

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
ANALIZA STRUKTURE KAPITALA

Ljubljana, januar 2002

PETER JUŽNIČ

IZJ A V A

Študent/ka _____ izjavljam,
da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom
_____ in dovolim objavo
diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____.

Podpis:

KAZALO

I. UVOD.....	1
II. TEORIJE STRUKTURE KAPITALA.....	2
1. OPREDELITEV POJMA STRUKTURA KAPITALA.....	2
2. TRADICIONALNA RAZLAGA	3
3. PRVI MODIGLIANI-MILLERJEV MODEL.....	4
4. MODIGLIANI-MILLERJEV MODEL S PODJETNIŠKIMI DAVKI	6
5. MILLERJEV MODEL S PODJETNIŠKIMI IN OSEBNIMI DAVKI	6
5.1. <i>Nedolžniške davčne olajšave.....</i>	7
6. STROŠKI FINANČNE STISKE IN STROŠKI BANKROTA	8
7. STROŠKI AGENTOV	9
8. STROŠKI ASIMETRIJE INFORMACIJ	10
9. VPLIV OSTALIH UDELEŽENIH V DELOVANJU PODJETJA NA STRUKTURO KAPITALA	11
10. TEORIJA VRSTNEGA REDA IN ASIMETRIJA INFORMACIJ	11
11. UGOTOVITVE TEORETIČNIH RAZLAG IN NAVEZAVA NA DEJAVNIKE STRUKTURE KAPITALA.....	12
III. UGOTOVITVE EMPIRIČNIH RAZISKAV STRUKTURE KAPITALA.....	15
1. DEJAVNIKI PODJETJA	15
2. DEJAVNIKI OKOLJA.....	16
3. EMPIRIČNE RAZISKAVE TEORIJE VRSTNEGA REDA.....	17
IV. PREDSTAVITEV PANOGE IN OBRAVNAVANIH SKUPIN.....	18
1. NAFTNA INDUSTRIJA	19
2. VPLIV DRŽAV NA NAFTNA PODJETJA.....	20
3. PREDSTAVITEV PODJETIJ IN SKUPIN	21
3.1. <i>Petrol d.d. in poslovna skupina Petrol.....</i>	21
3.2. <i>Istrabenz d.d. in Skupina Istrabenz.....</i>	22
3.3. <i>OMV a.g. in OMV Group.....</i>	22
V. FINANCIRANJE OBRAVNAVANIH SKUPIN	24
1. STRUKTURA FINANCIRANJA.....	24
2. STRUKTURA KAPITALA IN ZADOLŽENOST.....	26
3. LIKVIDNOST	27
VI. ANALIZA DEJAVNIKOV, KI VPLIVAJO NA STRUKTURO KAPITALA	29
1. DEJAVNIKI PODJETJA	29
1.1. <i>Struktura sredstev.....</i>	29
1.2. <i>Stopnja rasti.....</i>	30
1.3. <i>Donosnost poslovanja</i>	31
1.4. <i>Poslovno tveganje</i>	31
2. DEJAVNIKI GOSPODARSKEGA OKOLJA.....	32
2.1. <i>Davčne stopnje.....</i>	33
2.2. <i>Reguliranje cen, trošarine in konkurenca.....</i>	34
2.3. <i>Finančni sistem.....</i>	35
2.3.1. <i>Trg vrednostnih papirjev</i>	36
2.4. <i>Struktura lastnikov in proces lastninjenja</i>	38
2.5. <i>Velikost gospodarstva.....</i>	39
2.6. <i>Inflacija.....</i>	40
3. UGOTOVITVE ANALIZE DEJAVNIKOV.....	40
VII. SKLEP	40

VIII. LITERATURA..... 42

IX. VIRI..... 43

PRILOGA

I. Uvod

Namen diplomskega dela je predstaviti teorijo strukture kapitala podjetja in analizirati dejavnike strukture kapitala podjetja. S pojmom struktura kapitala mislim predvsem na dolžniški in lastniški kapital v dolgoročnem viru financiranja podjetja. Z dejavniki pa elemente, ki vplivajo na oblikovanje strukture kapitala.

