leti, saj sem preučevala vpliv sprememb davčne politike na spremembo agentskih stroškov. Vir vrednosti spremenljivk so revidirana letna poročila podjetij, zato vrednosti spremenljivk datirajo na zadnji dan poslovnih let 2003 in 2004.⁴

Odvisne spremenljivke

Kot mero agentskih stroškov sem izbrala več spremenljivk, saj sem poskušala najti najbolj primeren model. Opazovane odvisne spremenljivke so:

- $Y_1 = \Delta$ likvidna sredstva

Likvidna sredstva predstavljajo vsoto kratkoročnih naložb in denarnih sredstev. Spremenljivka je izračunana kot absolutna razlika med stanjem likvidnih sredstev konec leta 2004 in stanjem likvidnih sredstev konec leta 2003. Razlika je izražena v tisoč SIT. Vrednost likvidnih sredstev kot približek agentskih stroškov so med drugim v svojih raziskavah uporabili Jensen (1986, str. 324) in Opler et al. (1998, str. 16).

- $Y_2 = \Delta \frac{\text{likvidna sredstva}}{\text{sredstva}}$

Celotna sredstva v imenovalcu so izračuna kot knjigovodska vrednost aktive minus likvidna sredstva. Odvisno spremenljivko sem oblikovala v obliki razmerja zato, ker sprememba razmerja pogosto izrazi več kot absolutna sprememba vrednosti likvidnih sredstev. Spremenljivka je izračunana kot odstotna razlika med razmerjema konec opazovanih let. Kazalnik likvidnosti sredstev so kot približek agentskih stroškov uporabili Prowse (1990, str. 45), Opler et al. (1998, str. 8), Kayakachoian (2000, str. 24) in Kusnadi (2003, str. 22).

⁴ Vrednosti vseh spremenljivk, uporabljenih v analizi, so podane v Prilogi 3, Tabela 2.

- $Y_3 = \Delta \frac{\text{dolg}}{\text{sredstva}}$

Dolg v števcu predstavljajo kratkoročne in dolgoročne finančne obveznosti, sredstva v imenovalcu pa so zmanjšana za vrednost likvidnih sredstev. Spremenljivka je izračunana kot odstotna razlika med razmerjema konec opazovanih let. V teoriji spremenljivka ni bila nikoli uporabljena kot približek za agentske stroške, vendar pa je bila vedno predmet preučevanja asimetričnosti informacij, povezanih z agentskimi stroški (Myers in Majluf, 1984, str. 143; Jensen, 1986, str. 324; McConnell in Servaes, 1990, str. 147; Stulz 1990, str. 17; Hadlock in James, 2002, str. 1396).

- $Y_4 = \Delta \frac{\text{dividenda}}{\text{cena delnice}}$

Dividenda v števcu je izražena v višini izplačane dividende za opazovani poslovni leti, imenovalec pa predstavljata tržna tečaja delnic na ljubljanski borzi. Spremenljivka je izračunana kot odstotna razlika med razmerjema konec opazovanih let. Razmerje med dividendo in ceno delnice prav tako v sorodnih raziskavah ni predstavljalo odvisne spremenljivke. Je pa kazalnik predmet mnogih raziskav, ki preučujejo povezanost med izplačanimi dividendami in agentskimi stroški (Easterbrook, 1984, str. 652; Jensen, 1986, str. 324; Dittmar in Mahrt-Smith, 2005, str. 34; Porta et al., 2000, str. 18).

Neodvisne spremenljivke

Posledice obdavčitve kapitalskih dobičkov so se najbolj izrazile v spremenjenem deležu managerskega lastništva. Kot najpomembnejšo neodvisno spremenljivko sem tako izbrala spremembo lastniškega deleža podjetij v rokah članov uprave.

- $X_1 = \Delta \text{ managersko lastništvo}$

Spremenljivka je izračunana kot odstotna razlika med deležema konec opazovanih let. Delež managerskega lastništva je kot pojasnjevalna spremenljivka prisoten skoraj v vsaki analizi agentskih stroškov. Jensen in Meckling (1976, str. 310), Morck et al. (1988, str. 299), McConnel in Servaes (1990, str. 147), Opler et al. (1998, str. 8), Jin in Kothari (2005, str. 15) so le nekateri izmed avtorjev, ki so raziskovali povezanost med managerskim lastništvom in agentskimi stroški.

Kot dopolnilo managerskemu lastništvu sem izbrala še nekaj kontrolnih spremenljivk:

- $X_2 = \Delta$ lastniški delež 5 največjih delničarjev

Lastniški delež je izračunan kot vsota deležev petih največjih lastnikov podjetja. Spremenljivka je izračunana kot odstotna razlika med deležema konec opazovanih let. Spremenljivka meri koncentracijo lastništva in nadzor večjih lastnikov nad delovanjem članov uprave ter je bila kot kontrolna spremenljivka vključena v večino analiz agentskih stroškov (Schleifer in Vishny, 1986, str. 468; Grossman in Hart, 1988, str. 179; Opler et al. 1998, str. 9; Dittmar in Mahrt-Smith, 2005, str. 35).

- $X_3 = \overline{\text{sredstva}}$

Spremenljivka je izračunana kot povprečna knjigovodska vrednost sredstev minus likvidna sredstva v preučevanih letih, izražena v tisoč SIT. Velikost sredstev je v ekonomski teoriji najpogostejša kontrolna spremenljivka, ki meri velikost podjetja.

- $X_4 = \frac{\overline{\text{tržna vrednost sredstev}}}{\overline{\text{knjigovodska vrednost sredstev}}}$

Spremenljivka je izračunana kot povprečno razmerje v preučevanih letih, izraženo v odstotkih. Tržna vrednost sredstev je izračunana kot zmnožek med številom izdanih delnic in tržno ceno delnice konec opazovanih let. Spremenljivka meri precenjenost oziroma podcenjenost podjetja na trgu kapitala. Uporaba te spremenljivke v raziskavah je narasla predvsem po uporabi v trifaktorskem modelu avtorjev Fama in French (1992, str. 24), ki sta preučevala determinante delniških donosov. Prav tako spremenljivka meri verjetnost, da bo podjetje v prihodnosti izvedlo projekte s pozitivno NSV. Ob investiciji naj bi se povečala knjigovodska vrednost sredstev, pozitivna NSV pa naj bi se izrazila v višji tržni vrednosti sredstev. V preteklosti je precej avtorjev ugotovilo, da razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo sredstev predstavlja močno determinanto pri investicijskih odločitvah, ki posledično vplivajo tudi na agentske stroške (Smith in Watts, 1992, str. 266; Jung et al., 1996, str. 167; Opler et al., 1998, str. 11).

Pričakovani medsebojni vpliv spremenljivk

V Tabeli 2 so, glede na obstoječo teorijo, prikazani pričakovani vplivi neodvisnih spremenljivk na odvisne spremenljivke. Vpliv managerskega lastništva in koncentracije lastništva naj bi bil negativno povezan z višino likvidnih sredstev oz. razmerjem med likvidnimi sredstvi in sredstvi. Ravno nasprotno naj bi se ob povečanju prvih dveh neodvisnih spremenljivk povečalo razmerje med dolgom in sredstvi ter razmerje med

izplačano dividendo in ceno delnice. Vpliv zadnjih dveh kontrolnih spremenljivk je neznan, saj so dosedanje raziskave dokazale različne smeri vpliva.

Tabela 2: Pričakovani medsebojni vpliv spremenljivk

Odvisne spremenljivke	Neodvisne spremenljivke			
	$Y_1 = \Delta \text{ LIK.SR}$	$Y_2 = \Delta \text{ LIK.SR} / \text{SR}$	$Y_3 = \Delta \text{ DOLG} / \text{SR}$	$Y_4 = \Delta \text{ DIV} / \text{CENA}$
$X_1 = \Delta \text{ MAN.LAST}$	-	-	+	+
$X_2 = \Delta \text{ NAJ.LAST}$	-	-	+	+
$X_3 = \overline{\text{SR}}$?	?	?	?
$X_4 = \overline{\text{TRŽ.SR} / \text{KNJ.SR}}$?	?	?	?

Vir: lasten povzetek izbrane literature.

