

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
TEORIJA VRSTNEGA REDA

Ljubljana, november 2006

MIHA JAKOVČIČ

IZJAVA

Študent MIHA JAKOVČIČ izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, napisanega pod mentorstvom mag. ALEŠA BERKA, in dovolim objavo diplomskega dela na spletnih straneh fakultete.

V Ljubljani, 29.11.2006

Podpis:

KAZALO

UVOD	1
1. STRUKTURA KAPITALA V PODJETJU	1
1.1. DEJAVNIKI STRUKTURE KAPITALA	3
1.1.1. <i>Značilnosti potreb po finančnih virih</i>	3
1.1.2. <i>Struktura sredstev.....</i>	3
1.1.3. <i>Nadzor</i>	4
1.1.4. <i>Tržni pogoji</i>	4
1.1.5. <i>Poslovno tveganje podjetja.....</i>	5
1.1.6. <i>Stabilnost prodaje.....</i>	6
1.1.7. <i>Stopnja rasti</i>	6
1.1.8. <i>Davki</i>	6
1.1.9. <i>Donosnost.....</i>	6
1.1.10. <i>Finančna prilagodljivost</i>	7
1.1.11. <i>Pričakovanja in zahteve različnih interesnih skupin</i>	7
1.1.12. <i>Drugi dejavniki.....</i>	8
1.2. PRIMERJAVA MED PANOGAMI	8
2. TEORIJA IZKLJUČEVANJA	10
2.1. STROŠKI FINANČNE STISKE	12
2.2. STROŠKI AGENTOV	12
2.3. OPTIMALNA STRUKTURA KAPITALA	14
3. TEORIJA VRSTNEGA REDA.....	16
3.1. OSNOVNA TEORIJA VRSTNEGA REDA.....	17
3.2. PRILAGOJENA TEORIJA VRSTNEGA REDA	20
3.3. ASIMETRIČNE INFORMACIJE IN TEORIJA VRSTNEGA REDA.....	25
4. PRIMERJAVA TEORIJE IZKLJUČEVANJA IN TEORIJE VRSTNEGA REDA	29
4.1. RAZLIKE MED TEORIJO IZKLJUČEVANJA IN TEORIJO VRSTNEGA REDA GLEDE NA DEJAVNIKE STRUKTURE KAPITALA	30
4.1.1. <i>Rast podjetja.....</i>	30
4.1.2. <i>Velikost podjetja.....</i>	31
4.1.3. <i>Opredmetenost sredstev.....</i>	31
4.1.4. <i>Dobičkonosnost podjetja</i>	32
4.1.5. <i>Drugi dejavniki.....</i>	32
4.2. UPORABA TEORIJE IZKLJUČEVANJA IN TEORIJE VRSTNEGA REDA V PRAKSI.....	34
4.2.1. <i>Razvite države.....</i>	35
4.2.2. <i>Tranzicijske države.....</i>	36
SKLEP	39
LITERATURA.....	41
VIRI	44
PRILOGE	

UVOD

Ekonomisti že dolgo raziskujejo, pišejo in razglabljajo o strukturi kapitala, predvsem o tem, kako podjetja določajo svojo strukturo kapitala. Raziskujejo, v kakšnem razmerju podjetja kombinirajo dolžniški in lastniški kapital za financiranje sredstev, kateri so glavni dejavniki, ki ključno vplivajo na odločitve o strukturi kapitala in kako vse to vpliva na poslovanje podjetja. Kot posledica teh raziskovanj so nastale in še nastajajo mnoge teorije, ki govorijo o strukturi kapitala.

Proces razvoja teorij o strukturi kapitala traja že več kot pol stoletja in lahko ugotovimo, da se je v način izvajanja finančne politike v podjetjih najbolj zakoreninila teorija izključevanja (trade-off teorija), vedno bolj pa zadnjih nekaj desetletij v ospredje prihaja tudi teorija vrstnega reda virov financiranja (pecking order teorija). Namen tega dela je zato uvodoma predstaviti splošna dejstva o strukturi kapitala, v nadaljevanju pa prikazati in primerjati že navedeni teoriji strukture kapitala ter na koncu ugotoviti v skladu s katero teorijo podjetja različnih velikosti, v različno razvitih državah, oblikujejo svojo strukturo kapitala.

V prvem delu je torej predstavljena pomembnost strukture kapitala za podjetje in predvsem dejavniki, ki naj bi pomembno vplivali na stopnjo dolga v podjetju. Drugi del je namenjen predstavitvi teorije izključevanja, ki temelji na oblikovanju optimalne, ciljne strukture kapitala. Podjetja v skladu s teorijo izključevanja je pri optimalni strukturi kapitala cena delnice podjetja maksimalna. V tretjem delu je podrobno prikazana teorija vrstnega reda virov financiranja, ki temelji na vrstnem redu finančnih virov, uporabljenih za nove naložbe. Nove naložbe se po tej teoriji najprej financirajo z notranjimi viri financiranja, šele v primeru, da je notranjih virov premalo, pa se podjetja obrnejo k zunanjemu financiranju; najprej izdajo dolga in šele v skrajnem primeru izdajo lastniškega kapitala. Po teoriji vrstnega reda virov financiranja naj bi bile opisane odločitve o strukturi kapitala posledica asimetričnih informacij med managerji in zunanjimi investitorji. Zadnji del diplomskega dela je namenjen primerjavi med obema teorijama in ugotavljanju, katera teorija strukture kapitala se v povprečju v praksi najbolj obnese in v kakšnih okoljih in podjetjih.

1. STRUKTURA KAPITALA V PODJETJU

Podjetje za nemoteno poslovanje potrebuje kapital. Potrebna sredstva si lahko pridobi iz različnih virov in v različni obliki. Glavni obliki dolgoročnih virov sta dolžniški kapital in navadni lastniški kapital v obliki izdanih delnic. Financiranje, tako z izdajo delnic kot financiranje z dolgom, ima svoje prednosti in pomanjkljivosti. Vsako podjetje se glede na

lastno vrednotenje stroškov in koristi posamezne oblike financiranja odloči za lastno ciljno strukturo kapitala.

Definicij optimalne strukture kapitala je od druge polovice 20. stoletja nastalo veliko, kar je posledica nenehnega razvijanja novih pogledov na izvajanje finančne politike v podjetju, kot tudi postopnega nadgrajevanja obstoječih teorij. Ena najbolj pogostih definicij o strukturi kapitala pravi, da je optimalna struktura kapitala v podjetju tista, pri kateri je tehtano povprečje stroškov kapitala najnižje, saj tako podjetje doseže največjo razliko med donosnostjo naložb in stroškom financiranja le-teh (Mramor, 1991).

Tehtano povprečje stroškov kapitala zapišemo kot:

$$WACC = w_d K_d (1 - T) + w_{ps} K_{ps} + w_s K_s \quad (1)$$

kjer je:

$WACC$	=	tehtano povprečje stroškov kapitala,
T	=	davčna stopnja,
W_d	=	delež dolga v celotnem kapitalu,
W_{ps}	=	delež prednostnih delnic v celotnem kapitalu,
W_s	=	delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu,
K_d	=	strošek dolga,
K_{ps}	=	strošek prednostnih delnic,
K_s	=	strošek lastniškega kapitala.

Velikokrat se v literaturi pojavlja tudi definicija, da je optimalna struktura kapitala tista, ki maksimizira tržno vrednost podjetja ob upoštevanju davkov na dobiček podjetja, osebnih davkov, stroškov finančne stiske ter stroškov agentov. Vzroke za razlike lahko iščemo v različnih ciljih in metodah analize posameznih avtorjev. Torej ni mogoče najti definicije optimalne strukture kapitala, ki bi bila splošno priznana kot najprimernejša.

Podjetja s primerno kapitalsko sestavo lahko uspešneje dosegajo zastavljene cilje poslovanja in bolje zasledujejo pričakovanja in zahteve vseh interesnih skupin. O kapitalski strukturi navadno začnejo razmišljati šele takrat, ko se za to pojavi določena pobuda oziroma razlog. Najpogostejši razlog je, ko se pojavijo priložnosti za nove naložbe, za financiranje katerih podjetje potrebuje dodatne finančne vire, ali pa ko obstoječo kapitalsko sestavo podjetja posojilodajalci, lastniki ali kakšna druga interesna skupina štejejo za neprimerno, kar posredno ali neposredno negativno vpliva na poslovanje podjetja. V teh dveh primerih je podjetje prisiljeno razmišljati oziroma odločati o svoji strukturi kapitala, v primeru, ko pa želi management s primernejšo kapitalsko sestavo zagotoviti uspešnejše doseganje poslovnih ciljev, je odločanje o kapitalski strukturi podjetja le mehanizem za uspešnejše poslovanje.

Razmere v poslovnem okolju podjetja se v času spreminjajo, zato se skladno s tem spreminja tudi struktura kapitala. Po teoriji izključevanja na kratek rok torej struktura kapitala pogosto odstopa od optimalne, pa vendar podjetja dolgoročno zasledujejo neko optimalno strukturo kapitala. Ob omenjenem spreminjanju strukture kapitala, mora podjetje upoštevati številne dejavnike, ki vplivajo na možnost in privlačnost financiranja z lastniškim oziroma dolžniškim kapitalom.

1.1. DEJAVNIKI STRUKTURE KAPITALA

Dejavniki, ki vplivajo na strukturo kapitala v podjetju se velikokrat razlikujejo od podjetja do podjetja. Med njih spadajo predvsem struktura in vrsta sredstev v podjetju, nadzor nad podjetjem, stabilnost prodaje, davki, finančna prilagodljivost in še številni drugi. Pomen in vpliv vseh teh dejavnikov mora oceniti management v podjetju, saj ima največ primernih informacij o tem.

Seveda pa obstajajo tudi določeni dejavniki, ki so enaki za vsa podjetja ali v gospodarstvu ali pa v določenih panogah. Ti dejavniki so odvisni od države in ekonomskega okolja, v katerem podjetje deluje.

1.1.1. Značilnosti potreb po finančnih virih

Ta sklop dejavnikov, ki vplivajo na odločitve podjetij o kapitalski strukturi, je zelo pomemben. Pri tem je potrebno omeniti predvsem hitrost, s katero mora podjetje pridobiti dodatni kapital, kar je navadno odvisno od naložbenih priložnosti, za katere potrebuje kapital. Poleg donosnosti in posledic izgubljenih naložbenih priložnosti, je pomemben tudi obseg potrebnih dodatnih finančnih sredstev, na kar predvsem vpliva obseg naložbenih priložnosti, pa tudi politika upravljanja obratnih sredstev (Barclay, Smith, 1995).

Hitrost pridobivanja dodatnih finančnih virov je pomemben element kapitalske strukture, vsaj na krajši rok. Postopki za pridobitev bančnih posojil so navadno bistveno hitrejši kot pa postopki pridobivanja lastniškega in dolžniškega kapitala preko izdaj vrednostnih papirjev. Velik vpliv ima tudi donosnost naložbenih projektov. Zaradi visoke donosnosti ali visokih oportunitetnih stroškov izgube projektov se podjetja lahko odločijo za takšne vire financiranja, ki v danih okoliščinah sicer niso najcenejši, jih je pa možno najhitreje pridobiti.

1.1.2. Struktura sredstev

Sredstva v podjetju se navadno delijo na stalna sredstva, gibljiva sredstva in aktivne časovne razmejitve. Med stalna sredstva spadajo neopredmetena sredstva, opredmetena sredstva in

dolgoročne finančne naložbe. Neopredmeteno dolgoročno sredstvo pa je sredstvo, ki fizično ne obstaja. Zajema predvsem naložbe v pridobljene dolgoročne pravice do industrijske lastnine, sem spadajo pridobljeni patenti in licence, poleg tega pa še dolgoročno odložene stroške in naložbe v dobro ime prevzetega podjetja. Med opredmetena osnovna sredstva spadajo predvsem zgradbe, proizvodna oprema, zemljišče, druga oprema, osnovna čreda in večletni nasadi. Gibljiva sredstva zajemajo zaloge, poslovne terjatve, kratkoročne finančne naložbe ter dobroimetja pri bankah, čeki ter gotovina.

Pri odločanju o kapitalski strukturi je torej struktura sredstev podjetja pomemben dejavnik. Posojilodajalci ponavadi za svoja posojila zahtevajo dodatna zavarovanja. Tista podjetja, ki posojilodajalcem lahko nudijo kakovostna sredstva za zavarovanje, imajo navadno boljši in cenejši dostop do dolga. Zelo pomemben dejavnik pri ocenjevanju kakovosti sredstev za zavarovanje posojila je likvidnost sredstev. Podjetje z majhnim poslovnim tveganjem in dosti opredmetenimi osnovnimi sredstvi, ki so primerna za zavarovanje, naj bi imela več finančnih rezerv v obliki neizkoriščenih možnosti zadolževanja kot v denarju in likvidnih naložbah (Murray, Goyal, 2003).

1.1.3. Nadzor

Hitro rastoča podjetja zaradi rasti poslovanja potrebujejo veliko dodatnih sredstev in izdaja novih delnic lahko pomeni izgubo nadzora nad podjetjem s strani obstoječih lastnikov. Le-ti zato raje vidijo, da se rast podjetja financira z dolgom, kar pa seveda povečuje tveganje. Iz tega lahko sklepamo, da je cena ohranitve nadzora povečano tveganje finančne stiske zaradi večjega deleža dolga. V primeru nezmožnosti poravnave pogodbenih obveznosti iz tekočega delovanja podjetje odproda del likvidnih naložb in svoje obveznosti poravna. Večja likvidnost naložb podjetja tako predstavlja večjo zmožnost zadolžitve (Berk, Lončarski, 2002, str.161).

1.1.4. Tržni pogoji

Za podjetje je pri odločitvah o strukturi kapitala pomembna tudi trenutna situacija na trgu obveznic in trgu navadnih delnic. Kratkotrajna ali dolgotrajna kriza lahko za dalj časa spremeni optimalno strukturo kapitala, če se naslanjamo na teorijo izključevanja. Podjetje se seveda prilagodi trenutni situaciji na trgu, vendar ko se bo situacija stabilizirala, bo podjetje povrnilo prvotno strukturo kapitala.

Coates in Wooley (1975, str. 1-18) med značilnosti trgov kapitala, ki vplivajo na razlike v optimalni strukturi kapitala podjetij v različnih državah, omenjata:

- ❖ zakonodajo, s katero država omejuje naložbe institucionalnih investitorjev v lastniške vrednostne papirje,

- ❖ značilnosti finančnih investorjev, ki v določenih državah dajejo prednost varčevanju v obliki likvidnih bančnih naložb v primerjavi z lastniškimi vrednostnimi papirji,
- ❖ zakonodajo, s katero lahko država vpliva na večjo privlačnost naložb npr. v banke v primerjavi z naložbami na trgu kapitala.

To je značilno za manj razvite države, seveda tudi za tranzicijske države, med njimi tudi Slovenijo.

1.1.5. Poslovno tveganje podjetja

Poslovno tveganje podjetja opredeljuje spremenljivost prihodnje donosnosti sredstev, odvisno pa je od številnih dejavnikov in se s časom lahko spreminja. Na stopnjo poslovnega tveganja podjetja vplivajo predvsem spremenljivost povpraševanja po proizvodih ali storitvah, spremenljivost tržnih prodajnih in nabavnih cen ter možnost podjetja, da spremembe v nabavnih pogojih prenese v prodajne cene. Poslovno tveganje podjetja določa tudi sestava njegovih stroškov. Čim večji delež stroškov je stalnih oziroma neodvisnih od obsega poslovanja, tem bolj spremembe prihodkov vplivajo na donosnost sredstev podjetja (Brigham, 1998).

$$DOL = \frac{S - VC}{S - VC - FC} = \frac{FC + \pi}{\pi} \quad (2)$$

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I} \quad (3)$$

$$DTL = \frac{S - VC}{S - VC - FC - I} \quad (4)$$

kjer je:

S	=	prodaja,
VC	=	variabilni stroški,
FC	=	fiksni stroški,
$EBIT$	=	dobiček iz poslovanja,
I	=	obresti,
DOL	=	stopnja poslovnega vzvoda ali poslovnega tveganja,
DFL	=	stopnja finančnega vzvoda ali finančnega tveganja,
DTL	=	stopnja skupnega vzvoda ali celotnega tveganja.