6.3 METODOLOGIJA

Spremembe agentskih stroškov sem preučila z uporabo multiple linearne regresije. O multipli linearni regresiji govorimo, kadar preučujemo linearno odvisnost ene odvisne spremenljivke od več neodvisnih spremenljivk. Ocenjeni parametri funkcije oz. regresijski koeficienti nam povedo povprečno spremembo vrednosti odvisne spremenljivke pri danih vrednostih pojasnjevalnih spremenljivk. Ker podatkov za celotno populacijo ponavadi nimamo, sem modele preučevala na podlagi vzorčnih podatkov. Ocenjeni modeli predstavljajo le nekatere izmed mnogih modelov in se pod statistično predpostavko o normalni porazdelitvi vzorčnih ocen razlikujejo od populacijskih le zaradi slučajnih vplivov. Slučajni vplivi so vplivi tistih dejavnikov, ki vplivajo na neodvisno spremenljivko, vendar niso eksplicitno vključeni v model (Pfajfar, 2000, str. 79).

Analizirani modeli so zapisani v obliki, ki ustreza vzorčnim podatkom:

$$y_i = b_1 x_{1i} + b_2 x_{2i} + \dots + b_k x_{ki} + e_i \quad ; \quad (2)$$

pri čemer je:

- y_i cenilka pogojno pričakovane vrednosti neodvisne spremenljivke y ;
- b_1, \dots, b_k cenilke vrednosti β_1, \dots, β_k , ki predstavljajo parcialne regresijske koeficiente j -te pojasnjevalne spremenljivke;
- e_i cenilka vrednosti u_i , ki predstavlja slučajno napako pri i -ti opazovani enoti.

Parametre linearnih regresijskih funkcij sem ocenjevala z metodo navadnih najmanjših kvadratov. Metoda minimizira vsoto kvadratov odklonov dejanskih od ocenjenih vrednosti neodvisne spremenljivke (t.j. slučajnih napak) in ob izpolnjenosti predpostavk zagotavlja, da so parametri funkcije NENALICE (nepristranska, najboljša, linearna cenilka) (Pfajfar, 2000,

str. 83).⁵ Metoda je zaradi svojih lastnosti najpogosteje uporabljena metoda določanja regresijskih koeficientov. Hipoteze sem preverila z uporabo dvostranskega t-testa ustreznosti regresijskih koeficientov in pri tem uporabila računalniško izpisano natančno stopnjo značilnosti. Če je bila s t-testom izračunana stopnja značilnosti višja od ustrezne kritične vrednosti, sem zavrnila ničelno domnevo in potrdila, da je regresijski koeficient statistično značilno različen od nič pri določeni stopnji tveganja α .

Ena izmed slabosti metode najmanjših kvadratov je ta, da je vsem opazovanim enotam v modelu pripisana enaka utež. Na borznem trgu pa so se v opazovanih letih nahajala različno velika podjetja, zato obstaja verjetnost, da bi z vključitvijo podjetij, katerih vrednosti spremenljivk so izven povprečja ostalih, prišla do drugačnih rezultatov analize. Z namenom opredelitve osamelcev sem tako izvedla tudi analizo enostavnih linearnih regresij, kjer sem najprej vsako odvisno spremenljivko izrazila kot funkcijo le ene neodvisne spremenljivke. Za vsako funkcijo sem nato izdelala razsevni diagram, ki prikazuje porazdelitev odvisne spremenljivke glede na fiksne vrednosti neodvisne spremenljivke. Regresijska premica, ki v diagramu predstavlja pričakovane vrednosti y , mi je pomagala pri opredelitvi osamelcev. Kot osamelce sem označila spremenljivke, ki so se nahajale izven 95% intervala zaupanja, izrisanega okoli regresijske premice.⁶

Pri analizi multiple linearnih regresij sem tako uporabila dva nabora podatkov. Prvi nabor je bil sestavljen iz vseh preučevanih podjetij. Kot drugi nabor pa sem uporabila le podjetja, ki so bila znotraj 95% intervala zaupanja regresijske premice. Pri interpretaciji rezultatov obeh vrst analiz je potrebna velika previdnost. Izključitev osamelcev namreč predstavlja tveganje, zato večina raziskovalcev postopek uporablja le, kadar je osamelec posledica raziskovalčeve napake v zapisu podatka. Teorija, ki govori v prid vključitvi osamelcem, pravi da osamelec lahko izraža vplive, ki jih druge spremenljivke zaradi določenih omejitev niso sposobne prikazati. Ena izmed negativnih lastnosti osamelcev pa je dejstvo, da osamelec najpogosteje pripada populaciji, ki ni predmet naše raziskave, in ga je kot takšnega potrebno izločiti oziroma raziskati tudi drugo populacijo (Gujarati, 2003, str. 579).

Pri uporabi metode najmanjših kvadratov je prav tako potrebno preveriti, ali držijo predpostavke klasičnega normalnega linearnega regresijskega modela. Vrednosti odvisne spremenljivke niso odvisne samo od vrednosti pojasnjevalnih spremenljivk, ampak tudi od vrednosti slučajne spremenljivke u , kar pomeni, da slučajna spremenljivka, preko odvisne spremenljivke, vpliva na vrednost ocen regresijskih koeficientov. Kot pomembnejšo predpostavko sem preverila predpostavko, da se standardna napaka ocene porazdeljuje normalno.

⁵ Metoda temelji na sedmih predpostavkah: 1. pričakovana vrednost slučajne spremenljivke je enaka 0; 2. v regresijskem modelu ni prisotna avtokorelacija; 3. varianca slučajnih vplivov je konstantna; 4. pojasnjevalne spremenljivke so neodvisne od slučajne spremenljivke u ; 5. med pojasnjevalnimi spremenljivkami ne obstaja natančna linearna odvisnost; 6. slučajna spremenljivka je normalno porazdeljena z matematičnim upanjem, določenim s prvo predpostavko, in varianco, določeno s tretjo predpostavko.

⁶ V Prilogi 4 je prikazan primer identifikacije osamelca.

Ustreznost predpostavke sem preverila s testom normalnosti. Namen testa je bil ugotoviti, ali se standardna napaka ocene modela porazdeljuje normalno. Kot prvi test sem uporabila izris histogramov standardiziranih ostankov spremenljivke. Na x-osi so porazdeljene vrednosti standardiziranih ostankov posamezne spremenljivke, na y-osi pa frekvenca ostankov. V primeru, da frekvence sledijo zvončasti obliki normalne porazdelitve, lahko sklenemo, da se spremenljivka porazdeljuje normalno. Drugi test normalnosti je bil prav tako grafičen, imenuje pa se NPP test (normal probability plot). Pri tem diagramu so na x-osi porazdeljene vrednosti standardiziranih ostankov posamezne spremenljivke, na y-osi pa pričakovana vrednost standardiziranih ostankov, če bi se spremenljivka porazdeljevala normalno. Kadar se spremenljivka porazdeljuje normalno, bi morale točke v diagramu tvoriti bolj ali manj ravno črto.

Zaradi majhnega števila preučevanih podjetij (le 19 podjetij) je bilo pričakovati, da se standardna napaka ne porazdeljuje normalno. Oba testa normalne porazdelitve sta moja pričakovanja le potrdila. Prav tako je iz vrednosti mer asimetrije in sploščenosti (glej Tabelo 3) razvidno, da se tudi same spremenljivke ne porazdeljujejo normalno. Posledica nenormalne porazdelitve je, da t-test ni vedno zanesljiv test testiranja hipotez. V takšnih primerih ekonometrija narekuje transformacijo modela, s katero bi pridobili normalno porazdelitev spremenljivk. Zaradi majhnega vzorca se nisem odločila za transformacijo modela. Prav tako nisem nadalje preizkušala ostalih predpostavk modela, saj bi prišla do enakega zaključka.⁷

6.4 REZULTATI

6.4.1 Opisna statistika

V Tabeli 3 so prikazane opisne statistike preučevanih spremenljivk. Tabela prikazuje najmanjšo in največjo vrednost spremenljivk, njihove povprečne vrednosti ter standardne odklone. Spremenljivke so naslednje: sprememba likvidnih sredstev (Δ LIK.SR), sprememba razmerja med likvidnimi sredstvi in sredstvi (Δ LIK.SR / SR), sprememba razmerja med dolgom in sredstvi (Δ DOLG / SR), sprememba razmerja med izplačano dividendo in tržno ceno delnice (Δ DIV / CENA), sprememba managerskega lastništva (Δ MANAG.LAST), sprememba lastništva 5 največjih delničarjev (Δ NAJV.LAST.), povprečna vrednost sredstev (SR), povprečno razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo sredstev (TRŽ.SR / KNJIG.SR). Pri tem je potrebno upoštevati, da so od vseh knjigovodskih sredstev odšteta likvidna sredstva.