Navedene značilnosti so precej odvisne od dejavnosti podjetja oziroma panoge, v kateri posluje. Z najemanjem dolžniškega kapitala podjetja poslovnemu tveganju dodajo še finančno tveganje. Ker obresti predstavljajo stalni odhodek, katerega višina ni odvisna od poslovne uspešnosti podjetja, povečujejo spremenljivost pričakovane donosnosti lastniškega kapitala. Finančno tveganje, ki je odvisno od kapitalske strukture podjetja, skupaj s poslovnim tveganjem predstavlja celotno tveganje podjetja, ki ga prevzemajo lastniki. Podjetja v višjem poslovnem tveganjem lahko pri enakem celotnem tveganju uporabljajo manj dolžniškega kapitala kot tista z nižjim. Zaradi tega podjetja z razmeroma visokim poslovnim tveganjem v sestavi svojih virov navadno uporabljajo manjši delež dolžniškega kapitala (Brigham, 1998).

1.1.6. Stabilnost prodaje

Podjetja, ki so relativno stabilna, se lahko bolj zadolžijo kot podjetja z nestabilno prodajo. S tem so podjetja sicer izpostavljena večjim fiksnim stroškom, a je strošek dolga nižji od prednostnih oz. navadnih delnic. Iz tega lahko sklepamo, in to je tudi dokazano, da so prodajalne živil bolj zadolžene kot npr. tovarna aluminija, saj je v teh prodajalnah prodaja bolj stabilna (Murray, Goyal, 2003).

1.1.7. Stopnja rasti

Hitro rastoča podjetja nenehno investirajo in predvidoma nimajo dovolj notranjih virov sredstev za potrebne investicije, zato bolj uporabljajo zunanje vire sredstev. Hitro rastoča podjetja se običajno bolj zadolžujejo kot počasi rastoča podjetja (Shyam-Sunder, Myers, 1999).

1.1.8. Davki

Podjetje si v finančnem sistemu, kjer obstajajo podjetniški davki, z dolžniškim kapitalom ustvari davčni ščit. Do tega pride, ker so obresti odbitna postavka od davčne osnove in tako plačamo manj davka. Zato je vrednost podjetja, ki se financira tudi z dolžniškim kapitalom, enaka vrednosti podjetja, ki se financira samo z lastniškim kapitalom, povečani za vrednost davčnega ščita. Če povečujemo delež dolžniškega kapitala v celotnem kapitalu s tem povečujemo tudi davčni ščit in posledično tudi vrednost podjetja (Myers, Majluf, 1984).

1.1.9. Donosnost

Podjetja z visoko stopnjo donosnosti uporabljajo relativno malo dolga, saj se ravno zaradi tega financirajo sama iz naslova zadržanih dobičkov. Ta trditev velja predvsem za zrela velika

podjetja (Myers, Majluf, 1984). Po drugi strani pa imajo podjetja s slabim finančnim stanjem in poslovno uspešnostjo navado zelo omejen dostop do dolžniškega in lastniškega kapitala. Zaradi želje po preživetju na kratek rok se takšna podjetja pogosto odločajo za najemanje dragih in neustreznih finančnih virov, kar dolgoročno še dodatno poslabša njihovo finančno stanje in uspešnost.

1.1.10. Finančna prilagodljivost

S finančno prilagodljivostjo razumemo dostop do novih virov financiranja podjetja pod sprejemljivimi pogoji. Podjetje z majhno finančno prilagodljivostjo si lahko naredi veliko škode, če naleti na obetaven projekt, pa ne more zbrati dovolj finančnih sredstev, da bi ga uresničilo, ker mu posojilodajalci ne bodo pripravljeno dati posojilo. V primeru, če je trg kapitala neučinkovit, se lahko zgodi, da ima podjetje svojo strukturo kapitala na optimalni ravni le kratkoročno, za dolgoročno maksimiziranje cene delnice pa bi bilo bolje, da bi podjetje zmanjšalo delež dolga in s tem povečalo finančno prilagodljivost. Finančno prilagodljivost imenujemo tudi finančne rezerve podjetja. Edini razlog za ohranjanje finančnih rezerv je zavarovanje pred nezmožnostjo podjetja za izdajo novih delnic pod sprejemljivimi pogoji (Leary, Roberts, 2004).

1.1.11. Pričakovanja in zahteve različnih interesnih skupin

Ta skupina dejavnikov prav tako bistveno vpliva na značilnosti in privlačnost virov financiranja. Omenim naj le najpomembnejša pričakovanja oziroma zahteve ključnih interesnih skupin podjetja (Barclay, Smith, 1995):

- ❖ Pričakovanja in zahteve lastnikov oziroma vlagateljev glede donosnosti lastniškega kapitala.
- ❖ Mnenje posojilodajalcev in upnikov o finančnem stanju, varnosti naložbe v podjetje, učinkovitosti nadzora in kakovosti zavarovanja.
- ❖ Stopnja konzervativnosti managementa glede izpostavljenosti finančnemu tveganju. Konzervativni managerji uporabljajo manj dolga kot povprečna podjetja v isti industriji.

Navedena pričakovanja in zahteve so sicer do neke stopnje odvisna od objektivnih dejavnikov, prevladujejo pa subjektivni. Zato obvladovanje odnosov in učinkovito sporazumevanje z različnimi interesnimi skupinami pomembno vplivata na možnost in privlačnost financiranja z lastniškim oziroma dolžniškim kapitalom ter posledično na kapitalsko strukturo podjetja.

1.1.12. Drugi dejavniki

Sem spadajo dejavniki, ki so odvisni predvsem od države in ekonomskega okolja, v katerem podjetje deluje (Mramor, 1995):

- ❖ višina osebnih davčnih stopenj,
- ❖ obseg ponudbe obdavčenih obveznic nepodjetniškega sektorja,
- ❖ višina davčnih stopenj na dobiček podjetja,
- ❖ višina inflacije.

Ti dejavniki se lahko bistveno razlikujejo med državami, zato jih je treba za vsako državo posebej opredeliti. V veliki meri so odvisni od zakonodaje v določenem gospodarskem okolju.

1.2. PRIMERJAVA MED PANOGAMI

Mnoge empirične raziskave so pokazale, da se struktura kapitala med podjetji znotraj industrijske panoge razlikujejo manj kot pa struktura kapitala med podjetji v različnih panogah, saj ima vsaka panoga določene značilnosti (Bradley, 1984, str. 876). V nadaljevanju je prikazano spreminjanje deleža dolga v financiranju in finančnega vzvoda v slovenskih podjetjih, in sicer po panogah od leta 2000 do leta 2004.

Delež dolgov v financiranju je prikazan kot razmerje med dolgom in celotnimi obveznostmi do virov sredstev, kot je razvidno iz enačbe (5). Prikazuje delež sredstev, ki jih podjetje financira z dolgom. Primernejši kazalec strukture kapitala je finančni vzvod (6), ki predstavlja razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom, t.j. dolgom in kapitalom. V primeru, da je finančni vzvod večji od 1 oz. 100%, se podjetje v večji meri financira z dolžniškim kapitalom, če pa je finančni vzvod manjši od 1 oz 100%, pa se podjetje bolj financira s lastniškim kapitalom.

$$\frac{\textit{Finančne in poslovne obveznosti}}{\textit{Obveznosti do virov sredstev}} \quad (5)$$

$$\frac{\textit{Finančne in poslovne obveznosti}}{\textit{Kapital}} \quad (6)$$

V raziskavah strukture kapitala so podjetja v farmacevtski panogi vedno omenjena kot podjetja, ki imajo najnižji delež dolga v financiranju. To je razvidno tudi iz Slike 1 (na str. 10) in Priloge 1, kjer vidimo, da se je v letu 2000 17,99% sredstev financiralo z dolgom in se je

ob povprečni rasti deleža dolgov v financiranju 1,47% letno, leta 2004 z dolgom financiralo sicer manj kot leta 2000, in sicer 17,23% sredstev.

Podobno gibanje deleža dolga je značilno tudi za panogo premogovništva, za katero očitno tudi velja nizka zadolženost, saj v letu 2004 delež dolga v financiranju znaša 15,64%, finančni vzvod pa 18,57%, kakor kaže Priloga 2.

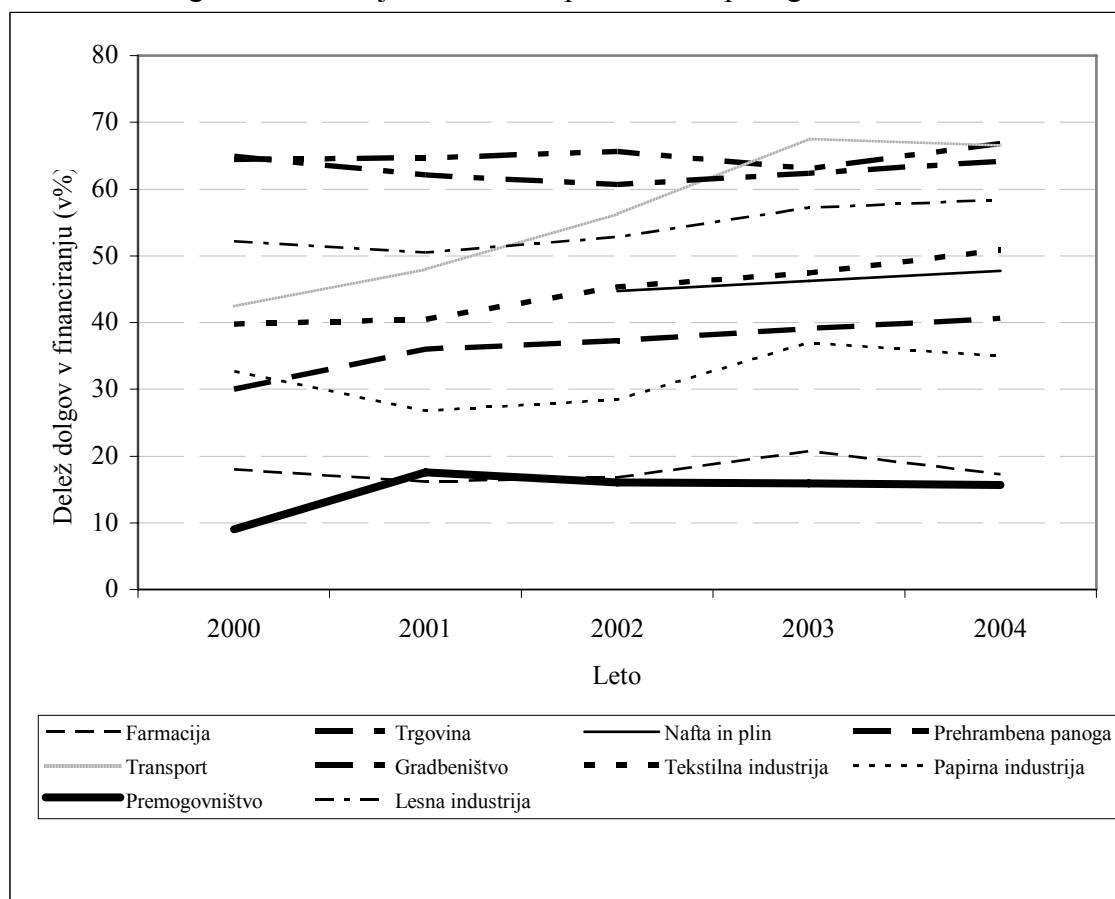
V danem obdobju v sektorju trgovine opazimo, da se delež dolga v financiranju od leta 2000, ko je znašal 64,43%, pa vse do konca opazovanega obdobja ni bistveno spremenil, saj je bilo v letu 2004 z dolgom financirano 66,80% sredstev. Kljub manjšim nihanjem je delež dolga ostal na podobni ravni, kar prav tako velja za gradbeništvo.

Za panogo transporta, v kateri je delež dolga v letu 2004 znašal 66,51%, torej je bil podobno visok kot v panogah trgovine in gradbeništva, pa lahko rečemo, da se je financiranje sredstev z dolgom od leta 2000, ko je znašalo 42,41%, povečevalo. To pomeni, da so se transportna podjetja v letu 2000 v povprečju več financirala z lastniškim kapitalom, do leta 2004 pa se je struktura kapitala obrnila in prevladovati je začelo dolžniško financiranje.

Podobno gibanje deleža dolga v financiranju je opaziti v prehrambeni in tekstilni panogi, le da so podjetja v tekstilni malo bolj zadolžena kot pa podjetja v prehrambeni panogi. Kot kaže Priloga 2, je finančni vzvod prehrambene panoge v letu 2004 znašal 69,44%, torej je prevladovalo financiranje z lastniškim kapitalom, medtem ko je finančni vzvod v tekstilni panogi znašal 116,54%, torej je prevladovalo dolžniško financiranje.

Iz Slike 1 (na str. 10) je tudi razvidno, da je trend gibanja deleža dolga v financiranju v panogi nafta in plin rahlo naraščajoč, ter se giblje okoli vrednosti 50%, natančneje v letu 2004 47,77%. Podoben trend velja tudi za podjetja papirne panoge, saj se delež financiranja z dolgom giba od 32,68% v letu 2000 do 34,92% v letu 2004. Omeniti je potrebno le večji padec deleža dolga v letu 2001. Kot zadnjo panogo predstavljam lesno industrijo, za katero je tudi značilen rahlo naraščajoč trend, končna vrednost deleža dolga v financiranju je v letu 2004 znašala 58,35%. Za lesno panogo skoraj lahko rečemo, da se financira pol z dolgom, pol pa z lastniškim kapitalom.

Slika 1: Delež dolga v financiranju v odstotkih po različnih panogah od leta 2000 do 2004



Vir: iBON 2006/I – Bonitete poslovanja.

Iz vsega navedenega je razvidno, da ima vsaka panoga svojo okvirno strukturo kapitala, ki se bolj ali manj razlikuje od strukture kapitala drugih panog. Vseeno pa navedeni podatki ne pojasnjujejo na podlagi katere teorije strukture kapitala podjetja v posameznih panogah določajo svojo strukturo kapitala, na podlagi teorije izključevanja ali na podlagi teorije vrstnega reda virov financiranja.

2. TEORIJA IZKLJUČEVANJA

Vprašanje določanja optimalne strukture kapitala je, po mnenju strokovnjakov, skupaj s politiko dividend eno temeljnih vprašanj finančne politike podjetja. Osnovni cilj poslovanja podjetja je v skladu z neoklasično finančno teorijo maksimizirati tržno vrednost podjetja (Mramor, 1991, str. 34). S pravilno izbiro med dolžniškim in lastniškim kapitalom pri financiranju podjetja pa lahko, po ugotovitvah nekaterih teorij, dosežemo njegovo maksimalno tržno vrednost.

Eno najpomembnejših del finančne politike podjetja in začetek teoretičnih raziskav strukture kapitala predstavlja članek z naslovom »The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment« Nobelovcev Franca Modiglianija in Mertona Millerja iz leta 1958. Modigliani in Miller (1958) sta v svojem članku na podlagi določenih predpostavk pokazala, da tradicionalna teorija ne drži, ker temelji na neracionalnem obnašanju investorjev. Dokazala sta, da pod predpostavko popolnega trga kapitala izbrano razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom ne vpliva na vrednost podjetja.