⁷ Tako npr. nisem preizkušala predpostavk o heteroskedastičnosti in multikolinearnosti modela.

Tabela 3: Opisna statistika preučevanih spremenljivk v obdobju 2003-2004 v % oz. tisoč SIT.

	Minimum	Maksimum	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Asimetričnost	Sploščenost
Δ LIK.SR (v tSIT)	-12.093.606,00	20.513.670,00	786.541,32	5.688.993,68	1,86	9,70
Δ LIK.SR / SR (v %)	-62,00	285,00	30,05	83,94	1,76	3,86
Δ DOLG / SR (v %)	-62,48	93,29	9,17	44,00	0,31	-0,37
Δ DIV / CENA (v %)	-100,00	241,00	-3,84	66,35	2,89	11,21
Δ MANAG.LAST (v %)	-100,00	50,28	-20,89	42,94	-0,86	-0,20
Δ NAJV.LAST (v %)	-28,36	24,50	0,30	10,37	-0,57	3,60
SR (v tSIT)	1.748.567,00	199.893.400,00	56.721.178,03	61.547.224,46	1,17	0,13
TRŽ.SR / KNJIG.SR (v %)	21,12	207,84	97,05	53,89	0,57	-0,71
N	19					

Vir: lastni izračuni.

Iz tabele je razvidno, da so se likvidna sredstva v proučevanem obdobju v povprečju povečala za 786 mio SIT. Razmerje med likvidnimi in knjigovodskimi sredstvi se je v povprečju povečalo za 30%, razmerje med dolgom in sredstvi za 9%, najmanj pa s eje znižalo razmerje med dividendo in ceno delnice, in sicer le za slabe 4%. Delež managerskega lastništva se je v povprečju zmanjšal za 21 odstotkov, kar je v skladu z mojo hipotezo. Delež petih največjih delničarjev se je v povprečju povečal za slabih 0,3%. Povprečna vrednost knjigovodskih sredstev v opazovanih podjetjih je znašala 56,7 mrd SIT, v povprečju pa je tržna vrednost sredstev predstavljala 97% knjigovodske vrednosti sredstev.

Ali se posamezna spremenljivka porazdeljuje normalno, nam povedo tudi mere asimetričnosti in sploščenosti. V primeru normalne porazdelitve sta obe meri enaki 0. Najbližje normalni porazdelitvi je tako spremenljivka razmerja med dolgom in sredstvi. Pozitiven predznak mere asimetrije pomeni asimetričnost v levo, negativen predznak pa asimetričnost v desno. Glede na omenjeni kriterij je izrazito asimetrična v levo spremenljivka spremembe likvidnih sredstev. Pozitiven predznak sploščenosti nakazuje bolj sploščeno porazdelitev spremenljivk, medtem ko negativen predznak pomeni bolj koničasto obliko porazdelitve. Najbolj opazna je koničasta porazdelitev pri odvisni spremenljivki razmerja med dividendo in ceno delnice.

6.4.2 Korelacijski koeficienti

Korelacijski koeficient meri smer povezanosti med dvema spremenljivkama. Vrednost korelacijskega koeficienta se nahaja med -1,00 in +1,00. Vrednost -1,00 izraža popolno negativno korelacijo, in obratno. Vrednost 0,00 predstavlja pomanjkanje korelacije.

V Prilogi 5 so prikazani korelacijski koeficienti spremenljivk in njihove stopnje značilnosti. Statistično značilni so le trije korelacijski koeficienti. Prvi koeficient meri povezanost med odvisno spremenljivko Δ LIK.SR in neodvisno spremenljivko Δ NAJV.LAST in je statistično značilen pri $\alpha=0,01$. Koeficient znaša -0,622, kar kaže na negativno povezanost med spremenljivkama. Spremenljivka Δ NAJV.LAST je negativno povezana tudi z odvisno

spremenljivko $\Delta \text{LIK.SR} / \text{SR}$, pri natančni stopnji značilnosti 0,021. Pozitivno povezanost zasledimo med odvisnima spremenljivkama $\Delta \text{LIK.SR}$ in $\Delta \text{LIK.SR} / \text{SR}$, kar pa je razumljivo, saj obe v svoji definiciji vsebujeta višino likvidnih sredstev. Ostali korelacijski koeficienti so nizkih vrednosti in statistično neznačilni.

6.4.3 Linearni regresijski model 1

Kot prvi model sem uporabila model, kjer odvisno spremenljivko predstavlja sprememba vrednosti likvidnih sredstev. Regresijski model je zapisan v naslednji obliki:

$$\Delta \text{LIK.SR}_i = b_1 + b_2 (\Delta \text{MANAG.LAST})_i + b_3 (\Delta \text{NAJV.LAST})_i + b_4 (\overline{\text{SR}})_i + b_5 (\overline{\text{TRŽ.SR} / \text{KNJ.SR}})_i + e_i \quad (3)$$

Tabela 4: Rezultati analize regresijskega modela 1

	Vzorec: vsa podjetja		Vzorec: izključeni sta Istrabenz d.d. in Sava d.d.	
R²	0,400		0,286	
R² – popravljeni	0,228		0,048	
F-stat (st. značilnosti)*	2,332 (0,106)		1,201 (0,360)	
Spremenljivka	Koeficient	St. značilnosti	Koeficient	St. značilnosti
Konstanta	412.547,658	0,883	-395.706,258	0,566
$\Delta \text{MANAG.LAST}$	4.907,345	0,867	-8.835,366	0,236
$\Delta \text{NAJV.LAST}$	-341.962,071**	0,011	-47.805,895	0,232
$\overline{\text{SR}}$	-0,005	0,802	0,00	0,960
$\overline{\text{TRŽ.SR} / \text{KNJ.SR}}$	8.949,304	0,690	6.892,577	0,229

* Vse stopnje značilnosti so izračunane pri dvostranskem preizkusu, ob ničelni domnevi, da so regresijski koeficienti enaki nič.

** Parcialni regresijski koeficient je značilen pri $\alpha=0,05$.

Vir: lastni izračuni.

Iz rezultatov je razvidno, da je v modelu, kjer so analizirana vsa podjetja, statistično značilen pri $\alpha=0,05$ le parcialni regresijski koeficient spremembe deleža 5 največjih delničarjev ($\Delta \text{NAJV.LAST}$). Parcialni regresijski koeficient $\Delta \text{NAJV.LAST}$ znaša -341.962,071, kar pomeni, da se je pri povečanju lastniškega deleža 5 največjih delničarjev za 1 odstotno točko znesek likvidnih sredstev v povprečju znižal za 341.962 tisoč SIT, pri predpostavki ceteris paribus. Ugotovljena negativna povezanost med lastniškim deležem večjih delničarjev in likvidnimi sredstvi je v skladu z raziskavami, ki so jih opravili drugi avtorji. Povečana koncentracija lastništva namreč povzroči večji nadzor nad managerji, kar vodi k znižanju vrednosti likvidnih sredstev.

Determinacijski koeficient modela znaša 0,400, kar pomeni, da je 40% variance vrednosti likvidnih sredstev pojasnenih z variiranjem izbranih neodvisnih spremenljivk.

V primeru izločitve osamelcev, ki ju predstavljata podjetji Istrabenz d.d. in Sava d.d., ni statistično značilen noben regresijski koeficient. Temu primerno tudi ne bom razlagala parcialnih regresijskih in determinacijskih koeficientov.

6.4.4 Linearni regresijski model 2

Naslednji regresijski model je zapisan v obliki:

$$\Delta \text{LIK.SR} / \text{SR}_i = b_1 + b_2 (\Delta \text{MANAG.LAST})_i + b_3 (\Delta \text{NAJV.LAST})_i + b_4 (\overline{\text{SR}})_i + b_5 (\overline{\text{TRŽ.SR} / \text{KNJ.SR}})_i + e_i \quad (4)$$

Tabela 5: Rezultati analize regresijskega modela 2

	Vzorec: vsa podjetja		Vzorec: izključen Istrabenz d.d.	
	Koeficient	St. značilnosti	Koeficient	St. značilnosti
R²	0,344		0,211	
R² – popravljeni	0,156		-0,032	
F-stat (st. značilnosti)*	1,834 (0,178)		0,868 (0,509)	
Spremenljivka	Koeficient	St. značilnosti	Koeficient	St. značilnosti
Konstanta	26,742	0,538	15,373	0,647
Δ MANAG.LAST.	0,448	0,329	-0,633***	0,091
Δ NAJV.LAST.	-4,672**	0,020	-0,621	0,744
$\overline{\text{SR}}$	0,000	0,443	0,000	0,503
$\overline{\text{TRŽ.SR} / \text{KNJ.SR}}$	0,094	0,784	-0,037	0,891

* Vse stopnje značilnosti so izračunane pri dvostranskem preizkusu, ob ničelni domnevi, da so regresijski koeficienti enaki nič.