Finančni teoretiki se večinoma strinjajo z Modigliani-Millerjevo hipotezo o tem, da je tržna vrednost podjetja na popolnem trgu kapitala neodvisna od strukture kapitala. V primeru nepopolnega trga kapitala pa je vpliv posameznih nepopolnosti nejasen. Med tržne nepopolnosti, ki vplivajo na optimalno strukturo kapitala, lahko štejemo davke, stroške finančne stiske, stroške agentov ter asimetričnost informacij. Ostali dejavniki, ki še določajo strukturo kapitala, pa so vrsta dejavnosti, s katero se ukvarja podjetje, razlike med državami in odločitve managementa.

Modigliani in Miller sta postavila temelje za razvoj sodobne teorije strukture kapitala in spodbudila nadaljevanje raziskav s področja strukture kapitala, ki so potekale v smeri odpravljanja predpostavk. Njuna prvotna razlaga o vplivu strukture kapitala na vrednost podjetja je naletela na veliko kritik, tako da sta leta 1963 naredila popravek svojega članka, kjer sta odpravila predpostavko, da podjetniški davki ne obstajajo. Pokazala sta, da se v primeru obstoja podjetniških davkov z dolžniškim kapitalom ustvari davčni ščit. Večji kot je delež dolga v financiranju, večje bodo obresti, večji bo davčni ščit, manjše bo plačilo davkov od dobička in večji bo donos lastniških vrednostnih papirjev.

$$V_L = V_U + T * D \quad (7)$$

kjer je:

- V_L = vrednost podjetja, ki se financira samo tudi z dolžniškim kapitalom,
- V_U = vrednost podjetja, ki se financira le z lastniškim kapitalom,
- T = davčna stopnja, po kateri podjetja plačujejo davek na dobiček,
- $T * D$ = vrednost davčnega ščita.

Miller (1977) je kasneje vključil v svoj model novo nepopolnost trga, in sicer osebne davke ter pokazal, da se učinek rasti deleža dolga v strukturi kapitala na večanje vrednosti podjetja, ki nastane zaradi davčnega ščita, zmanjša. Vseeno pa so zgornji modeli strukture kapitala naleteli na nadaljnje kritike, predvsem na račun neupoštevanja stroškov finančne stiske in stroškov agentov.

2.1. STROŠKI FINANČNE STISKE

Stroški finančne stiske nastopijo, ko ima podjetje težave pri plačevanju pogodbenih obveznosti. Če podjetje postane nesolventno, lahko imetniki dolžniških vrednostnih papirjev zahtevajo, da gre podjetje v stečaj oziroma prisilno poravnavo. Bolj ko je podjetje zadolženo, več mora le-to plačevati stalnih pogodbenih obveznosti, ki zmanjšujejo dobiček iz poslovanja. S tem je večja verjetnost za nastop finančne stiske in višji so pričakovani stroški finančne stiske, ki tako povečujejo stroške kapitala podjetja in zmanjšujejo vrednost podjetja (Mramor, 1991).

Ločimo dve vrsti stroškov finančne stiske, in sicer posredne in neposredne. Med neposredne stroške sodijo vsa plačila storitev tistim, ki so zunaj podjetja udeleženi v postopku stečaja podjetja. Ko je podjetje v postopku stečaja, lahko nova finančna sredstva pridobiva le pod manj ugodnimi pogoji, kot bi jih, če podjetje ne bi bilo v postopku (Mramor, 1991).

Med posredne stroške finančne stiske lahko uvrščamo oportunitetne izgube zaradi nižjega obsega prodaje in posledično nižji dobiček podjetja pred in med postopkom stečaja, stroške v zvezi z omejenim dostopom do trga kapitala in višje osebne dohodke managerjev zaradi večje verjetnosti, da bodo ostali brez zaposlitve (Mramor, 1991).

2.2. STROŠKI AGENTOV

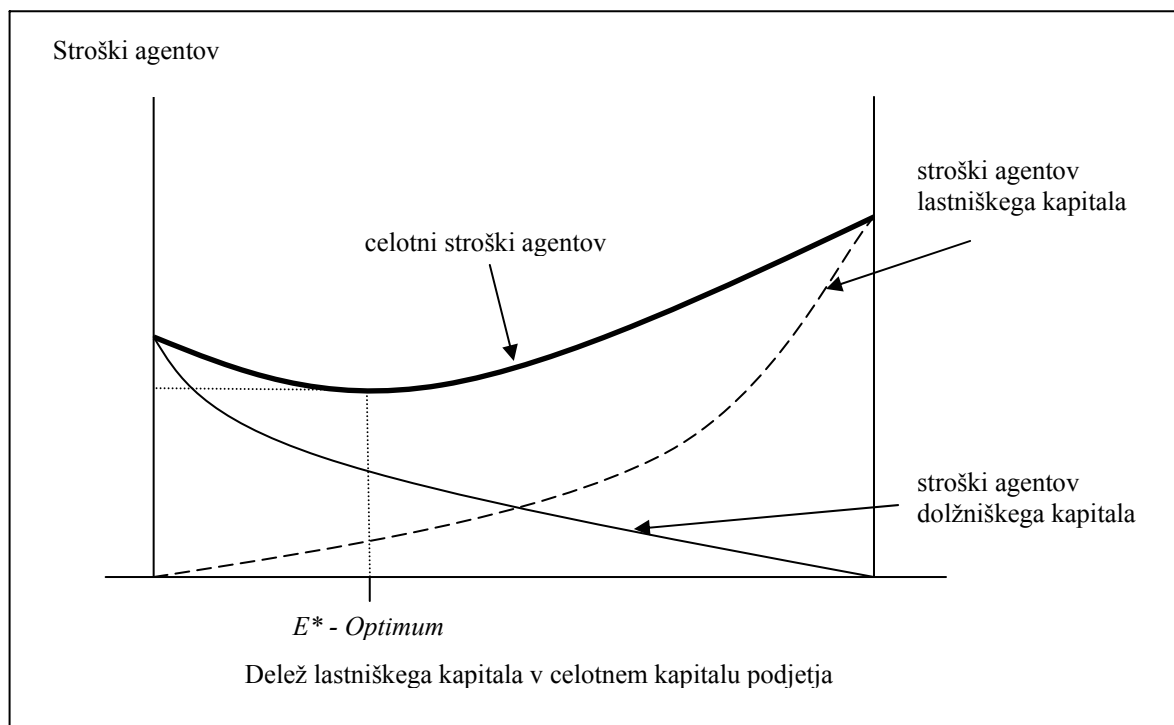
Do agentskih odnosov pride, kadar eden ali več posameznikov – principalov, najame enega ali več posameznikov – agentov, da v njihovem imenu opravljajo določene storitve oziroma na njih prenesejo pooblastila za odločanje (Jensen, Meckling, 1976, str. 306).

Stroški agentov nastanejo zaradi nasprotujočih si interesov teh dveh strank. Poznamo dve vrsti osnovnih konfliktov. Prvi nastane zaradi različnih interesov managerjev in imetnikov lastniških vrednostnih papirjev, t.j. lastnikov podjetja. V tem primeru pride do stroškov agentov lastniškega kapitala. Do druge vrste konflikta pa pride zaradi nasprotij interesov med imetniki lastniških vrednostnih papirjev in imetniki dolžniških vrednostnih papirjev, tu pa pride do stroškov agentov dolžniškega kapitala.

Stroški agentov lastniškega kapitala nastanejo, kadar manager ni lastnik vseh lastniških vrednostnih papirjev. V tem primeru lastniki nosijo celotne stroške kapitala in s tem tveganje, a niso deležni celotnega dobička poslovanja podjetja. Manager maksimizira svojo funkcijo koristnosti s prihodki iz poslovanja in z dodatnimi ugodnostmi, torej ne maksimizira vrednosti lastniškega kapitala. S tem pride do nasprotij interesov, saj manager del stroškov dodatnih ugodnosti prevale na lastnike. Lastniki pričakujejo takšno ravnanje managementa, zato ga nadzirajo, kar pa povzroča dodatne stroške agentov zunanjim imetnikom lastniškega kapitala.

Stroški agentov imetnika lastniškega kapitala so tem nižji, čim večji delež lastniških vrednostnih papirjev imajo v lasti managerji (Jensen, Meckling, 1976, str. 344).

Slika 2: Stroški agentov v odvisnosti od deleža zunanjega lastniškega kapitala v celotnem zunanjem kapitalu podjetja



Vir: Jensen, Meckling, 1976, str. 344.

Lastniki podjetja, ki je v težavah in se financira tudi z dolžniškim kapitalom, so spodbujeni, da se odločijo za zelo tvegane naložbe. V primeru, da visoko donosna naložba uspe, imajo od tega koristi izključno lastniki podjetja, medtem ko v primeru neuspele naložbe posledice v celoti nosijo lastniki dolžniških vrednostnih papirjev. Kupci dolžniških vrednostnih papirjev pričakujejo takšno ravnanje lastnikov podjetja, zato so pripravljene plačati za dolžniške vrednostne papirje manj kot bi sicer. Stroški agentov dolga nastanejo zaradi znižanja vrednosti podjetja, ker vodi podjetje neoptimalno naložbeno politiko, in stroškov nadzora, ki ga zahtevajo imetniki dolžniškega kapitala. Verjetnost, da nastanejo stroški agentov dolžniškega kapitala narašča z večanjem deleža dolga v strukturi kapitala.

Skupni stroški agentov lastniškega in dolžniškega kapitala se najprej zmanjšujejo z večanjem dolga v strukturi kapitala in pri določenem obsegu dolga dosežejo minimum, nato pa začnejo naraščati z njegovim večanjem, kot kaže Slika 2.

2.3. OPTIMALNA STRUKTURA KAPITALA

Teorija izključevanja išče optimalno strukturo kapitala in upošteva tako prednosti kot tudi pomanjkljivosti financiranja z dolgom. Kot sem že omenil, med pozitivne učinke zadolževanja na vrednost podjetja sodi davčni ščit, med negativne učinke pa stroški finančne stiske in stroški agentov.

Če teorijo izključevanja predstavimo z enačbo, lahko zapišemo:

$$V_L = V_U + (T * D) - CFD - AC \quad (8)$$

kjer je :

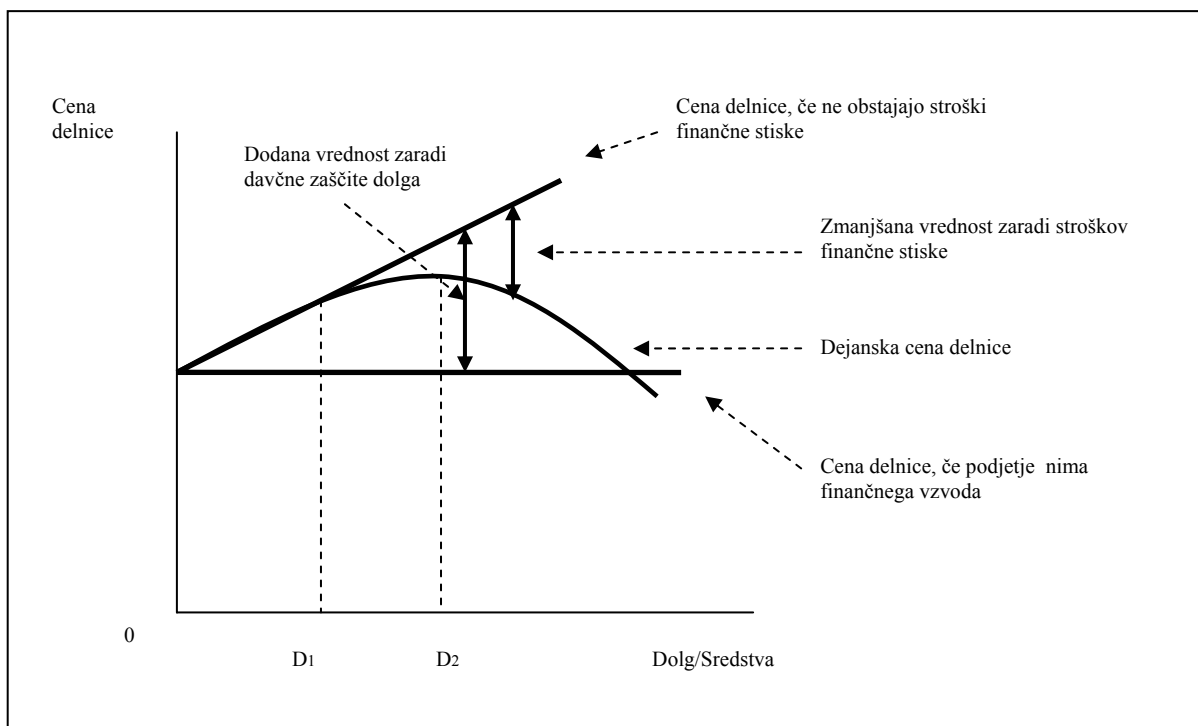
CFD = sedanja vrednost pričakovanih stroškov finančne stiske,
 AC = sedanja vrednost stroškov agentov dolga.

Čeprav je dolg cenejši vir kot prednostne in navadne delnice, obstaja določena meja zadolževanja, saj prekomerno zadolževanje povečuje fiksne obresti, kar povzroča finančno stisko.

Velike zrele delniške družbe dolgoročno zasledujejo maksimalno ceno delnice. Ta teorija temelji na maksimiziranju cene delnice ob doseganju optimalne strukture kapitala, t.j. optimalnega razmerja med dolgom in sredstvi.

V Sliki 3 (na str. 15) je razvidna odvisnost cene delnice od razmerja med dolgom in sredstvi (D/A). Od izhodišča do točke D_1 razmerje D/A premo sorazmerno vpliva na ceno delnice. Pri točki D_1 se začnejo pojavljati določeni stroški finančne stiske, ki zmanjšujejo davčne prednosti dolga in sicer nadproporcionalno. Od točke D_1 do D_2 stroški finančne stiske zmanjšujejo, vendar davčno prednost dolga ne izničijo v celoti, zato cena delnice še vedno raste ob povečevanju dolga. Od točke D_2 naprej pa so stroški finančne stiske zaradi povečevanja dolga večji od davčne prednosti dolga, zato začne cena delnice padati. Torej je po teoriji izključevanja v točki D_2 optimalna struktura kapitala, saj je pri tem razmerju D/A cena delnice podjetja maksimalna.

Slika 3: Vpliv razmerja dolg/sredstva na ceno delnice

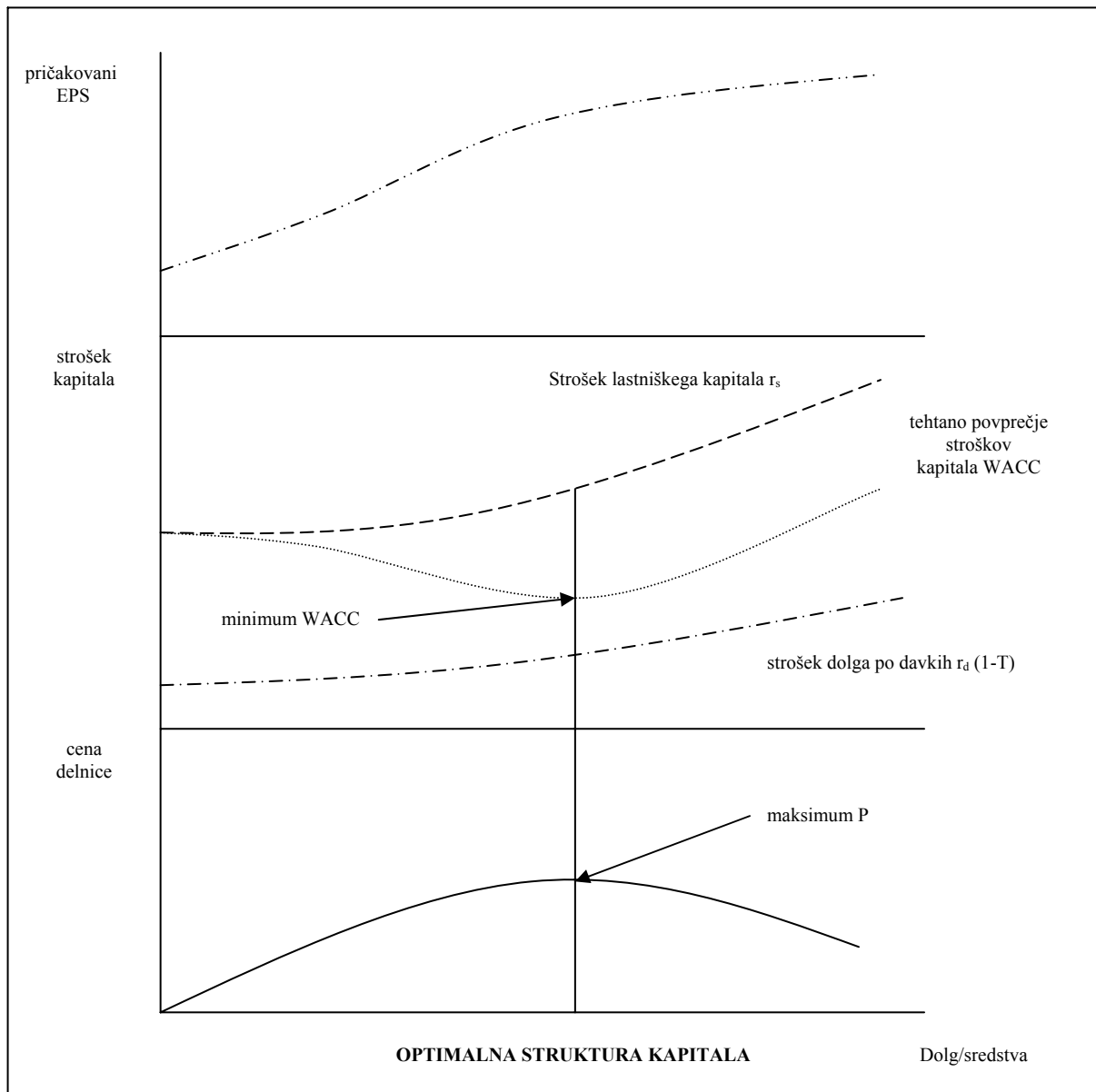


Vir: Brigham, 1998, str. 448.

V Sliki 4 (na str. 16) je prikazan vpliv stroškov finančne stiske na tržno ceno delnice. Donos delnice (EPS) s povečevanjem deleža dolga v strukturi kapitala narašča, vendar vedno počasneje. Hkrati tržna vrednost delnice sprva narašča, predvsem zaradi davčnega štita, pri določenem deležu dolga v strukturi kapitala pa prične padati, saj povečano tveganje več kot izniči povečan donos delnice.

Slika 4: Optimalna struktura kapitala, čisti dobiček na delnico, cena delnice in

stroški kapitala



Vir: Berk A. et al., str.160.

3. TEORIJA VRSTNEGA REDA

Donaldson (1961, str. 122-125) je v svoji študiji o politiki virov financiranja leta 1961 prišel do ugotovitve, da se management v čim večji meri poslužuje notranjih virov financiranja in po zunanem kapitalu posega le v skrajni sili, če je to nujno potrebno. Poudaril pa je, da podjetja za povečevanje razpoložljivih notranjih virov financiranja niso pripravljena pretirano zniževati dividend.

Myers (1984, str. 581) je v svoji teoriji opustil predpostavko o dani investicijski politiki in za razliko od statične teorije izključevanja v pojasnjevanje spreminjanja strukture kapitala vključil tudi dinamični vidik. Za dividendno politiko je predpostavljal, da ni vnaprej določena, pa vendar podjetja kljub temu težijo k stabilnemu izplačevanju dividend. Kot glavni cilj podjetja je določil maksimiziranje premoženja obstoječih imetnikov lastniških vrednostnih papirjev. Na splošno njegov model vrstnega reda virov financiranja temelji na popolnem trgu kapitala, edina nepopolnost je v asimetričnosti informacij.

Glavni razlog za razvoj teorije vrstnega reda so asimetrične informacije med managerji in investitorji, saj managerji o prihodnjih rezultatih podjetja, tveganju in vrednostih vedo več kot zunanji investitorji. Asimetrične informacije vplivajo na izbiro med notranjim in zunanjim financiranjem ter med novimi izdajami dolga ali lastniškega kapitala.

3.1. OSNOVNA TEORIJA VRSTNEGA REDA

Myers in Mayluf (1984, str. 192-215) sta ugotovila, da nastaja zaradi asimetričnosti informacij razlika med notranjo (N) in prodajno (N') vrednostjo vrednostnih papirjev podjetja. V model sta vključila spremenljivost investicijskih odločitev in dokazala, da so le-te lahko zaradi razlike med realno in optimalno ceno vrednostnih papirjev neoptimalne.

V pogojih učinkovitega trga kapitala in simetričnimi informacijami bi se podjetja odločila za vsako investicijo, ki bi imela pozitivno neto sedanjo vrednost ($NPV > 0$). V razmerah, ko vrednost podjetja in njegovih vrednostnih papirjev ne ustreza realni vrednosti, pa se podjetja o investicijah odločajo na osnovi primerjave neto sedanje vrednosti investicije (NPV) in razlike med notranjo in prodajno vrednostjo vrednostnih papirjev podjetja ($\Delta N = N - N'$). Podjetje bo v tem primeru izdalo vrednostne papirje in investiralo, če bo NPV večji ali kvečjemu enak ΔN , vendar to vodi tudi v neoptimalne odločitve in zmanjšanje vrednosti podjetja.

N = realna cena vrednostnih papirjev podjetja,

N' = prodajna cena vrednostnih papirjev podjetja.

Podjetje, ki ima interes maksimizirati premoženje obstoječih lastnikov, se bo v primeru precenjenosti podjetja, ko je ΔN manjša od 0, odločilo za izdajo vrednostnih papirjev in financiranje investicije, če bo NPV investicije negativna, a še vedno večja od ΔN . Stari lasniki vrednostnih papirjev bodo sicer povečali svoje premoženje, saj bodo stroške prevzeli novi lastniki, ki so vrednostne papirje preplačali, vendar se bo vrednost podjetja zaradi investicije z negativno neto sedanjo vrednostjo zmanjšala. Takšna odločitev o investiciji ni optimalna.

Podjetje je lahko tudi podcenjeno, ko je ΔN večja od 0. Takrat bo prisiljeno izpustiti nekatere donosne projekte zato, ker sicer pozitivna neto sedanja vrednost ne bo dovolj velika za pokritje razlike med prodajno in realno ceno vrednostnih papirjev. V tem primeru bi vrednost

podjetja porasla, a se management za takšno investicijo ne bo odločil. Novi lastniki bi pridobili koristi, stari pa bi zaradi prepoceni prodanih vrednostnih papirjev, kljub povečanju vrednosti podjetja, utrpeli škodo. Niti vrednost podjetja niti premoženje lastnikov se ne poveča tako, kot bi se lahko zaradi pozitivne *NPV*.

Interes podjetja je, da pridobiva kapital, pri katerem je razlika med realno ceno vrednostnega papirja in ceno po kateri ga lahko pridobi, čim nižja ne le ob podcenjenosti, temveč tudi ob precenjenosti vrednostnih papirjev. Glavni razlog, da se podjetja izogibajo izdajanju v danem trenutku precenjenih vrednostnih papirjev, je v pričakovani reakciji finančnih trgov in investorjev na njem. Investitorji se zavedajo, da imajo manj informacij kot management podjetja. Vedo tudi, da je za podjetje ugodneje najeti posojila ob podcenjenosti delnic in izdati lastniški kapital ob precenjenosti delnic. Ob napovedi namere o izdaji novih lastniških vrednostnih papirjev bodo investorji posumili, da je cena lastniškega kapitala previsoka in njihova cena se bo posledično znižala.

Myers in Mayluf (1984, str. 187-221) sta predpostavljala, da je razlika med cenama eksterno določena in podjetje na to razliko nima večjega vpliva. Prišla sta tudi do ugotovitve, da je razlika med cenama vrednostnih papirjev različna za posamezne vire financiranja. Za podjetje je najugodnejše, da kapital pridobiva iz virov, katerih tržna cena je pod najmanjšim vplivom asimetričnih informacij.

Asimetrija informacij je pri zbiranju notranjih virov financiranja zanemarljiva, zato naj bi po teoriji vrstnega reda podjetja čim več potreb po kapitalu pokrila z notranjimi denarnimi tokovi. Za pridobivanje zunanjih virov kapitala naj bi se podjetja odločila šele, ko porabijo razpoložljive notranje vire. Za podjetje je ugodnejše zadolževanje kot izdajanje lastniških vrednostnih papirjev. Absolutna velikost ΔN je zaradi pogodbenih obveznosti podjetja do imetnikov dolžniških vrednostnih papirjev in posledično manjšega tveganja, ki ga le-ti nosijo, nižja za dolg kot za izdane lastniške vrednostne papirje. Pri zadolževanju tako podjetja najemajo čim manj tvegan dolg, saj so stroški zato nižji.

V skladu s teorijo vrstnega reda ciljno razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom ni opredeljeno, torej podjetje ne zasleduje optimalne strukture kapitala. Stopnja izplačila dividend se ne spreminja zaradi potreb po notranjem kapitalu. Ravno zaradi politike lepljivih dividend, nepredvidenih sprememb v dobičkonosnosti in investicijskih priložnosti podjetja, znaša notranji denarni tok enkrat več drugič pa manj, kolikor znašajo kapitalski izdatki. Če je denarnega toka manj, podjetje porabi celoten notranji denarni tok, torej gotovino in zelo likvidne vrednostne papirje, če pa je denarnega toka več kot znaša investicija, potem podjetje odplača dolg ali investira v dobro likvidne vrednostne papirje.

V primeru, da tudi prodaja likvidnih vrednostnih papirjev ne pokrije investicije se podjetje usmeri k zunanjemu financiranju. Takrat podjetje najprej izda dolg, t.j. obveznice, za tem mogoče tudi hibridne vrednostne papirje kot so na primer zamenljive obveznice, šele v skrajni

sili podjetje izda lastniški kapital. Do izdaje lastniškega kapitala lahko pride le takrat, ko podjetje nima več zmožnosti za izdajo novega dolga, saj so stroški finančne stiske previsoki.

Splošna enačba za primanjkljaj denarnih tokov se glasi (Frank, Goyal, 2003):

$$DEF_t = DIV_t + I_t + \Delta W_t - C_t \quad (9)$$

kjer je:

C_t	=	operativni denarni tokovi po obrestih in davkih,
DIV_t	=	dividende,
I_t	=	neto investicije,
ΔW_t	=	neto povečanje obratnega kapitala,
DEF_t	=	primanjkljaj toka virov financiranja.

* vse spremenljivke so merjene na koncu obdobja t .

Podjetja zelo pazijo, da se ne približajo skrajni stopnji zadolžitve, zaradi dveh razlogov; želijo se izogniti nevarnostim finančne stiske, poleg tega pa želijo ugodne pogoje za najem dolga ohraniti v bodoče, da jim ob morebitnih novih zanimivih projektih ne bi ostala zgolj možnost izdaje novih podcenjenih delnic.

V tej teoriji je prednost dolga, zaradi davčnega ščita, šele na drugem mestu. Kot je bilo že omenjeno, podjetja ne zasledujejo neke optimalne strukture kapitala, ampak se delež D/A nenehno spreminja, odvisno od notranjega denarnega toka, neto dividend in investicijskih priložnosti. Iz tega lahko sklepamo, da se zelo donosna podjetja z malo investicijskih možnosti zelo malo zadolžujejo, medtem ko se podjetja z veliko investicijskih možnosti in premalo notranjega denarnega toka, zadolžujejo vse bolj in bolj.

Ta teorija razlaga obratno sorazmerje med donosnostjo in finančnim vzvodom znotraj panoge. Če predvidevamo, da podjetja znotraj neke panoge investirajo, da pri tem sledijo drugo drugemu, bodo stopnje investiranja znotraj panoge podobne, saj podjetja nočejo postati manj konkurenčna. V tem primeru se bodo manj donosna podjetja, ob politiki lepljivih dividend, prisiljena bolj zadolževati ter na podlagi tega povečevati razmerje med dolgom in sredstvi (Shyam-Sunder, Myers, 1999).

$$\Delta D_{it} = a + b_{PO} DEF_{it} + e_{it} \quad (10)$$

kjer je:

$$\begin{aligned}\Delta D_{it} &= \text{količina izdanega ali umaknjeneega dolga,} \\ a &= 0, \\ b_{PO} &= \text{koeficient teorije vrstnega reda,} \\ e_{it} &= \text{napaka.}\end{aligned}$$

Teorija vrstnega reda je torej zelo uspešna pri razlagi razlik med podjetji znotraj iste gospodarske panoge, ni pa tako uspešna pri razlagi razlik med podjetji iz različnih panog. Kot primer lahko navedemo, da imajo hitro rastoča visoko tehnološka podjetja nizko razmerje D/A, čeprav je potreba po zunanjem financiranju velika. Po drugi strani zrela podjetja iz stabilne panoge (npr. elektrika), kljub obilnemu notranjemu denarnemu toku, primarno ne odplačujejo dolga, saj velik del tega denarnega toka porabijo za izplačilo visokih dividend investitorjem (Shyam-Sunder, Myers, 1999).

Kot je bilo že omenjeno, je finančna prilagodljivost za podjetje zelo pomembna. Če ima podjetje gotovino, zelo likvidne vrednostne papirje, določena realna sredstva, ki se jih v relativno kratkem času lahko proda ter, če ima podjetje dostop do dolžniškega trga oz. bančnega financiranja, potem podjetje lažje financira investicije brez izdaje dolga in lastniškega kapitala. Glede kredita pri banki je potrebno omeniti tudi dejstvo, da podjetje, ki zasleduje konzervativno politiko financiranja, lažje dobi kredit od kreditodajalcev, saj le-ti vidijo, da je to za njih varna naložba.

3.2. PRILAGOJENA TEORIJA VRSTNEGA REDA

Prilagojena teorija vrstnega reda vključuje tako asimetrične informacije kot tudi stroške finančne stiske. Zaradi te spremembe ima lastniško financiranje v teoriji pomembnejšo vlogo. Podjetja lahko izdajajo lastniški kapital namesto dolga ali notranjega financiranja, da ohranijo likvidna sredstva in možnost zadolževanja za prihodnje investicije. Tako se družbe izogibajo težavam podcenjevanja in tudi možnim finančnim pritiskom zaradi izdaje dolga. Prilagojena teorija vrstnega reda je tako bolj prilagodljiva od osnovne, prvotne teorije vrstnega reda (Leary, Roberts, 2004). Spremenjena teorija namiguje, da podjetja izenačujejo stroške finančne stiske s sedanjimi in prihodnjimi stroški asimetričnih informacij povezanih z dolžniškim in lastniškim financiranjem.

V nadaljevanju prikazane slike pojasnjujejo empirične posledice prilagojene teorije vrstnega reda. Slika 5 (na str.23) se nanaša na podjetja, ki trenutne investicije financirajo z notranjimi sredstvi do denarnega praga C^* , ki predstavlja višino notranjih sredstev, ki jih ima podjetje trenutno na voljo. Denarni prag vsebuje celotno notranje financiranje in poleg tega tudi del sredstev, ki jih podjetje zadrži kot rezervo, če bi se pojavil morebiten donosen projekt. Torej,

če podjetje stremi k ohranjanju pozitivne bilance denarja, potem denarni prag C^* predstavlja le del notranjih sredstev (Leary, Roberts, 2004).