** Parcialni regresijski koeficient je značilen pri $\alpha=0,05$.

*** Parcialni regresijski koeficient je značilen pri $\alpha=0,10$.

Vir: lastni izračuni.

V modelu, kjer so analizirana vsa podjetja, je ponovno statistično značilen pri $\alpha=0,05$ le parcialni regresijski koeficient spremembe deleža 5 največjih delničarjev. Parcialni regresijski koeficient Δ NAJV.LAST znaša -4,672, kar pomeni, da se je pri povečanju lastniškega deleža 5 največjih delničarjev za 1 odstotno točko razmerje med likvidnimi sredstvi in sredstvi v povprečju znižalo za 4,67 odstotne točke, pri predpostavki ceteris paribus.

Determinacijski koeficient je nižji kot v modelu 1 in znaša 0,344. To pomeni, da je z variiranjem izbranih pojasnjevalnih spremenljivk pojasnjene 34% variance vrednosti likvidnih sredstev.

V primeru izločitve osamelca (Istrabenz d.d.) ni statistično značilen noben parcialni regresijski koeficient.⁸ Je pa potrebno opozoriti, da bi ob upoštevanju stopnje značilnosti $\alpha=0,10$ ali upoštevanju enostranskega preizkusa pri stopnji značilnosti $\alpha=0,5$, bil statistično značilen parcialni regresijski koeficient spremembe managerskega lastništva. Parcialni regresijski koeficient Δ MANAG.LAST znaša -0,633, kar pomeni, da se bi pri povečanju managerskega lastništva za 1 odstotno točko razmerje med likvidnimi sredstvi in sredstvi v povprečju znižalo za 0,63 odstotne točke, pri predpostavki ceteris paribus.

6.4.5 Linearni regresijski model 3

Tretji regresijski model je zapisan v obliki:

$$\Delta \text{DOLG} / \text{SR}_i = b_1 + b_2 (\Delta \text{MANAG.LAST})_i + b_3 (\Delta \text{NAJV.LAST})_i + b_4 (\overline{\text{SR}})_i + b_5 (\overline{\text{TRŽ.SR} / \text{KNJ.SR}})_i + e_i \quad (5)$$

Tabela 6: Rezultati analize regresijskega modela št. 3

	Vzorec: vsa podjetja		Vzorec: izključena Droga d.d.	
R²	0,076		0,053	
R² – popravljeni	-0,189		-0,239	
F-stat (st. značilnosti)*	0,286 (0,882)		0,180 (0,945)	
Spremenljivka	Koeficient	St. značilnosti	Koeficient	St. značilnosti
Konstanta	10,767	0,689	10,859	0,697
Δ MANAG.LAST.	0,085	0,763	0,092	0,759
Δ NAJV.LAST.	-0,937	0,414	-0,851	0,564
$\overline{\text{SR}}$	0,000	0,706	0,000	0,718
$\overline{\text{TRŽ.SR} / \text{KNJ.SR}}$	-0,039	0,857	-0,034	0,880

* Vse stopnje značilnosti so izračunane pri dvostranskem preizkusu, ob ničelni domnevi, da so regresijski koeficienti enaki nič.

Vir: lastni izračuni.

Iz tabele je razvidno, da, ne glede na uporabo vzorca, ni statistično značilen noben parcialni regresijski koeficient. V obeh prejšnjih modelih je bila statistično značilna vsaj sprememba lastništva večjih delničarjev, v modelu 3 pa temu ni tako. Prav tako je determinacijski koeficient modela izredno nizek. Iz navedenega lahko sklepamo, da razmerje med dolgom in sredstvi ne predstavlja primerne odvisne spremenljivke, ki bi pojasnjevala agentske stroške. Potrditev tej domnevi najdemo tudi v literaturi, saj nisem zasledila, da bi kateri izmed avtorjev kot približek agentskih stroškov uporabil razmerje med dolgom in sredstvi.

⁸ Delež največjih lastnikov v podjetju Istrabenz d.d. se je v letu 2004 v primerjavi z deležem v letu 2003 zmanjšal za 20%, likvidna sredstva pa so se povečala za 300%. Omenjeni pojav je v skladu z ekonomsko teorijo, vendar to še ne predstavlja

6.4.6 Linearni regresijski model 4

Zadnji regresijski model je zapisan v obliki:

$$\Delta \text{DIV} / \text{CENA}_i = b_1 + b_2 (\Delta \text{MANAG.LAST.})_i + b_3 (\Delta \text{NAJV.LAST.})_i + b_4 (\overline{\text{SR}})_i + b_5 (\overline{\text{TRŽ.SR} / \text{KNJ.SR}})_i + e_i \quad (6)$$

Tabela 7: Rezultati analize regresijskega modela št. 4

	Vzorec: vsa podjetja		Vzorec: izključen Comet d.d.	
R^2	0,393		0,381	
R^2 – popravljeni	0,220		0,190	
F-stat (st. značilnosti)*	0,114		0,154	
Spremenljivka	Koeficient	St. značilnosti	Koeficient	St. značilnosti
Konstanta	47,515	0,162	7,808	0,637
$\Delta \text{MANAG.LAST.}$	-0,747**	0,044	-0,056	0,767
$\Delta \text{NAJV.LAST.}$	-1,111	0,427	-1,440**	0,043
$\overline{\text{SR}}$	0,000	0,074	0,000	0,229
$\overline{\text{TRŽ.SR} / \text{KNJ.SR}}$	-0,422	0,123	-0,175	0,188

* Vse stopnje značilnosti so izračunane pri dvostranskem preizkusu, ob ničelni domnevi, da so regresijski koeficienti enaki nič.

** Parcialni regresijski koeficient je značilen pri $\alpha=0,05$.

Vir: lastni izračuni.

Model 4 je razkril najbolj presenetljive rezultate. Tokrat je v modelu, kjer so analizirana vsa podjetja, statistično značilen pri $\alpha=0,05$ le parcialni regresijski koeficient spremembe managerskega lastništva ($\Delta \text{MANAG.LAST.}$). Parcialni regresijski koeficient $\Delta \text{MANAG.LAST.}$ znaša -0,747, kar pomeni, da se je pri povečanju managerskega lastništva za 1 odstotno točko razmerje med izplačano dividendo in ceno delnice v povprečju znižalo za 0,75 odstotne točke, pri predpostavki ceteris paribus.

Statistična značilnost spremembe managerskega lastništva potrjuje mojo hipotezo in je v skladu z rezultati analiz ostalih avtorjev, ki so preučevali determinante agentskih stroškov. Znižanje managerskega lastništva namreč poveča agentske stroške, s čimer se znižajo izplačane dividende. Kljub temu je možno, da se razmerje zniža tudi zaradi povišane cene delnic.⁹

V primeru, da bi uporabili stopnjo značilnosti $\alpha=0,10$, bi bil statistično značilen tudi parcialni regresijski koeficient povprečne vrednosti knjigovodskih sredstev. Vendar je vrednost

100-% zagotovila, da bi ga obdržali v modelu.

⁹ Takšen primer je osamelec Comet d.d. Managerji podjetja so v letu 2004 prodali vse lastniške deleže, tečaj delnice v letu 2004 je primerjavi z letom 2003 padel, vrednost dividende pa narasla.

parcialnega koeficienta blizu nič, zato bi bil vpliv povprečne vrednosti sredstev na odvisno spremenljivko zanemarljiv.

Determinacijski koeficient znaša 0,393, kar pomeni, da je 39% variance vrednosti likvidnih sredstev pojasnenih z variiranjem izbranih pojasnjevalnih spremenljivk.