Razpoložljiv prag denarja je sestavni del tako osnovne, stroge teorije vrstnega reda, kot tudi prilagojene, bolj prilagodljive teorije vrstnega reda, ki pa je zaradi tega tudi bolj zapletena. Predstavlja količino notranjih finančnih virov, ki so na razpolago za nove naložbe.

Razpoložljiv prag denarja je definiran kot (Leary, Roberts, 2004):

$$C^*_{it} = CashBal_{it-1} + CashFlow_{it} - CashTarget^*_{it} \quad (11)$$

kjer je

- $CashBal_{it-1}$ = količina denarja in likvidnih sredstev na koncu obdobja $t - 1$,
- $CashFlow_{it}$ = dobički po davkih, neto dividende podjetja v obdobju t ,
- $CashTarget^*_{it}$ = načrtovana količina denarja in likvidnih sredstev na koncu obdobja t .

Podjetje ima razpoložljiva notranja sredstva za investicijo, če je vsota količine denarja in likvidnih sredstev na koncu obdobja $t - 1$ ter denarnega toka v obdobju t večja od načrtovane količine denarja in likvidnih sredstev na koncu obdobja t .

Torej negativna vrednost C^*_{it} predpostavlja, da denarno kritje in trenutni denarni tok ne pokrijeta načrtovane količine denarja, zato podjetje nima razpoložljivih notranjih sredstev za trenutno investicijo. Podjetje je denarno omejeno.

Kar nekaj raziskav obstaja, Kim (1998) in Opler (1999), ki zagovarjajo, da imajo podjetja optimalno količino denarja, ki izenačuje mejne stroške in koristi držanja denarja. Kot stroške razumemo nižjo stopnjo donosa zaradi likvidnostne premije in možne davčne izgube. Koristi vključujejo izogibanje transakcijskim stroškom in drugim zunanjim stroškom financiranja.

Pomembno je tudi dejstvo, da razni obstoječi finančni dogovori, kot so posojila, zahtevajo določeno minimalno količino denarja v podjetju. Mnogi dogovori o izdaji dolga vsebujejo omejitve pri dodatnem zunanjem financiranju, zato je denar v veliki meri namenjen povrnitvi dolga. Podjetja kot blažilec spremenljivosti denarnih tokov uporabljajo tudi določeno količino likvidnih sredstev, kar je tudi stroškovno bolj učinkovito (Leary, Roberts, 2004).

Ko količina trenutnih investicij preseže denarni prag C^* , se podjetje usmeri k zunanjem financiranju, da lahko pokrije finančni primanjkljaj. Najprej se podjetje financira z dolgom, vse do točke D^* , kjer razlika ($D^* - C^*$) predstavlja določeno zmogljivost zadolževanja podjetja oziroma količino dolga, ki ga podjetje še lahko prenese in pri tem ne tvega finančne

stiske. *Prag dolga*, D^* je določen z tehtanjem med stroški in koristmi povezanimi z zunanjim financiranjem (Leary, Roberts, 2004).

Prag dolga združuje razpoložljiv denar in sposobnost zadolževanja podjetja:

$$Equity_{it} = \begin{cases} 1; Inv_{it} > C^*_{it} + DC^*_{it}, \\ 0; C^*_{it} < Inv_{it} \leq C^*_{it} + DC^*_{it}. \end{cases} \quad (12)$$

kjer je:

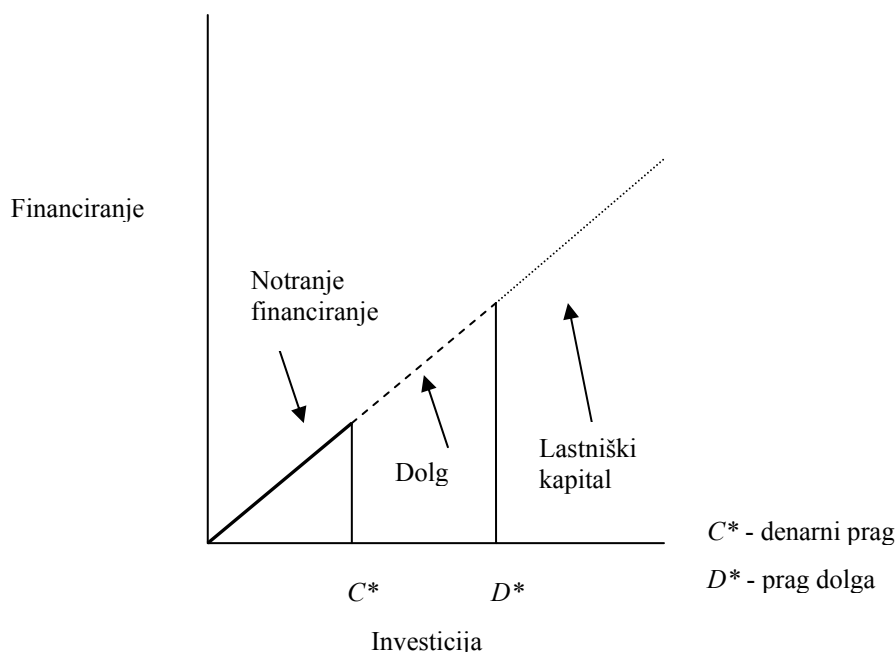
- DC^*_{it} = sposobnost zadolževanja podjetja,
 $MaxDebt^*_{it}$ = maksimalna količina dolga, ki ga podjetje lahko še izda, preden popolnoma izčrpa svojo sposobnost zadolževanja,
 $Debt_{it-1}$ = skupen neplačan dolg podjetja na koncu obdobja $t - 1$.

$$DC^*_{it} = (D^*_{it} - C^*_{it}) \quad (13)$$

$$DC^*_{it} = MaxDebt^*_{it} - Debt_{it-1} \quad (14)$$

Kot je razvidno iz zgornje enačbe, podjetje izda lastniški kapital, če investicija presega prag denarja vključno z celotno sposobnostjo zadolževanja podjetja. Po drugi strani, če je investicija večja od praga denarja in manjša ali enaka seštevku praga denarja in sposobnosti zadolževanja podjetja, podjetje ne izda lastniškega kapitala.

Slika 5: Financiranje investicij podjetja v skladu s teorijo vrstnega reda



Vir: Leary, Roberts, 2004.

Financiranja z lastniškim kapitalom se podjetja začnejo posluževati, ko višina investicije presega prag dolga D^* . Torej Slika 5 prikazuje tako tradicionalno hierarhijo financiranja kot tudi hierarhijo odvisno od denarnega praga C^* in praga dolga D^* .

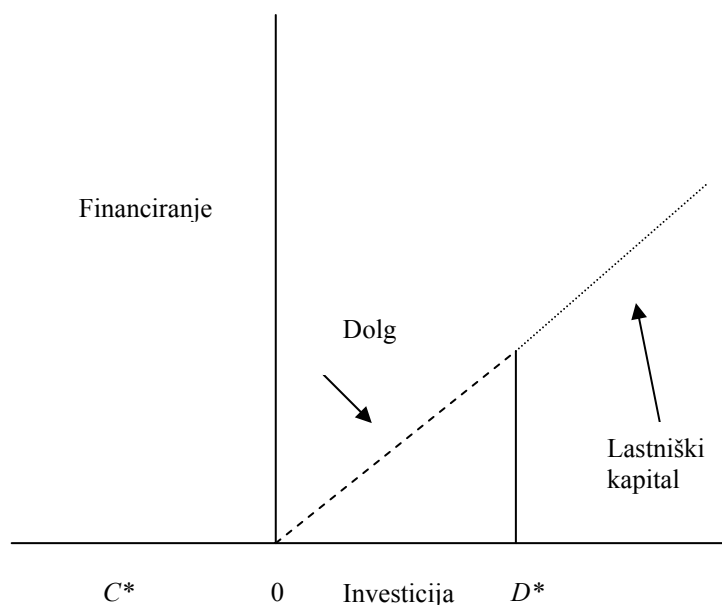
Proces odločanja o finančni hierarhiji je torej določen glede na odnos med investicijami in pragoma C^* in D^* . Prva odločitev podjetja i v času t je med notranjim in zunanjim financiranjem. Zunanje financiranje je določeno z obsegom investicije in pragom denarja C^*_{it} . Ko investicija znaša manj kot je prag denarja, se podjetje odloči financirati investicijo izključno z denarjem in drugimi likvidnimi sredstvi:

$$External_{it} = \begin{cases} 1; & Inv_{it} > C^*_{it}, \\ 0; & drugace. \end{cases} \quad (15)$$

Druga odločitev, s katero se sooča podjetje, se nanaša na trg kapitala, in sicer ali uporabiti dolg ali lastniški kapital. Odločitev o tem je odvisna od relativnega obsega C^*_{it} in D^*_{it} . Ko investicija preseže C^*_{it} , vendar znaša manj kot prag dolga D^*_{it} , se podjetje odloči za dolžniško financiranje. Če pa investicija preseže D^*_{it} , se podjetje obrne k lastniškemu financiranju:

$$Equity_{it} = \begin{cases} 1; & Inv_{it} > D^*_{it}, \\ 0; & C^*_{it} < Inv_{it} < D^*_{it}. \end{cases} \quad (16)$$

Slika 6: Financiranje investicij podjetja v primeru negativnega denarnega toka



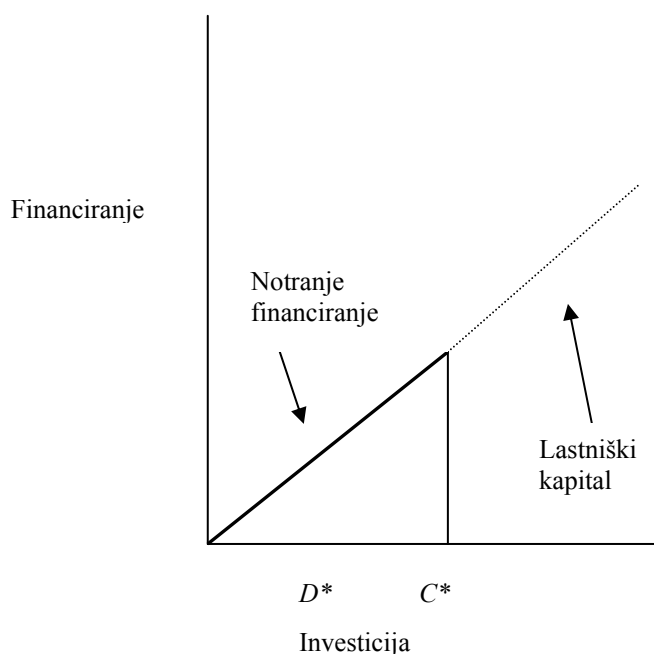
Vir: Leary, Roberts, 2004.

Prilagojena teorija vrstnega reda je bolj prilagodljiva, saj podjetju dopušča zunanje financiranje, čeprav ima na razpolago notranja sredstva. Podjetje tako lahko izdaja lastniški kapital prej, kot pa predvideva osnovna, stroga oblika teorije vrstnega reda, a ob tem ohranja določeno finančno moč za prihodnje investicije.

Slika 6 prikazuje primer, ko ima podjetje negativen prag denarja, torej notranja sredstva znašajo manj, kot si podjetje želi. Osnovna teorija vrstnega reda bi predpostavila, da bo podjetje najprej porabilo vsa likvidna sredstva, medtem ko prilagojena teorija vrstnega reda predvideva, da bo podjetje neposredno prešlo na zunanje financiranje. Podjetje bo izdalo dolg za financiranje investicije in verjetno tudi povečati denarna sredstva.

Slika 7 prikazuje situacijo, ko je podjetje že precej zadolženo in nima veliko možnosti za izdajo novega dolga. Investicija presega prag denarja, posledično tudi prag dolga, zato bo podjetje denar porabilo za pokritje dolga ali pa se bo takoj odločilo za izdajo lastniškega kapitala, ne da bi pred tem izdalo dolg. Podjetje se lahko tudi odloči za večjo izdajo lastniškega kapitala in sicer, da gre del zunanjih sredstev za investicijo, del pa za dokončno odpravo dolga. Na nek način ima podjetje zopet možnost nadaljnjega zadolževanja za prihodnje investicije (Leary, Roberts, 2004).

Slika 7: Financiranje investicij podjetja v skladu s prilagojeno teorijo vrstnega reda, ko je podjetje že precej zadolženo



Vir: Leary, Roberts, 2004.

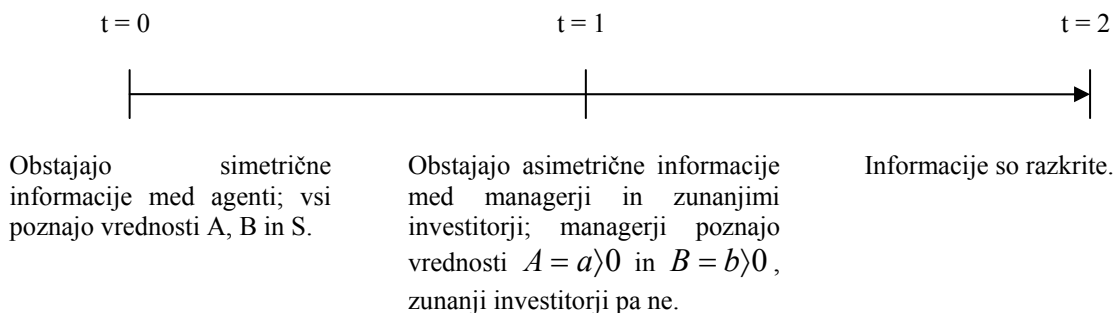
3.3. ASIMETRIČNE INFORMACIJE IN TEORIJA VRSTNEGA REDA

Teorija vrstnega reda temelji na asimetričnosti informacij med managerji in zunanjimi investitorji, tako imetniki dolga kot imetniki lastniških vrednostnih papirjev, saj le-te vplivajo na strukturo kapitala v podjetju. Glavna predpostavka je, da imajo managerji podjetja boljše informacije o vrednosti podjetja kot zunanji investitorji. Managerji naj bi delovali v dobro trenutnih lastnikov podjetja. Informacijska prednost managerjem omogoča povečanje vrednosti podjetja, če je podjetje podcenjeno. Največji problem je verodostojno predstaviti informacije zunanjim investitorjem. Namreč zunanji investitorji se zavedajo, da bodo managerji pretiravali glede kakovosti podjetja, ki ga vodijo. Pri asimetričnih informacijah so signali zelo pomembni. Podjetja so si zelo različna, pa vendar hočejo signalizirati, da so najboljša.

Model Myersa in Majlufa (1984) opisuje, kako informacijska prednost managerjev vpliva na odločitev ali izdati nove delnice ali ne. Če se pojavi nova investicijska priložnost, bodo managerji skušali za financiranje investicije porabiti najprej notranja sredstva, če pa bo le teh premalo, bodo skušali izdati dolg ali nove delnice. Pri izdaji novih delnic se pojavijo težave, saj imajo managerji informacijsko prednost pred zunanjimi investitorji, ki predvidevajo precenjenost delnic podjetja, kar posledično povzroči padec cene delnic podjetja. Ta strošek zaradi padca cene delnic podjetja se splača le v primeru, da so koristi nove investicije dovolj

velike, da strošek nadomestijo. V takšnih primerih je posledica lahko, da podjetje izpusti nekaj investicij s pozitivno neto sedanjo vrednostjo.

Slika 8: Simetričnost informacij med managerji in zunanjimi investitorji v času



Vir: Myers, Majluf, 1984.

Če bi managerji lahko zastonj komunicirali z zunanjimi investitorji o tem, da je izdaja novih delnic potrebna za financiranje izvrstne investicije in ne za razlastitev delničarjev, bi vrednost notranjih finančnih sredstev izgubilo vrednost, ki jo ima v sklopu teorije vrstnega reda. Model Myersa in Majlufa predpostavlja, da je izdaja tveganega dolga boljša kot izdaja novih delnic, ker je v povprečju strošek tveganega dolga nižji. Ta hierarhija je prikazana v spodnjem modelu, kjer je potrebna količina novih delnic razlika med vrednostjo investicije in količino razpoložljivih notranjih sredstev, t.j. denarja in likvidnih vrednostnih papirjev.

$$E = I - S \quad (17)$$

$$I > S$$

$$t = 0, 1, 2$$

kjer je:

- S = količina gotovine in zelo likvidnih vrednostnih papirjev,
- I = investicija,
- E = potrebna količina novih delnic.

Pri tem modelu sta pomembni dve predpostavki. Prva predpostavka pravi, da managerji delujejo v interesu obstoječih delničarjev, pri drugi predpostavki pa obstoječi delničarji ne prilagodijo svojih premoženj v primeru izdaje novih delnic.

$$V = a + S \quad (18)$$

$$V' = \frac{P'}{P' + E}(E + S + a + b) \quad (19)$$

Odločitev managerjev za izdajo novih delnic je aktualna le v primeru, da bodo trenutni delničarji po izdaji na boljšem. To pomeni, da mora biti vrednost podjetja, v primeru, da podjetje investira, večja, kot pa če podjetje ne investira. Iz zgornjih enačb lahko izpeljemo:

$$V' \geq V \quad (20)$$

torej

$$\frac{P'}{P' + E}(E + S + a + b) \geq a + S \quad (21)$$

iz česar lahko izpeljemo

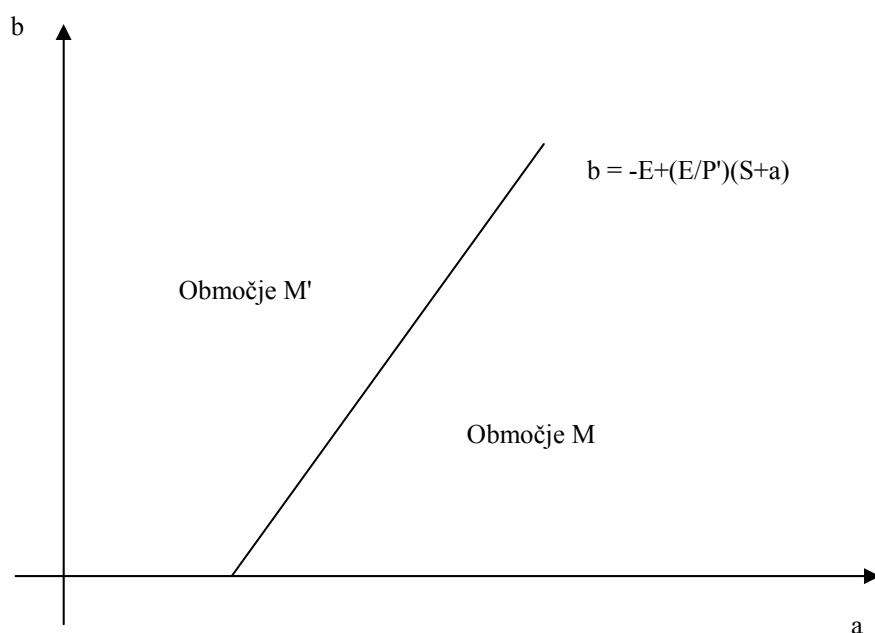
$$b \geq -E + \frac{E}{P'}(S + a) \quad (22)$$

kjer je:

- P = cena delnice podjetja v času $t=1$, če ni izdaje novih delnic,
- P' = cena delnice podjetja v času $t=1$, če so izdane nove delnice,
- V = vrednost podjetja, če ni izdaje delnic,
- V' = vrednost podjetja, če so izdane nove delnice,
- a = slučajna spremenljivka, ki predstavlja spremenljivko A v primeru asimetričnih informacij v času $t=1$; vrednost je torej znana le managerjem,
- b = slučajna spremenljivka, ki predstavlja spremenljivko B v primeru asimetričnih informacij v času $t=1$; vrednost je torej znana le managerjem.

Spodnja slika prikazuje verjetnostno porazdelitev slučajnih spremenljivk A in B v dve območji (a,b) ; prvo območje M' , ki leži nad premico $b = -E + \frac{E}{P'}(S + a)$, je območje nove izdaje delnic, medtem ko območje M predvideva, da ni izdaje novih delnic, tako kot tudi ni investicije.

Slika 9: Prikaz porazdelitve vrednosti slučajnih spremenljivk a in b



Vir: Marini, 2004.

Na podlagi zgornjih enačb in slike lahko dokažemo, da je cena delnice P , ko podjetje ne investira in ne izda novih delnic, večja kot cena delnice P' , ko podjetje izda nove delnice ter investira, kar je posledica asimetričnih informacij, kot je že bilo omenjeno na začetku poglavja.

$$P = S + E(A|M) \quad (23)$$

in

$$P' = S + E(A + B|M') \quad (24)$$

kjer je

- $E(A|M)$ = pričakovana vrednost spremenljivke A , če ni investicije,
- $E(A + B|M')$ = pričakovana vrednost spremenljivk A in B v primeru investicije,
- A = slučajna spremenljivka, ki predstavlja sedanjo vrednost podjetja v času $t=1$,
- B = slučajna spremenljivka, ki predstavlja možno neto sedanjo vrednost investicije v času $t=1$.

Iz zgornjih enačb lahko izpeljemo vrednost a in b v primeru, da podjetje ne investira, torej območje M na sliki 9, t.j. pod premico b :

$$b < -E + \frac{E}{P'}(S + a) \quad (25)$$

iz česar sledi,

$$a)P' \left(1 + \frac{b}{E}\right) - S \quad (26)$$

Če predvidevamo, da je $b > 0$, lahko sklepamo da velja tudi $\frac{b}{E} \geq 0$, in iz tega sledi $a)P' - S$.

Torej v primeru, da izdaje novih delnic ni, lahko sklepamo, da je $E(A|M))P' - S$. Iz tega lahko nadalje izpeljemo $E(A|M) + S > P'$. Če pogledamo enačbo (23), lahko izpeljemo, da je cena delnice, če podjetje ne izda novih delnic večja, kot v primeru nove izdaje, $P > P'$.

Rezultat modela Myersa in Majlufa je, da je lastniški kapital najmanj priljubljen način financiranja novih investicij, zaradi padca cene delnic podjetja. Izdajo novih delnic trg torej interpretira kot precenjenost vrednosti podjetja. To teorijo potrjujejo tudi druge raziskave, ki so sledile v naslednjih letih. Smith (1986) v svoji raziskavi navaja, da izdaja novih delnic v povprečju sporoča negativne informacije o podjetju, kar posledično znižuje ceno delnic podjetja. Thakor (1993) prikazuje mešane dokaze o pozitivni in negativni reakciji trga, vendar vedno negativni, kadar ima podjetje dovolj zadržanih dobičkov za financiranje investicije. Rajan in Zingales (1995) ter Titman in Wessels (1988) dokazujejo, da obstaja močna negativna povezava med preteklo dobičkonosnostjo in stopnjo zadolženosti, kjer imajo torej prednost pri financiranju nove investicije notranja sredstva, kar potrjuje teorijo vrstnega reda.

4. PRIMERJAVA TEORIJE IZKLJUČEVANJA IN TEORIJE VRSTNEGA REDA

V prejšnjih poglavjih sta predstavljeni že obe teoriji, pa vendar so v naslednjih odstavkih na kratko še enkrat poudarjene bistvene značilnosti za vsako teorijo posebej. Za teorijo izključevanja je značilno, da podjetja zasledujejo optimalno, ciljno strukturo kapitala, saj velja, da je ob takšni stopnji zadolženosti, tehtano povprečje stroškov kapitala minimalno, cena delnic podjetja pa maksimalna. Pri optimiziranju strukture kapitala se podjetja srečujejo s kompenzacijo med prednostmi in slabostmi vpliva dolga na vrednost podjetja. Povečanje dolga na eni strani pomeni, da je davčni ščit večji, kar posledično povečuje vrednost podjetja. Po drugi strani pa povečanje dolga pomeni višje posredne in neposredne stroške finančne stiske, kar znižuje vrednost podjetja.

Pri teoriji vrstnega reda podjetja ne zasledujejo neke optimalne strukture kapitala. Osnova za to teorijo izhaja iz asimetričnosti informacij, ki obstajajo na trgu, namreč managerji imajo pogosto boljše informacije o bodočem poslovanju podjetja kot pa zunanji investitorji. Poleg

transakcijskih stroškov povezanih z izdajo novih delnic se podjetja srečujejo tudi z informacijskimi stroški kot posledica asimetričnih informacij. Po teoriji vrstnega reda je cena novo izdanih delnic podcenjena, saj zunanji investitorji ravno zaradi asimetrije informacij predvidevajo, da managerji precenjujejo vrednost podjetja.

Teorija vrstnega reda na podlagi zgoraj navedenega predvideva vrstni red financiranja novih investicij podjetja. Podjetja poizkušajo v čim večji meri financirati investicije z notranjimi sredstvi, na katere asimetrične informacije najmanj vplivajo in so hkrati tudi najmanj tvegane. Po vrstnem redu jim sledijo kratkoročni dolg z nizkim tveganjem, nato bolj tvegan dolgoročni dolg in nazadnje, v skrajni sili financiranje z izdajo novih delnic, kjer so informacijski stroški najvišji.

Torej iz vidika teorije vrstnega reda, spremembe v stopnji zadolženosti podjetja niso posledica gibanja k optimalni strukturi kapitala, temveč potreb po zunanjem financiranju novih investicij podjetja, seveda le v primeru, da je notranjih virov financiranja v podjetju premalo.

Pomembno je omeniti tudi prilagojeno teorijo vrstnega reda, ki temelji na predpostavkah, da podjetja ne želijo priti v položaj v katerem bi bila njihova edina možnost pridobitve finančnih sredstev izdaja lastniških vrednostnih papirjev. Pri tem naj bi se podjetja tudi izogibala finančni stiski in sicer tako, da se ne bi popolnoma zadolžila. Tako naj bi ohranila določeno sposobnost najemanja dolga za morebitne nove investicije. Podjetja se torej lahko odločijo za financiranje z lastniškimi vrednostnimi papirji, ko bi se še vedno lahko financirala s cenejšim dolžniškim kapitalom. Prednost take prilagodljivosti je tudi možnost izdaje lastniških vrednostnih papirjev, ko je njihova vrednost visoka (Myers, 1984).

4.1. RAZLIKE MED TEORIJO IZKLJUČEVANJA IN TEORIJO VRSTNEGA REDA GLEDE NA DEJAVNIKE STRUKTURE KAPITALA

Dejavniki, ki vplivajo na strukturo kapitala so že bili predstavljeni, to poglavje pa natančneje prikazuje, kako določeni dejavniki vplivajo na strukturo kapitala v okviru obeh obravnavanih teorij. Glavni dejavniki, ki so zajeti so rast podjetja, velikost podjetja, opredmetenost sredstev in dobičkonosnost podjetja.

4.1.1. Rast podjetja

Rast podjetja je dejavnik, ki zelo vpliva na strukturo kapitala v podjetju. Teorija izključevanja predvideva negativen vpliv rasti podjetja na stopnjo zadolženosti (Baskin, 1989). Stroški agentov dolga v rastočih podjetjih so višji kot sicer, saj so lastniki podjetja spodbujeni k

tveganim naložbam. V primeru, da donosna naložba uspe, imajo izključno od tega koristi lastniki podjetja, medtem ko v primeru neuspele naložbe posledice izključno nosijo lastniki dolga. Pomembno je tudi omeniti, da rastoča podjetja v primeru finančne stiske izgubijo relativno več svoje vrednosti kot pa podjetja z nižjo rastjo, kar tudi potrjuje negativno povezavo med rastjo podjetja in stopnjo zadolženosti.

Po drugi strani pa teorija vrstnega reda predvideva, da podjetja z več investicijami, torej bolj rastoča podjetja, ob stalni dobičkonosnosti, potrebujejo večjo količino dolga, saj so notranji viri financiranja investicij premajhni. Za teorijo vrstnega reda velja pozitiven vpliv rasti podjetja na stopnjo zadolženosti. Mnoge študije, ki preiskujejo ali so ta predvidevanja točna, kot kazalec za rast podjetja pogosto uporabljajo market-to-book koeficient, torej razmerje med tržno vrednostjo sredstev in knjižno vrednostjo sredstev (Wanzenried, 2002).

4.1.2. Velikost podjetja

Pričakovati je, da so večja podjetja bolj razpršena in bolj zrela, zato naj bi bilo tveganje finančne stiske manjše. Pri velikih podjetjih nespremenljivi stroški finančne stiske predstavljajo majhen delež vrednosti podjetja, kar znižuje stroške dolga. Takšna podjetja imajo tudi večji ugled na trgu dolga, kar posledično znižuje stroške agentov dolžniškega kapitala. Pri teoriji izključevanja velikost podjetja torej pozitivno vpliva na stopnjo zadolženosti (Fama, French, 2002).

Teorija vrstnega reda po drugi strani predvideva, da so velika podjetja bolj pregledna zunanjim investitorjem, kar zmanjšuje vpliv asimetričnih informacij. Vpliv velikosti podjetja na stopnjo zadolženosti je torej tudi pri teoriji vrstnega reda lahko pozitiven (Murray, Goyal, 2003).

4.1.3. Opredmetenost sredstev

Opredmetenost sredstev je v mnogih študijah predstavljeno kot razmerje med opredmetenimi osnovnimi sredstvi in celotnimi sredstvi. Med opredmetena osnovna sredstva spadajo predvsem zgradbe, proizvodna oprema, zemljišče, druga oprema, osnovna črta in večletni nasadi. Neopredmeteno dolgoročno sredstvo pa je sredstvo, ki fizično ne obstaja. Zajema predvsem naložbe v pridobljene dolgoročne pravice do industrijske lastnine, sem spadajo pridobljeni patenti in licence, poleg tega pa še dolgoročno odložene stroške in naložbe v dobro ime prevzetega podjetja.

Opredmetena osnovna sredstva so bolj likvidna, kar je zelo pomembno v primeru finančne stiske oziroma bankrota v katerem se znajde podjetje. Pri teoriji izključevanja je opredmetenost sredstev dokaj pomemben dejavnik, ki pozitivno vpliva na stopnjo

zadolženosti podjetja, saj podjetje v primeru finančne stiske likvidira opredmetena stalna sredstva in tako zmanjša stroške finančne stiske (Jensen in Meckling, 1976). Pri teoriji vrstnega reda je malo drugače, saj naj bi asimetrija informacij v povezavi z opredmetenimi sredstvi znižala strošek lastniškega kapitala, kar naj bi znižalo stopnjo zadolženosti podjetja. Torej teorija vrstnega reda predvideva negativen vpliv opredmetenosti sredstev na stopnjo zadolženosti (Harris, Raviv, 1991).

4.1.4. Dobičkonosnost podjetja

Dobičkonosnost podjetja je dejavnik, ki zelo vpliva na stopnjo zadolženosti podjetja, vendar pri vsaki teoriji drugače. Zagovorniki teorije izključevanja pravijo, da bolj dobičkonosna podjetja stremijo k čim večjemu dolgu, zaradi prednosti, ki jih prinašajo obresti v obliki davčnega ščita. Z vidika lastnikov podjetja zadolževanje zmanjšuje denarni tok, kar posledično zmanjšuje bonitete managerjem (Jensen, 1986). Iz tega je razvidno, da dobičkonosnost pri teoriji izključevanja pozitivno vpliva na stopnjo zadolženosti.