V primeru izločitve podjetja Comet d.d. sprememba managerskega lastništva ni več statistično značilna. Statistično značilen postane drug parcialni regresijski koeficient, in sicer sprememba deleža 5 največjih delničarjev. Parcialni regresijski koeficient pri Δ NAJV.LAST znaša -1,440, kar pomeni, da se je pri povečanju lastniškega deleža 5 največjih delničarjev za 1 odstotno točko razmerje med izplačano dividendo in ceno delnice v povprečju znižalo za 1,44 odstotne točke, pri predpostavki ceteris paribus. Determinacijski koeficient v tem modelu je za spoznanje nižji kot pri modelu z vzorcem vseh podjetij, in sicer znaša 0,381.

7 SKLEP

V ekonomski teoriji in gospodarski praksi velja mnenje, da managersko lastništvo pripomore k uskladitvi interesov med managerji in lastniki ter posledično večji uspešnosti podjetja. V Sloveniji managerji pridobivajo lastniške deleže preko nakupov delnic, delniških opcij ali celo managerskih odkupov podjetij. Managerski razlogi za povečanje lastniškega deleža ležijo predvsem v možnosti lastnega zaslužka, zaradi česar nemalokrat pride do zlorab njihovega položaja v podjetju.

Kot ena izmed pomembnih determinant managerskega lastništva pa se je leta 2004 izkazala tudi obdavčitev kapitalskih dobičkov. Zaradi želje po razbremenitvi obdavčitve dela je vlada s spremembo Zakona o dohodnini pomembno spremenila obdavčitev kapitala. Na tem področju sta bili najpomembnejši novosti obdavčitev pretežnih lastniških deležev in ukinitvev triletnega špekulativnega roka.

Reakcija javnosti je bila močno negativna, še posebej pa so bili nezadovoljni vodilni v podjetjih, saj jih je sprememba zakonodaje najbolj zadevala. Managerji so se zakonu primerno odzvali in v času med sprejetjem zakona in dejansko uveljavitvijo poskušali optimizirati svoj davčni položaj. Najpogostejša ukrepa sta bila prodaja delnic na trgu ali prenos delnic na povezano osebo. Pri tem je bilo veliko kapitala prenešenega v tujino, v davčno bolj ugodne države.

Kljub očitnemu pozitivnemu učinku (t.j. povišanju davčnih prihodkov) tako strukturirana obdavčitev nosi s seboj tudi negativne posledice. Višja obdavčitev naj bi zavirala razvoj kapitalskega trga, znižala obseg naložb, spodbudila beg kapitala v tujino, odvrčala zaposlene od aktivnega lastništva v podjetjih, vse skupaj pa naj bi vodilo v nižjo uspešnost podjetij in nižjo gospodarsko rast.

V diplomski nalogi sem podrobneje proučila vpliv spremembe obdavčitev kapitalskih dobičkov na agentske stroške. S pomočjo multiple linearne regresije sem preverila hipotezo,

da je sprememba obdavčitve kapitalskih dobičkov negativno vplivala na agentske stroške. V vzorec je bilo izbranih 19 slovenskih podjetij borzne kotacije, na katera so vplivale spremembe zakonodaje obdavčitev kapitalskih dobičkov, sprejete v letu 2004. Odvisno spremenljivko so predstavljali približki za agentske stroške, najpomembnejša neodvisna spremenljivka pa je bila sprememba deleža managerskega lastništva. Zaradi majhnega vzorca je obstajala velika verjetnost, da bi posamezne enote prekomerno vplivale na rezultate analize. Tako sem izvedla dve vrsti regresij: eno z vsemi enotami v vzorcu in drugo z izključenimi osamelci.

V primeru analize vseh podjetij v vzorcu je bila ugotovljena statistično značilna negativna povezava med spremembo deleža največjih lastnikov in spremembo likvidnih sredstev oziroma spremembo razmerja med likvidnimi sredstvi in knjigovodskimi sredstvi. Ugotovljena povezava je v skladu z raziskavami ostalih avtorjev. Povečana koncentracija lastništva namreč povzroči večji nadzor nad managerji, kar vodi k znižanju vrednosti likvidnih sredstev. Prav tako je bila ugotovljena negativna odvisnost med spremembo managerskega deleža in spremembo razmerja med dividendami in ceno delnice. S tem sem tudi potrdila zastavljeno hipotezo.

Rezultati analize podjetij, iz katerih so izključeni osamelci, se od zgoraj navedenih precej razlikujejo. Statistično značilna je bila namreč le negativna povezanost med spremembo deleža največjih lastnikov in spremembo razmerja med dividendami in ceno delnice.

Rezultate opravljenih regresij je potrebno interpretirati ob upoštevanju dejstva, da je v vzorec zajetih le 19 podjetij. Temu ustrezno so kršene predpostavke o normalni porazdelitvi spremenljivk, prav tako pa bi lahko močan vpliv imeli sami osamelci. Prav tako je potrebno upoštevati tudi razmere na slovenskem trgu kapitala, ki občasno ne odsevajo realnih razmer v gospodarstvu. Tako je moja analiza le dobra osnova za prihodnje raziskave, v katerih bi bilo potrebno razširiti vzorec tudi na podjetja s prostega trga in podaljšati preučevano obdobje.

LITERATURA

1. Agrawal A, Knoeber C. R.: Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Seattle, 31(1996), 3, str. 377-397.
2. Ang James. S., Cole Rebel. A., Lin James W.: Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, New York, 55(2000), 5, str. 81-104.
3. Bajuk Jože: Nagrajevanje uprav in nadzornih organov v EU in Sloveniji. Ljubljana : Združenje članov nadzornih svetov, 2004, 62 str.
4. Beiner S., Drobetz W., Schmid F., Zimmermann H.: Is board size an independent corporate governance mechanism? Working Paper. Basel : University of Basel, 2003, 34 str.
5. Berle A., Means G.: *The Modern Corporation and Private property*. New York: Harcourt College Pub, 1932, 426 str.
6. Berlin M., Mester L.: Debt Covenants and Renegotiation. *Journal of Financial Intermediation*, San Diego 2(1992), 2, str. 95-133.
7. Billet M. T., Flannery M. J., Garfinkel J. A.: The effect of lender identity on a borrowing firm's equity return. *Journal of Finance*, New York, 50(1995), 1, str. 699-718.
8. Borec Črtomir: Kako preprečiti nepotrebno obdavčitev pretežnega lastniškega deleža z dohodnino. *Finance*, Ljubljana, 2004, 120, str. 18.
9. Boycko M., Schleifer A., Vishny R. W.: *A Theory of Privatization*. *The Economic Journal*, Cambridge, 106(1996), 7, str. 263-279.
10. Cadbury A.: *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. London : Gee Publishing, 1992, 32 str.
11. Carlin W., Reenen J. V., Wolfe T.: Enterprise Restructuring in Early Transition: The Case Study Evidence. *Economics of Transition*, Binghamton, 3(1995), 3, str. 54-67.
12. Cho M.: Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial economics*, Amsterdam, 47(1998), 9, str. 103-121.
13. Claessens S., Djankov S.: *Managers, incentives and Corporate Performance: evidence from the Czech Republic*. Amsterdam : World Bank, 1998, 24 str.
14. Cnossen S., Richar M. B.: *The Personal Income Tax. Phoenix from the Ashes?* Amsterdam : North Holland, 1990, 321 str.
15. Core J. E., Guay W., Larcker D.: *Executive equity compensation and incentives: a survey*. Working paper. Pennsylvania : University of Pennsylvania, 2001, 60 str.
16. Debeljak Mateja: *Prezemi podjetij v Sloveniji po odpravi družbene lastnine*. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996, 61 str.
17. Demsetz H., Villalonga B.: Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, New York, 7(2001), 2, str. 209-233.
18. Demsetz H., Lehn K.: The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, Chicago, 93(1985), 5, str. 1155-1177.