Teorija vrstnega reda zagovarja obstoj asimetričnih informacij med bankami in podjetji, kar povečuje strošek dolga. Podjetja se zaradi tega odločajo za uporabo cenejšega notranjega financiranja investicij. Če se spomnimo enačbe, ki sta jo podala Shyam in Sunders, lahko izpeljemo, da imajo bolj dobičkonosna podjetja ob nespremenjenih investicijah in dividendah nižjo stopnjo zadolženosti, torej je pri teoriji vrstnega reda vpliv dobičkonosnosti podjetja na finančni vzvod negativen. Kot kazalnik dobičkonosnosti je največkrat uporabljeno razmerje med dobičkom pred obrestmi in davkom ter celotnimi sredstvi.

4.1.5. Drugi dejavniki

Seveda obstajajo tudi drugi dejavniki, ki sicer vplivajo na stopnjo zadolženosti, pa vendar ne tako občutno, kot že prej naštetih. Mnogi avtorji navajajo nedavčni ščit kot dejavnik, ki vpliva na stopnjo dolga. Kazalnik, ki predstavlja nedavčni ščit je največkrat razmerje med depreciacijo in sredstvi, saj je depreciacija pri mnogih avtorjih najpogosteje uporabljen nedavčni ščit. Nedavčni ščit je predvsem prisoten pri teoriji izključevanja, po kateri negativno vpliva na optimalno stopnjo zadolženosti (DeAngelo, Masulis, 1980).

Tudi spremenljivost dobička je dejavnik, ki ga zasledimo predvsem pri teoriji izključevanja. Večja spremenljivost dobička po tej teoriji poveča tveganje, da podjetje ne bo zmožno plačevati obresti, kar povečuje pričakovane stroške finančne stiske. Torej je vpliv spremenljivosti dobička na stopnjo zadolženosti negativen.

V Tabeli 1 je prikazan že omenjeni predviden vpliv različnih dejavnikov strukture kapitala na stopnjo zadolženosti pri obeh obravnavanih teorijah.

Tabela 1: Predviden vpliv dejavnikov na stopnjo zadolženosti v podjetju pri teoriji izključevanja in teoriji vrstnega reda

Dejavnik	Kazalnik	Pričakovani vpliv na stopnjo zadolženosti
Velikost	<i>Celotna sredstva</i>	PO: +/- TO: +
Priložnosti za rast	<i>Tržna vrednost sredstev / knjižna vrednost sredstev</i>	PO: + TO: -
Opredmetenost sredstev	<i>Opredmetena stalna sredstva / celotna sredstva</i>	PO: - TO: +
Dobičkonosnost	<i>Dobiček pred davkom / celotna sredstva</i>	PO: - TO: +
Spremenljivost dobička	<i>Standardni odklon</i>	PO: / TO: -
Nedavčni ščit	<i>Depreciacija / celotna sredstva</i>	PO: / TO: -
Starost	<i>Število let od ustanovitve</i>	PO: + TO: /
PO - Pecking order teorija TO - Trade-off teorija / - teorija ne predvideva bistvenega vpliva dejavnika na stopnjo zadolženosti		

Vir: De Haas, Peeters, 2004.

Na poslovanje podjetja vpliva tudi starost podjetja, saj imajo starejša podjetja na trgu večji ugled. Iz tega sledi, da imajo starejša podjetja, ob enakih ostalih pogojih, višjo optimalno stopnjo zadolženosti, saj naj bi imeli nižjo premijo za zunanje financiranje z dolgom. Starost podjetja je izmerjena kot število let od registracije podjetja.

Vsi opisani dejavniki, so bili mikroekonomski dejavniki, na stopnjo zadolženosti podjetja pa vplivajo tudi nekateri makroekonomski dejavniki, ki se razlikujejo od države do države. Prvi takšen dejavnik je rast BDP kot determinanta za potrebo po financiranju. Pričakovati je pozitiven vpliv rasti BDP na stopnjo zadolženosti podjetja (Wanzenried, 2002), pa vendar se nove investicije lahko financirajo tako iz notranjih virov ali pa izdajo novih delnic, kar pa se pri razmahu gospodarstva še poveča. Torej je razlaga vpliva rasti BDP na stopnjo zadolženosti dvoumna, kot možen vzrok za to, pa lahko predpostavljamo razvitost držav, torej razlik med bolj in manj razvitimi gospodarstvi.

Tudi inflacija je dejavnik, ki je prisoten v mnogih gospodarstvih in, ki vpliva na finančni vzvod. Ta vpliv je predvsem zaznati pri knjižni vrednosti finančnega vzvoda, ki je lahko pozitiven ali pa negativen. Negativen naj bi bil v primeru, če inflacija vodi podjetje v višje nominalne dobičke, višje nominalne zadržane dobičke, in s tem višje nominalne dodatke k lastniškemu kapitalu. Inflacija pa naj bi imela tudi pozitiven vpliv na celoten dolg, ki se zaradi refinanciranja poveča hitreje kot lastniški kapital.

Vsako podjetje ima glede na svojo boniteto določeno specifično obrestno mero za zadolževanje, kar pa je v določeni meri odvisno tudi od obrestne mere na denarnem trgu. Torej je zadolževanje podjetja odvisno tudi od gibanja obrestnih mer na denarnem trgu. Iz tega lahko sklepamo, da ima obrestna mera na denarnem trgu negativen vpliv na optimalno stopnjo zadolženosti.

Zanimiv makroekonomski dejavnik, ki vpliva na finančni vzvod je tudi kvaliteta bančnega sistema. Kot kazalnik lahko vzamemo prihod tujih bank na domači denarni trg, kar povečuje konkurenco in ponudbo na trgu. Lahko sklepamo, da bolj razvit bančni sistem omogoča zunanje financiranje z dolgom večjemu številu podjetij, predvsem manjšim družbam, torej prihod tujih bank pozitivno vpliva na stopnjo zadolževanja.

4.2. UPORABA TEORIJE IZKLJUČEVANJA IN TEORIJE VRSTNEGA REDA V PRAKSI

Splošne razlike med obema obravnavanima teorijama strukture kapitala so že bile predstavljene. Opisani so bili tudi teoretični vplivi dejavnikov strukture kapitala na finančni vzvod. Vplivi teh dejavnikov se v praksi včasih razlikujejo od teoretičnih, v nekaterih primerih bolj v nekaterih pa manj. V nadaljevanju so predstavljeni vplivi omenjenih

dejavnikov na stopnjo zadolženosti različno velikih podjetij v razvitih in tranzicijskih državah.

4.2.1. Razvite države

Teorija vrstnega reda je novejša teorija strukture kapitala, alternativa klasični teoriji izključevanja, in mnogi avtorji so v zadnjih dveh desetletjih preverjali, v kolikšni meri se teorija aplicira v praksi. Večino del se je nanašalo na velika podjetja v razvitih državah, kjer je finančni sistem zelo razvit. Kasneje se je raziskovanje preusmerilo tudi na majhna in srednja podjetja.

Če se osredotočimo na pregled vplivov dejavnikov strukture kapitala na finančni vzvod, je iz Tabele 2 (v Prilogi) razvidno, da je vpliv dobičkonosnosti na stopnjo dolga negativen, vpliv priložnosti za rast pa v večini raziskav pozitiven pri velikih podjetjih razvitih držav. To potrjuje oblikovanje strukture kapitala teh podjetij v skladu s teorijo vrstnega reda. Po drugi strani pa velikost podjetja pozitivno vpliva na stopnjo dolga v podjetju, kar seveda sovпада s teorijo izključevanja in tudi teorijo vrstnega reda. Zanimiv dejavnik je opredmetenost sredstev, pri katerem so avtorji različnega mnenja glede vpliva na stopnjo dolga. De Haas in Peeters (2004) zagovarjata, da ima pri obeh obravnavanih teorijah opredmetenost sredstev pozitiven vpliv na stopnjo dolga, medtem ko sta Harris in Raviv (1991) prišla do zaključka, da opredmetenost sredstev pozitivno vpliva na stopnjo dolga le pri teoriji vrstnega reda. Vsekakor se vpliv tega dejavnika bolj sklada s teorijo izključevanja.

Pri majhnih in srednjih podjetjih razvitih držav situacija ni bistveno drugačna. Vpliv velikosti podjetja, dobičkonosnosti in priložnosti za rast je enak kot pri velikih podjetjih. Razlika je le pri zadnjem od štirih pomembnih dejavnikov strukture kapitala, namreč pri opredmetenosti sredstev. Opredmetenost sredstev pri majhnih in srednjih podjetjih negativno vpliva na finančni vzvod (Zoppa, McMahon, 2002).

Iz zgoraj navedenega lahko povzamem, da se politika strukture kapitala pri velikih podjetjih v razvitih državah nekako enakomerno porazdeli med obe obravnavani teoriji. Za majhna in srednja podjetja pa v nekoliko večji meri velja, da oblikujejo strukturo kapitala v podjetju v skladu s teorijo vrstnega reda.

Vpliv obravnavanih dejavnikov strukture kapitala na stopnjo zadolženosti podjetja je prikazan tudi v Tabeli 2 (na str. 36), kjer so zajeti rezultati iz spodaj navedenih virov, ki so bili glavni viri za diplomsko delo. V nekaterih drugih raziskavah so rezultati raziskav tudi različni tistim, prikazanim v Tabeli 2 (na str.36). Murray in Goyal (2003) ter Fama in French (2002) zagovarjajo, da priložnosti za rast lahko tudi negativno vplivajo na stopnjo dolga v velikih podjetjih razvitih držav, če podjetja pri svojih odločitvah o strukturi kapitala zasledujejo prilagojeno teorijo vrstnega reda

Tabela 2: Dejanski vpliv dejavnikov strukture kapitala na stopnjo zadolženosti v majhnih, srednjih in velikih podjetjih razvitih in tranzicijskih državah

Dejavnik	Razvite države		Tranzicijske države	
	Velika podjetja	Majhna in srednja podjetja	Velika podjetja	Majhna in srednja podjetja
Velikost	+	+	+	+
Priložnosti za rast	+	+	+	+
Opredmetenost sredstev	+	-	-	+/-
Dobičkonosnost	-	-	-	+

Vir: Harris, Raviv, 1991; Shyam-Sunder, Myers, 1999; Murray, Goyal, 2003; Titman, Wassels, 1988; Fama, French, 2002; De Haas, Peeters, 2004; Berk, 2005.

4.2.2. Tranzicijske države

Po padcu komunističnega režima v državah srednje in vzhodne Evrope, so države prešle v proces tranzicije iz socialistično usmerjenega delovanja k kapitalističnemu. Mnoga velika podjetja, z v mnogih primerih prevelikim številom zaposlenih, ki so bila značilna za socialistični režim, so počasi izginila, kjer predvsem mislim na razpad podjetij na več manjših, samostojnih družb. Pomembno je dejstvo, da so bili finančni trgi v tranzicijskih državah na začetku precej nerazviti. V teh okoljih je obstajal bančni sistem, ki pa je bil neučinkovit in v celoti v državni lasti. Pogoj za ureditev finančnega sistema v državah je bil ureditev zakonov, ki naj bi olajšali vzpostavitev sistema.

Danes je v tranzicijskih državah stanje precej drugačno, saj so finančni sistemi veliko bolj razviti, pa vseeno še zdaleč niso na ravni razvitih držav. Finančni posredniki so v mnogih primerih zamenjali lastnike, saj je država prodala svoje deleže tujim strateškim investitorjem. Privatizacija predvsem bančnega sistema tako povečuje konkurenco in s tem velikim, predvsem pa tudi srednjim in majhnim podjetjem, omogoča boljše pogoje za financiranje investicij. V večini držav srednje in vzhodne Evrope je opaziti trend povečevanja stopnje zadolženosti (De Haas, Peeters, 2004).

Vprašanja o strukturi kapitala v podjetjih srednje in vzhodne Evrope se zaradi velikih razlik v sami razvitosti držav razlikujejo od podjetij razvitih držav, pa vendar določena vprašanja in dejstva ostajajo ista. Tako imajo nekatera podjetja politiko strukture kapitala, ki se naslanja

na teorijo izključevanja, druga pa ob svoji rasti in financiranju investicij delujejo v skladu s teorijo vrstnega reda. Za velika podjetja tranzicijskih držav v večini primerov velja enako kot za velika podjetja razvitih držav in sicer, da se, če gledamo dobičkonosnost kot dejavnik, ki vpliva na stopnjo zadolženosti, velika podjetja enako odzivajo (Huang, Song, 2002). Dobičkonosnost negativno vpliva na stopnjo dolga, kar je v skladu s teorijo vrstnega reda. Podobno velja tudi, če pogledamo vpliv priložnosti za rast na zadolženost. Za velika podjetja tako razvitih kot tranzicijskih držav velja, da priložnosti za rast pozitivno vplivajo na stopnjo dolga, torej se takšna podjetja v primeru investicije financirajo predvsem z dolgom kot zunanjim virom financiranja. Tudi v tem primeru velika podjetja oblikujejo strukturo kapitala v skladu s teorijo vrstnega reda (De Haas, Peeters, 2004).

Zanimivo je, da velika podjetja, tako v razvitih kot tudi manj razvitih in tranzicijskih državah, z velikostjo povečujejo tudi stopnjo dolga v podjetju. Torej velikost podjetja pozitivno vpliva na zadolženost, kar bolj sovпада s teorijo izključevanja (Berk, 2005). Če primerjamo oblikovanje strukture kapitala velikega podjetja v razviti državi in tranzicijski državi na podlagi vpliva opredmetenosti sredstev na stopnjo zadolženosti, pa je razvidno, da se podjetja popolnoma različno obnašajo. V velikih podjetjih razvitih držav opredmetenost sredstev pozitivno vpliva na stopnjo zadolženosti, medtem ko je v manj razvitih in tranzicijskih državah ta vpliv negativen, kar naj bi bilo v skladu s post-Keynesiansko teorijo (Mramor, Valentinčič, 2001). Po tej teoriji naj bi bilo podjetje z več opredmetenih sredstev izpostavljeno manjšemu tveganju. Podjetje naj bi manj tvegane projekte financiralo več z lastniškim kapitalom in manj z dolgom.

Za takšne razlike med podjetji razvitih držav in podjetji iz tranzicijskih držav naj bi v veliki meri prihajalo zaradi slabše razvitih finančnih trgov v tranzicijskih državah. Mramor in Valentinčič (2001) zagovarjata, da do omenjenih sprememb prihaja predvsem zaradi dejstva, da v samem procesu tranzicije podjetja še vedno zasledujejo cilj maksimiziranje plač, ki je seveda v veliki meri kratkoročni cilj. Torej se omenjeni cilj ključno razlikuje od cilja, ki ga zasleduje teorija vrstnega reda, in sicer maksimizacijo verjetnosti dolgoročnega obstoja podjetja.

Razlogov za zasledovanje cilja maksimiziranje plač naj bi bilo več. Mramor in Valentinčič navajata pet glavnih razlogov. Prvi razlog je, da so v mnogih primerih delavci tudi delni lastniki podjetja. Drugi razlog je sodelovanje delavcev v upravi in nadzornem svetu. Zelo pomemben dejavnik so tudi močni sindikati kot zunanji dejavnik, ki zasleduje maksimizacijo plač. Najpomembnejši, četrti razlog pa naj bi bil kulturni. Management in delavci naj bi v veliko primerih že dolgo časa delali skupaj, v nekem posebnem okolju, in med tem časom naj bi se izoblikovale določene vezi med dvema stranema, ki naj bi omilile te razlike med zdajšnjimi lastniki in delavci podjetja. Zadnji razlog pa naj bi bilo pomanjkanje znanja managerjev, ki so desetletja delovali in razmišljali enako, podobno kot v starem sistemu pred tranzicijo. Kombinacija vseh teh petih razlogov naj bi bil razlog za takšno obnašanje slovenskih podjetij, ki v mnogih primerih zasledujejo cilj maksimiziranja plač.