19. Dittmar Amy, Mahrt-Smith Jan: Corporate Governance and the Value of Cash Holdings. Working paper. Michigan : University of Michigan, 2005, 45 str.
20. Dittmar A., Mahrt-Smith J., Servaes H: International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Seattle, 38(2003), 4, str. 111-133.
21. Earle J., Estrin S., Leshchenko L.: Ownership structures, patterns of control and enterprise behavior in Russia. Discussion paper No 315. London : Centre for Economic Performance, 1996, 70 str.
22. Easterbrook Frank: Two agency cost explanations of dividends. *American Economic Review*, Nashville, 74(1984), 1, str. 650-659.
23. Eisenberg T., Sundgren S., Wells T.W.: Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 48(1998), 10, str. 35-54.
24. Fama E., Jensen M.: Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Chicago, 88(1983), 2, str. 301-325.
25. Fama Eugene. F., French Kenneth R.: The economic fundamentals of size and book-to-market equity. Working paper. Chicago : University of Chicago, 1992, 56 str.
26. Friend K, Lang K.: An Empirical test of the impact of Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*, New York, 43(1988), 5, str. 271-281.
27. Frydman R., Gray C., Hessel M., Rapaczynski A.: When does privatization work? The impact of private ownership on corporate performance in the transition economies. *The Quarterly Journal of Economics*, Chicago, 114(1999), 4, str. 1153-1191.
28. Grossman S. J., Hart O.D.: One share-one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam 20(1988), 3, str. 175-202.
29. Gujarati Damodar N.: *Basic Econometrics*, 4th edition. New York : McGraw-Hill, 2003, 1002 str.
30. Habib M. L., Ljungqvist A. P.: Firm value and managerial incentives: A stochastic frontier approach. *Journal of Business*, Chicago, 78(2005), 2, str. 2053 -2094.
31. Hadlock C. J., James C. M.: Do Banks Provide Financial Slack? *The Journal of Finance*, New York, 57(2002), 5, str. 1383-1419.
32. Harford Jarrad: Corporate Cash Management, Excess Cash and Acquisitions. Doctor Thesis. New York : University of Rochester, 1998, 101 str.
33. Harford J., Mansi S. A., Maxwell W. F.: Corporate Governance and Firm Cash Holdings. Working paper. Washington : University of Washington, 2004, 33 str.
34. Hermalin B. E., Weisbach M. S.: The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Journal of Corporate Finance*, New York, 10(1991), 2, str. 101-112.
35. Hickman Kent A., Byrd John W.: Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 32(1992), 9, str. 195-221.

36. Himmelberg C., Hubbard R. G., Palia D.: Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 53(1999), 5, str. 353-384.
37. Holderness C., Krasner R., Sheehan D.: Were the good old days that good? Evolution of managerial stock ownership and corporate governance since the great depression. *Journal of Finance*, New York, 54(1999), 1, str. 435-469.
38. Hutchinson, Gul: Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, New York 10(2004), 2, str. 595-614.
39. Jensen Michael C.: Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, Nashville, 76(1986), 3, str. 323-329.
40. Jensen Michael C., Meckling William H.: Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 3(1976), 7, str. 305-360.
41. Jin Li, Kothari S. P.: Determinants of Management Ownership of Unrestricted Equity: overconfidence versus Tax Explanations. Working paper. Harvard : Harvard Business School, 2005, 44 str.
42. Jung K., Kim Y., Stulz R.: Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 42(1996), 2, str. 159-185.
43. Kayakachoian Gary: On agency costs and firm's decisions. Doctor dissertation. Rhode Islands : University of Rhode Islands, 2000, 126 str.
44. Keynes J.M.: *The General Theory of Employment. Interest and Money*. Cambridge : Macmillan Cambridge University Press, 1936, 403 str.
45. Kole S. R.: Measuring Managerial Equity Ownership: A Comparison of Sources of Ownership Data. *Journal of Corporate Finance*, New York, 1(1995), 5, str. 413-435.
46. Kovač Stanislav: Davčni ekstremisti. *Finance*, Ljubljana, 2004, 200, str. 8.
47. Kusnadi Y.: Corporate Cash Holdings, Board Structure, and Ownership Concentration: Evidence from Singapore. Working paper. Hong Kong : University of Science and Technology Hong Kong, 2003, 37 str.
48. Lee S., Ryu K.: Management ownership and firm's value: an empirical analysis using panel data. Discussion paper No. 593. Osaka : The institute of Social and Economic Research Osaka, 2003, 12 str.
49. Leibfritz W., Thornton J., Bibbee A.: Taxation and Economic Performance. Working paper No 176. Paris : OECD, 1997, 141 str.
50. Lin S., Pope P., Young S.: Stock market reaction to the appointment of outside directors. *Journal of Business Finance and Accounting*, New York, 30(2003), 10, str. 351-382.
51. McConnell J. J., Servaes H., Lins K. V.: Changes in Equity Ownership and Changes in the Market Value of the firm. Working Paper. Purdue : University of Purdue, 2004, 41 str.
52. McConnell J. J., Servaes H.: Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 39(1995), 3, str. 131-157.

53. McConnell J. J., Servaes H.: Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 27(1990), 7, str. 595-612.
54. Milivojevič Gregor: Managerski odkup podjetja pri spreminjanju lastništva slovenskih podjetij: primer BTC d.d. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002, 43 str.
55. Miller M.H., Orr D.: A model of the demand for money by firms. *Journal of Economics*, Chicago, 80(1966), 1, str. 413-435.
56. Modigliani F, Miller M. H.: Corporate Income taxes and the Cost of Capital: A correction. *American Economic Review*, Nashville 53(1963), 3, str. 433-443.
57. Morck R., Schleifer A., Vishny R. W.: Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 20(1988), 5, str. 293-315.
58. Mueller E., Spitz A.: Managerial Ownership and Firm Performance in German Small and Medium-Sized Enterprises. Working paper. London : Centre for Economic performance, 2002, 29 str.
59. Murphy K.: Executive compensation. *Handbook of labor Economics*, Mastersam, 3(1999), 1, str. 176-198.
60. Myers S.C.: Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 5(1977), 2, str. 137-175.
61. Myers S. C., Majluf N. S.: Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information That Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 13(1984), 4, str. 187-221.
62. Opler Tim, Pinkowitz Lee, Stulz Rene, Williamson Rohan: The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 52(1998), 1, str. 3-46.
63. Pearce J. A., Zahra S. A.: The relative power of CEOs and boards of directors: associations with corporate performance. *Strategic Management Journal*, New York, 12(1991), 3, str. 135-153.
64. Peklar L.: Prvotna akumulacija kapitala po slovensko. *Manager*, Ljubljana, 2002, 9, str. 56-59.
65. Peklar L. F., Podbevšek G.: Manager naj bo lastnik. Četrtnski. *Manager*, Ljubljana, 2002, 6, str. 46-49.
66. Pfajfar Lovrenc: *Ekonometerija*, Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000, 118 str.
67. Porta R., Lopez de Silanes F., Schleifer A., Vishny R.: Agency problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, New York, 55(2000), 1, str. 1-34.
68. Poterba James M.: Capital gains tax policy toward entrepreneurship. *National tax Journal*, Columbus, 42(1989), 3, str. 375-389.
69. Prašnikar J., Gregorič A.: The Influence of Workers' Participation on the Power of Management in Transitional Countries. *Annual Public Cooperative Economics*, Bat, 73(2002), 1, str. 269-297.

70. Prowse S. D.: Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 27(1990), 1, str. 43-66.
71. Prusnik Matjaž: Obdavčitev dobičkov iz kapitala, obresti in dohodkov vzajemnih skladov po novem zakonu o dohodnini. *Iks*, Ljubljana, 8(2004), 1, str. 24-33.
72. Rednak Andreja: Davki: nepripravljeni na davčno reformo. *Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 2004, 43, str. 22.
73. Rosen S. H: *Public Finance*. 5th edition. Boston : McGraw-Hill, 1999, 608 str.
74. Rozeff M. S.: Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, New York, 5(1982), 3, str. 249-259.
75. Schleifer A, Vishny R. W.: A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, New York, 52(1997), 6, str. 737-783.
76. Schleifer A, Vishny R. W.: Liquidation values and debt capacity: a market equilibrium approach. *Journal of Finance*, New York, 47(1993), 5, str 1343-1366.
77. Schleifer A, Vishny R. W.: Large shareholders and corporate governance. *Journal of Political Economy*, Chicago, 95(1986), 4, str. 461-488.
78. Šešok Klemen: Davčno neprivlačno okolje. *Pravna praksa*, Ljubljana, 2004, 20, str. 3.
79. Simoneti M., Gregorič A.: Managerial ownership and corporate performance in Slovenian post-privatisation period. *The Europe Journal of Comparative Economics*, Castellanza, 1(2004), 1, str. 217-241.
80. Smith C.W., Watts R.L.: The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 32(1992), 5, str. 263-292.
81. Stephan Ross A., Westerfield Randolph W., Jeffrey Jaffe: *Corporate Finance*. Boston : McGraw-Hill, 1996, 503 str.
82. Stulz R.: Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 26(1990), 1, str. 3-27.
83. Tobin J: The interest elasticity of transactions demand for cash. *Review of Economics and Statistics*, Cambridge, 38(1956), 2, str. 241-247.
84. Warbo Johan: Ownership and Agency Cost – Empirical tests on Swedish Market. Master Thesis No 17. Goteborg : Goteborg University, 2001, 52 str.
85. Weisbach M.: Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 20(1988), 8, str. 431-460.
86. Wright M., Buck T., Filatotchev I.: Post-Privatisation Effects of Management Employee Buyouts. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 73(2002), 3, str. 303-352.
87. Zalar Igor: Z nižjimi davčnimi stopnjami državi več davkov. *Moje finance*, Ljubljana, 2005, 1, str. 74.

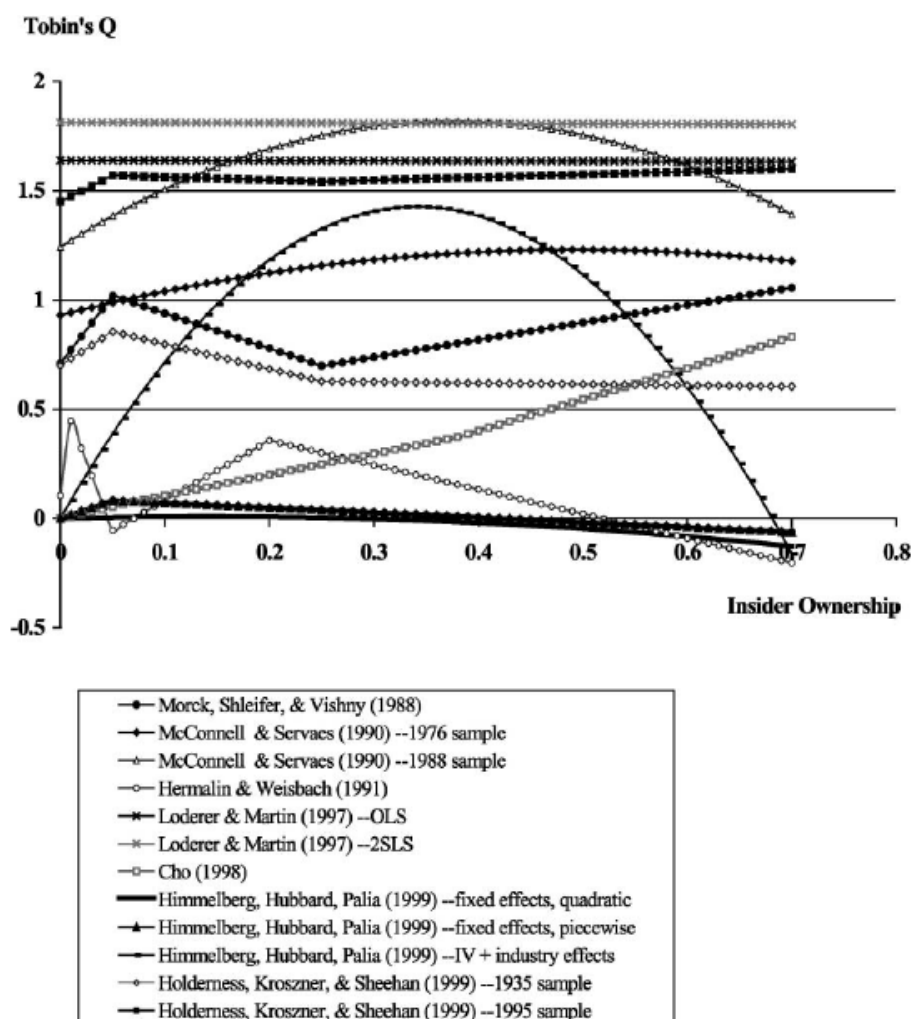
VIRI

1. European Tax Handbook 2005. Amsterdam : International Bureau of Fiscal Documentation, 2005, 771 str.
2. Interno gradivo za strokovni posvet Združenja Manager: Aktualna vprašanja nagrajevanja managementa in nadzornih svetov. Ljubljana: Združenje Manager, 2002, 48 str.
3. Income Tax Rates Worldwide. [URL: <http://www.worldwide-tax.com/>], 10.2.2006.
4. Low tax: Offshore Jurisdictions. [URL: <http://www.lowtax.net/>], 12.2.2006.
5. Zakon o deviznem poslovanju /ZDP-1 (Uradni list RS, št. 23/1999).
6. Zakon o dohodnini /ZDoh (Uradni list RS, št. 71/1993).
7. Zakon o dohodnini /ZDoh-1 (Uradni list RS, št. 54/2004).
8. Zakon o gospodarskih družbah /ZGD (Ur.l. RS, št. 15/2005).
9. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij/ZLPP (Uradni list RS, št. 55/1992).
10. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o dohodnini /Zdoh-B (Uradni list RS, št. 44/1996).
11. Zakon o spremembi in dopolnitvah Zakona o dohodnini /ZDoh-1B (Uradni list RS, št. 139/2004).
12. Zakon o spremembi in dopolnitvah Zakona o dohodnini /ZDoh-1D (Uradni list RS, št. 115/2004).

PRILOGE

PRILOGA 1

Slika 1: Primerjava izsledkov raziskav na temo povezanosti managerskega lastništva in uspešnosti podjetja*



*Izsledki raziskave Demsetz in Lehn niso vključeni v Sliki 1, saj je njuna raziskava temeljila na drugačnih merah uspešnosti in lastniške strukture kot zgoraj omenjene raziskave.

Vir: Demsetz, Villalonga, 2001, str. 212.

PRILOGA 2

Tabela 1: Delež managerskega lastništva v analiziranih podjetjih, v %, l. 2003 in 2004

Št.	Podjetje	MANAG. LAST (v %), l. 2003	MANAG. LAST (v %), l. 2004	Δ MANAG. LAST (v %)
1	AERODROM	0,1798	0,1904	5,90
2	COMET	8,2150	0,0000	-100,00
3	DELO PRODAJA	0,0000	0,0000	0,00
4	DROGA	0,0460	0,0470	2,31
5	EMONA OBALA	1,3737	1,1873	-13,57
6	ETOL	0,7804	0,7945	1,81
7	GEODETSKI ZAVOD	1,7179	1,8970	10,42
8	GORENJE	0,0922	0,0718	-22,21
9	INTEREUROPA	0,4441	0,4403	-0,85
10	ISTRABENZ	0,0550	0,0666	21,10
11	KRKA	0,2612	0,1889	-27,67
12	LUKA KOPER	0,1055	0,0026	-97,54
13	MERCATOR	2,1110	0,0039	-99,82
14	MERKUR	0,2491	0,3743	50,28
15	MLINOTEST	0,2559	0,2559	0,00
16	PETROL	0,1273	0,0989	-22,30
17	SAVA	0,1717	0,1277	-25,63
18	TERME ČATEŽ	0,9074	0,1882	-79,27
19	ŽITO	0,0000	0,0472	0,05

Vir: Letna poročila izbranih podjetij, 2003, 2004.

PRILOGA 3

Tabela 2: Podatki, uporabljeni v analizi vpliva spremembe obdavčitve kapitalskih dobičkov na agentske stroške

Št.	Podjetje	Δ LIK.SR (v tSIT)	Δ LIK.SR / SR (v %)	Δ DOLG / SR (v %)	Δ DIV / CENA (v %)	Δ MANAG. LAST (v %)	Δ NAJV. LAST (v %)	SR (v tSIT)	TRŽ.SR / KNJIG.SR (v %)
1	AERODROM	988.695	19	0,96	-45	5,90	-1,16	16.350.337,00	207,84
2	COMET	17.040	160	15,28	241	-100,00	7,25	9.927.823,00	52,62
3	DELO PRODAJA	325.797	47	-53,27	-4	0,00	-4,17	4.459.775,00	83,42
4	DROGA	-955.660	-20	-19,61	-100	2,31	24,50	18.882.008,50	133,70
5	EMONA OBALA	-337.135	-24	78,90	0	-13,57	0,90	11.298.696,00	21,12
6	ETOL	982.460	22	78,65	-9	1,81	0,02	7.904.928,00	177,72
7	GEODETSKI ZAVOD	-6.288	-55	-62,48	32	10,42	0,00	1.748.567,00	44,49
8	GORENJE	1.973.125	79	21,59	-20	-22,21	4,60	124.318.106,50	55,66
9	INTEREUROPA	-621.509	-20	45,94	-21	-0,85	10,98	45.549.815,50	111,32
10	ISTRABENZ	20.513.670	285	32,14	22	21,10	-28,36	43.872.177,50	120,63
11	KRKA	720.239	26	-13,45	-28	-27,67	0,35	145.033.452,00	166,17
12	LUKA KOPER	3.363.813	61	13,50	-10	-97,54	-1,83	64.708.947,00	165,03
13	MERCATOR	1.452.771	17	6,41	-48	-99,82	1,21	199.893.400,00	58,29
14	MERKUR	628.005	1	93,29	-44	50,28	-11,90	115.478.083,00	32,25
15	MLINOTEST	-12.840	-41	-0,96	14	0,00	8,03	8.484.928,50	57,76
16	PETROL	-2.333.954	-43	-3,09	10	-22,30	-0,03	162.911.509,00	78,25
17	SAVA	-12.093.606	-62	-39,94	-30	-25,63	3,23	53.209.053,50	125,8451
18	TERME ČATEŽ	8.197	13	22,94	-24	-79,27	-9,74	24.299.440,00	87,3624
19	ŽITO	331.465	106	-42,64	-9	0,05	1,79	19.371.335,50	64,4273