Tudi majhna in srednja podjetja v tranzicijskih državah se v določenih primerih podobno obnašajo kot enaka podjetja razvitih držav. Velikost podjetja pozitivno vpliva na finančni vzvod tako v razvitih kot v tranzicijskih državah, torej v tem primeru velja teorija izključevanja. Za majhna in srednja podjetja tranzicijskih držav ta teorija velja tudi pri vplivu dobičkonosnosti na finančni vzvod. Ta vpliv je v tem primeru namreč pozitiven, kar je nasprotno enakimi podjetji razvitih držav, kjer je vpliv tega dejavnika na stopnjo dolga negativen in sovpada s teorijo vrstnega reda. Pri majhnih in srednjih podjetjih ima dejavnik priložnosti za rast podjetja, tako kot pri velikih podjetjih v tranzicijskih državah, enak vpliv na stopnjo dolga v podjetju, in sicer pozitiven. Ker se podobno obnašajo tudi majhna in srednja podjetja v razvitih državah, lahko rečemo, da podjetja s takšno velikostjo v tem primeru zasledujejo teorijo vrstnega reda. Do razlik prihaja pri vplivu opredmetenosti sredstev na stopnjo dolga v podjetju. Pri majhnih in srednjih podjetjih razvitih držav je ta vpliv negativen. Pri podjetjih v tranzicijskih državah pa je ta vpliv tako negativen kot tudi pozitiven. Negativen vpliv opredmetenosti sredstev na stopnjo dolga je v primeru celotnega in kratkoročnega dolga, medtem ko ta dejavnik pozitivno vpliva na dolgoročni dolg. To je v skladu z večino teorij o strukturi kapitala, ki razlagajo, da podjetja z manj opredmetenimi stalnimi sredstvi, ki so primerna za zavarovanje, nimajo dostopa do dolgoročnega dolga. Podjetja z več opredmetenimi stalnimi sredstvi naj bi si tako izposojala več dolgoročnega kot kratkoročnega dolga (Klapper, Sarria-Allende, Sulla, 2002).

Primerjava vplivov določenih dejavnikov strukture kapitala na delež dolga pri podjetjih razvitih in tranzicijskih držav, je torej pokazala, da podjetja istih velikosti v različno razvitih državah v povprečju zasledujejo enako teorijo strukture kapitala. Tako velika podjetja razvitih držav delno oblikujejo svojo strukturo kapitala po teoriji izključevanja, delno pa po teoriji vrstnega reda. Podobno velja tudi za velika podjetja tranzicijskih držav, le da se v tem primeru podjetja malo bolj nagibajo k zasledovanju teorije vrstnega reda. Malo drugače je pri srednjih in majhnih podjetjih, ki v razvitih državah v povprečju bolj zasledujejo teorijo izključevanja, medtem ko se podjetja tranzicijskih držav bolj nagibajo teoriji vrstnega reda. Ti zaključki temeljijo na uporabi dejavnikov, ki v največji meri vplivajo na strukturo kapitala v podjetju. Med njimi je najpomembnejši dejavnik dobičkonosnost, saj so rezultati pri vseh uporabljenih raziskavah najbolj trdni. Vpliv dobičkonosnosti na strukturo kapitala je zelo pogosto najmočnejši. Pri ostalih dejavnikih je ta vpliv sicer šibkejši, pa vendar mnogokrat zelo pomemben, čeprav so v nekaterih raziskavah rezultati nasprotujoči.

SKLEP

Veliko je že bilo napisanega o teorijah strukture kapitala in mnogi avtorji so empirično preverjali posamezne teorije v praksi. Raziskave so bile najprej osredotočene na razvite države in velika podjetja, šele kasneje so ekonomisti začeli preverjati teorijo izključevanja in teorijo vrstnega reda virov financiranja pri srednjih in majhnih podjetjih ter v zadnjih letih vse več pri podjetjih tranzicijskih držav. V diplomskem delu je prikazan postopen razvoj teorij strukture kapitala od temeljev za razvoj teorije strukture kapitala Modiglianija in Millerja iz leta 1958, do začetkov razvoja teorije vrstnega reda Myersa in Majlufa leta 1984 in kasneje tudi postavitev prilagojene teorije vrstnega reda.

Natančneje sta torej predstavljeni teorija izključevanja in teorija vrstnega reda. Glavna značilnost neoklasične teorije, teorije izključevanja je doseganje optimalne strukture kapitala pri kateri je cena delnice podjetja maksimalna. Pri tem podjetja izravnava prednosti in slabosti vpliva dolga na vrednost podjetja. Če podjetje poveča dolg, na eni strani poveča davčni ščit, kar poveča tudi vrednost podjetja, na drugi strani pa poveča stroške finančne stiske, kar vrednost podjetja zmanjša.

Teorija vrstnega reda temelji na vrstnem redu financiranja investicij. To je posledica asimetričnosti informacij med managerji in zunanjimi vlagatelji. Na podlagi tega podjetje najprej uporabi notranje finančne vire, saj le-to ne povzroča stroškov izdaje in podcenjenosti oz. precenjenosti vrednosti podjetja, šele ko je notranjih virov premalo, podjetje izda dolg in v skrajni sili tudi lastniški kapital, na katerega pa močno vplivajo asimetrične informacije in transakcijski stroški.

Na strukturo kapitala vpliva veliko dejavnikov, pa vendar se večina avtorjev osredotoča na odvisnost stopnje zadolženosti v podjetju predvsem od velikosti podjetja, rasti podjetja, opredmetenosti sredstev in seveda dobičkonosnosti podjetja. Menim, da v prihodnje lahko pričakujemo vedno nove raziskave, predvsem v tranzicijskih državah, ki imajo svoje specifične lastnosti po katerih se zelo razlikujejo od razvitih držav, kakor jih omenjata tudi Mramor in Valentinčič (2001).

V diplomskem delu je prikazana primerjava med obema obravnavanima teorijama strukture kapitala pri podjetjih različnih velikosti in pri različno razvitih državah. Ti zaključki so postavljeni na podlagi vplivov zgoraj navedenih, glavnih štirih dejavnikov, ki bistveno vplivajo na stopnjo zadolženosti v podjetju. Ugotovljeno je, da velika podjetja v razvitih državah svojo strukturo kapitala delno oblikujejo na podlagi teorije izključevanja, delno pa v skladu s teorijo vrstnega reda. Drugače je pri obravnavi srednjih in majhnih podjetij, ki svojo strukturo kapitala v večji meri oblikujejo v skladu s teorijo vrstnega reda virov financiranja.

V diplomskem delu je poudarek tudi na tranzicijskih državah in na načinih, na katere podjetja v teh državah oblikujejo svojo strukturo kapitala. Velika podjetja v tranzicijskih državah se pri oblikovanju strukture kapitala bolj nagibajo k teoriji vrstnega reda, kot pa velika podjetja razvitih držav, pa vendar je še vedno v določeni meri prisotna tudi teorija izključevanja. Za srednja in majhna podjetja v tranzicijskih državah velja ravno nasprotno, torej da njihovo oblikovanje strukture kapitala ni v tolikšni meri na strani teorije vrstnega reda, kot pri srednjih in majhnih podjetjih razvitih držav, saj velikost in dobičkonosnost podjetja pozitivno vplivata na zadolženost podjetij, kar je v skladu s teorijo izključevanja.

V Sloveniji, ki še vedno spada med tranzicijske države, naj bi tako velika podjetja, ki kotirajo na Ljubljanski borzi, kot tudi ostale zaprte delniške družbe, svojo strukturo kapitala oblikovala v skladu s teorijo vrstnega reda. Zanimivo je dejstvo, da opredmetenost sredstev, kot dejavnik strukture kapitala, negativno vpliva na zadolženost. Glavni razlog za to naj bi bila post-Keynesianska usmerjenost podjetja k maksimizaciji verjetnosti dolgoročnega obstoja podjetja.

Veliko raziskav obeh teorij se je naslanjalo na velika podjetja. Glede na to, da o oblikovanju strukture kapitala srednjih in majhnih podjetij še ni bilo veliko napisanega, lahko predvidevamo, da bodo v prihodnje napisane še mnoge nove raziskave, ki bodo razkrile kakšen dodaten vidik glede oblikovanja strukture kapitala takšnih podjetij in pojasnile razloge za njihovo ravnanje. Čeprav sta v diplomskem delu predstavljeni dve poglavitni teoriji strukture kapitala, nastajajo tudi novejši teorije, kot primer vzemimo teorijo tempiranja trga, ki morda uspešneje pojasnjuje obnašanje podjetij.

LITERATURA

1. Barclay M. J., Smith C. W., Watts R. L.: The determinants of corporate leverage and dividend policies. *Journal of applied corporate finance*, B.k., 7(1995), 4, 57 str.
2. Baskin J.: Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*, New York, 1(1989), 1, str. 26-35.
3. Berk A.: The role of capital market in determining capital structure of Slovene corporations. Working paper 183. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2006. 29 str.
4. Berk Aleš: Drivers of Leverage in Slovene Blue-Chip Firms and Stock Performance Following Substantial Debt Increases. Working Paper 172. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 22 str.
5. Berk A. et al.: Poslovne finance. Gradivo za poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 296 str.
6. Brigham E.F.: Fundamentals of financial management. 8th edition. Fort Worth : The Dryden Press, 1998. 898 str.
7. Chirinko R.S., Singha A.R.: Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure: a Critical Comment. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 58(2000), 3, str. 417-425.
8. DeAngelo H., Masulis R.: Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 8(1980), 1, str. 3-29.
9. De Haas R., Peeters M.: The Dynamic Adjustment towards Target Capital Structures of Firms in Transition Economies. De Nederlandsche Bank : Staff Report, Amsterdam, 123(2004), 41 str.
10. Donaldson Gordon: Corporate Debt Capacity. Boston : Harvard School of Business Administration, Division of Research, 1961. 121 str.
11. Fama Eugene F., French Kenneth: Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, New York, 15(2002), 1, str. 1-33.
12. Frank Murray Z., Goyal Vidhan K.: Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, B.k., 67(2003), 1, str. 217-248.

13. Frydenberg, Stein: Theory of Capital Structure - A Review. Accepted paper NTNU, Trondheim, 2004, 41 str.
14. Graham John R., Campbell Harvey R.: The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the field. Journal of Financial Economics, Amsterdam, 60(2001), 2/3, str. 187-243.
15. Harris Milton, Raviv Arthur: The Theory of Capital Structure. Journal of Finance, New York, 46(1991), str. 297-355.
16. Hovakimian Armen. Hovakimian Mantha, Tehranian Rayan: Determinants of Target Capital Structure: The case of dual debt and equity issues. Journal of Financial Economics, B.k., 71(2004), 1, str. 517-540.
17. Hussain Q., Nivorozhkin E.: The capital structure of listed companies in Poland. IMF Working Paper No. 97/175. Washington D.C. : IMF, 1997. 21 str.
18. Jensen Michael C., Meckling William: Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structure. Journal of Financial Economics, Amsterdam, 3(1976), str. 305-360.
19. Joksimović Boris: Optimalna struktura kapitala slovenskega podjetja. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 106 str.
20. Klapper Leora F., Sarria-Allende Virginia, SullaVictor: Small- and Medium-Size Enterprise Financing in Eastern Europe. World Bank Policy Research Working Paper No. 2933. Washington : World Bank, 2002. 53 str.
21. Kuhelj Krajnović Edita: Analiza dejavnikov optimalne strukture kapitala podjetja. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 107 str.
22. Leary M.T., Roberts M.R.: Financial Slack and Tests of the Pecking Order's Financing Hierarchy. Durham : Duke University, 2004. 37 str.
23. Marini M.A.: Asymmetric Information and Firm's Capital Structure., B.k., 2004. 8 str.
24. Menendez Requejo S.: Small vs- Large Firms Leverage: Determinants and Structural Relations. Oviedo : Faculty of Economics, 2002. 21 str.
25. Miller Merton H.: Debt and Taxes. Journal of Finance, New York, 5(1977), str. 261-275.

26. Modigliani Franco, Miller Merton: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, Nashville, 48(1958), 3, str. 261-297.
27. Modigliani Franco, Miller Merton: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, Nashville, 53(1963), 3, str. 433-443.
28. Mramor Dušan: Finančna politika podjetja: teoretični prikaz. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1991. 145 str.
29. Mramor, D., Valentinčič, A.: When Maximizing Shareholder's Wealth Is Not the Only Choice. *Eastern European Economics*, New York, 39(2001), 6, str. 64-99.
30. Myers Stewart C., Majluf Nicholas S.: Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 13(1984), 2, str. 187-221.
31. Myers Stewart C.: The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, New York, 39(1984), 3, str. 575-592.
32. Rajan Raghuram G., Zingales Luigi: What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, New York, 50(1995), 5, str. 1421-1460.
33. Ross S.A.: The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, New York, 8(1977), 1, str. 23-40.
34. Shyam-Sunder Lakshmi, Myers Stewart C.: Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, B.k., 51(1999), str. 219-244.
35. Titman S., Wessels R.: The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, New York, 43(1988), 1, str. 1-19.
36. Tong G., Green C.J.: Pecking Order or Trade-off Hypothesis? Evidence on the Capital Structure of Chinese Companies. Leicestershire :Loughborough University, 2004. 26 str.
37. Wanzenried G.: Capital Structure Dynamics in UK and Continental Europe. Basel : University of Basel, 2002. 24 str.
38. Zoppa A., McMahon R.G.P.: Pecking order theory and the financial structure of manufacturing SME's from Australia's longitudinal survey. Adelaide : School of Commerce, 1(2002), 1. 29 str.

VIRI

1. iBON 2006/I – Bonitete poslovanja.

PRILOGE

Priloga 1: Delež dolga v financiranju podjetij različnih dejavnosti v Sloveniji
od leta 2000 do leta 2004 (v odstotkih)

Leto	2000	2001	2002	2003	2004	Povprečna rast
Dejavnost						
Farmacija	17,99	16,09	16,73	20,67	17,23	1,47%
Trgovina	64,43	64,65	65,59	63,04	66,8	0,92%
Prehrabena industrija	29,99	35,98	37,31	39,14	40,64	4,38%
Transport	42,41	47,88	56,18	67,49	66,51	8,81%
Nafta in plin	n.p.	n.p.	44,74	46,22	47,77	3,33%
Gradbeništvo	64,95	62,09	60,65	62,34	64,16	2,85%
Tekstilna industrija	39,76	40,47	45,37	47,45	50,85	5,86%
Papirna industrija	32,68	26,76	28,39	36,96	34,92	10,90%
Premogovništvo	9,01	17,58	16,07	15,86	15,64	-1,37%
Lesna industrija	52,17	50,43	52,77	57,15	58,35	5,16%

Vir: iBON 2006/I – Bonitete poslovanja.

Priloga 2: Finančni vzvod podjetij različnih dejavnosti v Sloveniji od leta 2000
do leta 2004 (v odstotkih)

Leto	2000	2001	2002	2003	2004	Povprečna rast
Dejavnost						
Farmacija	25,57	22,39	22,98	31,16	22,82	-0,34%
Trgovina	186,26	189,7	195,61	173,43	209,7	3,54%
Prehrabena industrija	43,95	57,35	60,41	65,5	69,44	7,22%
Transport	75,68	93,91	131,2	208,1	199,2	23,22%
Nafta in plin	n.p.	n.p.	90,45	95,51	100,3	5,32%
Gradbeništvo	220,86	196,63	200,28	208,93	230,8	7,34%
Tekstilna industrija	67,29	68,84	85,36	106,56	116,5	16,85%
Papirna industrija	49	36,87	40,04	59,7	54,38	16,54%
Premogovništvo	10,02	21,97	19,25	18,92	18,57	-1,78%
Lesna industrija	116,32	106,79	116,45	138,88	145,6	11,83%

Vir: iBON 2006/I – Bonitete poslovanja.