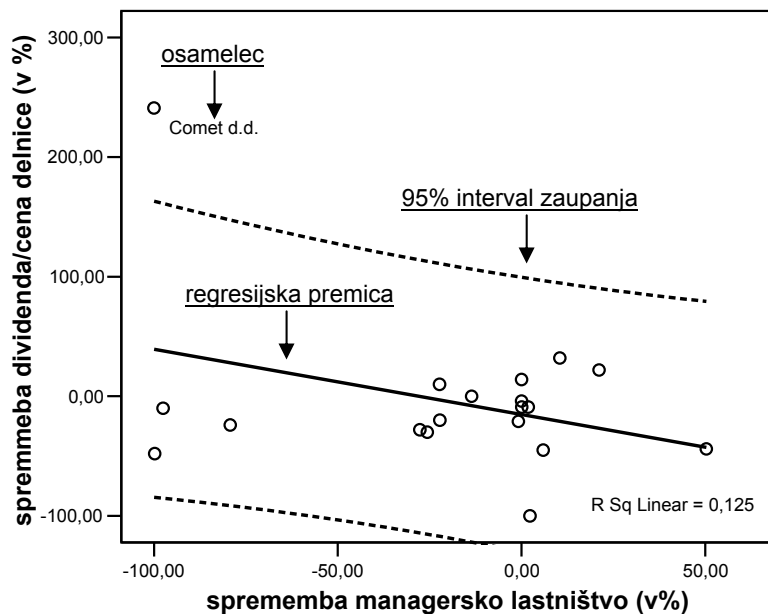
Spremenljivke so naslednje: sprememba likvidnih sredstev (Δ LIK.SR), sprememba razmerja med likvidnimi sredstvi in sredstvi (Δ LIK.SR / SR), sprememba razmerja med dolgom in sredstvi (Δ DOLG / SR), sprememba razmerja med izplačano dividendo in tržno ceno delnice (Δ DIV / CENA), sprememba managerskega lastništva (Δ MANAG.LAST), sprememba lastništva 5 največjih delničarjev (Δ NAJV.LAST.), povprečna vrednost sredstev (SR), povprečno razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo sredstev (TRŽ.SR / KNJIG.SR). Od vseh knjigovodskih sredstev so odšteta likvidna sredstva.

Vir: Letna poročila izbranih podjetij, 2003, 2004.

PRILOGA 4

Slika 2: Prikaz določitve osamelca v razsevnem diagramu bivariantne regresije funkcije:

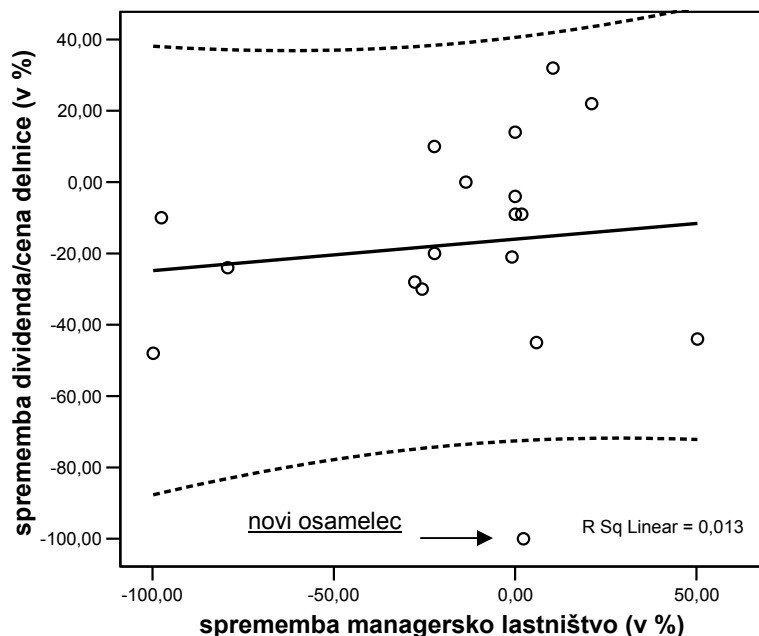
$$\Delta \text{DIV} / \text{CENA}_i = b_1 + b_2 (\Delta \text{MANAG.LAST})_i + e_i$$



Vir: lastni izračuni.

Osamelec je enota, ki leži izven 95% intervala zaupanja okoli regresijske premice. V našem primeru osamelca predstavlja podjetje Comet d.d..

Slika 3: Razsevni diagram enake bivariantne regresije, z izključitvijo osamelca



Vir: lastni izračuni.

Kljub temu da smo izločili osamelca, njegovo vlogo v nadaljnjih regresijah prevzamejo druga opazovana podjetja. Zato je potrebna previdnost tudi pri razlagi regresijskih koeficientov funkcij, ki bazirajo na analizi podjetij, iz katerih so izločeni osamelci.

PRILOGA 5

Tabela 3: Pearsonovi korelacijski koeficienti spremenljivk

Spremenljivka		Δ LIK.SR	Δ LIK.SR / SR	Δ DOLG / SR	Δ DIV / CENA	Δ MANAG. LAST	Δ NAJV. LAST	SR	TRŽ.SR / KNJIG.SR
Δ LIK.SR	Korel. koef. St. znač.	1 .							
Δ LIK.SR / SR	Korel. koef. St. znač.	,790(**) 0	1 .						
Δ DOLG / SR	Korel. koef. St. znač.	0,26 0,283	0,112 0,648	1 .					
Δ DIV / CENA	Korel. koef. St. znač.	0,105 0,669	0,421 0,072	-0,002 0,994	1 .				
Δ MANAG.LAST	Korel. koef. St. znač.	0,139 0,571	-0,104 0,673	0,089 0,717	-0,353 0,138	1 .			
Δ NAJV.LAST	Korel. koef. St. znač.	-,622(**) 0,004	-,526(*) 0,021	-0,244 0,314	-0,069 0,78	-0,142 0,562	1 .		
SR	Korel. koef. St. znač.	-0,009 0,97	-0,07 0,777	0,11 0,655	-0,253 0,296	-0,246 0,309	-0,1 0,683	1 .	
TRŽ.SR / KNJIG.SR	Korel. koef. St. znač.	0,079 0,749	0,068 0,782	-0,061 0,804	-0,305 0,204	-0,007 0,979	0,017 0,944	-0,089 0,717	1 .

Spremenljivke so naslednje: sprememba likvidnih sredstev (Δ LIK.SR), sprememba razmerja med likvidnimi sredstvi in sredstvi (Δ LIK.SR / SR), sprememba razmerja med dolgom in sredstvi (Δ DOLG / SR), sprememba razmerja med izplačano dividendo in tržno ceno delnice (Δ DIV / CENA), sprememba managerskega lastništva (Δ MANAG.LAST), sprememba lastništva 5 največjih delničarjev (Δ NAJV.LAST.), povprečna vrednost sredstev (SR), povprečno razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo sredstev (TRŽ.SR / KNJIG.SR). Od vseh knjigovodskih sredstev so odšteta likvidna sredstva.

* Korelacijski koeficient je značilen pri stopnji značilnosti $\alpha=0,05$ (dvostranski preizkus).

** Korelacijski koeficient je značilen pri stopnji značilnosti $\alpha=0,01$ (dvostranski preizkus).

Vir: lastni izračuni.