Diplomsko delo je razdeljeno na dva dela. V prvem delu bom predstavil teoretična znanja s področja strukture kapitala in empirične raziskave o vplivih posameznih dejavnikov. V drugem delu sledi konkretna analiza dejavnikov strukture kapitala na primeru izbranih družb. Želim preveriti tezo o nižji zadolženosti slovenskih podjetji v primerjavi z "zahodnimi" in poiskati vzroke.

Mnogi strokovnjaki navajajo vprašanje strukture kapitala, kot eno temeljnih vprašanj finančne politike podjetja. Pomembnost strukture kapitala najdemo v povezavi z osnovnim ciljem poslovanja podjetja, ki je maksimirati tržno vrednost enote lastniškega kapitala podjetja (Mramor, 1991, str. 34). Z izbiro med dolžniškim in lastniškim kapitalom pri financiranju podjetja se po razlagah nekaterih finančnih teorij lahko doseže maksimalna tržna vrednost podjetja. Mnogi so poskušali ugotoviti ali je struktura kapitala pomembna za doseganje osnovnega cilja podjetja oziroma katera je ustrezna. V prvem delu diplomskega dela bom predstavil najpomembnejše teoretične poglede na tem področju.

Poleg teoretičnih znanj bodo predstavljene najbolj znane empirične raziskave vplivov posameznih dejavnikov na strukturo kapitala. Obravnavani bodo dejavniki, ki izvirajo iz podjetja in panoge ter dejavniki okolja, v katerem podjetje deluje. Med dejavnike panoge in podjetja uvrščamo strukturo sredstev, stopnjo rasti, poslovno tveganje. Med dejavnike okolja sodijo davčne stopnje, finančni sistem, inflacija. Empirične raziskave niso dale dokončnih odgovorov o vplivu posameznih dejavnikov. Kljub temu bodo ugotovitve empiričnih raziskav uporabljene za izhodišče pri primerjalni analizi izbranih družb v drugem delu diplomske naloge.

V drugem delu se bom osredotočil na analizo dejavnikov strukture kapitala na primeru izbranih družb. Najprej bo predstavljena panoga, s katero so povezane vse tri primerjane družbe. Gre za naftno industrijo, ki je bila v dvajsetem stoletju glavni motor svetovnega gospodarskega razvoja. Zatem bodo predstavljene izbrane družbe: Istrabenz d.d., Petrol d.d. in OMV a.g.. Poleg matičnih družb bom v obravnavo vključil tudi poslovno skupino Petrol Skupino Istrabenz in OMV Group, ker bo analiza dejavnikov opravljena na podlagi konsolidiranih računovodskih izkazov skupin. Pred obravnavo dejavnikov strukture kapitala izbranih skupin bodo prikazane strukture financiranja in strukture kapitala ter zadolženost skupin. Ugotovitve o strukturi kapitala in zadolženosti skupin bodo uporabljene pri razlagi vplivov posameznih dejavnikov.

V zadnjem delu bo analiza najpomembnejših dejavnikov strukture kapitala pokazala možne vzroke za razlikovanje v strukturi kapitala obravnavanih skupin. Dejavniki bodo obravnavani v dveh skupinah. Dejavniki prve skupine so odvisni predvsem od podjetja in dejavnosti. V drugi skupini so dejavniki gospodarskega okolja. Osrednji poudarek pri drugi skupini

dejavnikov bo na analizi tistih dejavnikov strukture kapitala, ki so specifično značilni za slovensko gospodarstvo. Z analizo želim pokazati splošne vzroke za razlikovanje v kapitalski strukturi med slovenskimi in "zahodnimi" podjetji.

V zaključku bom povzel ugotovitve o strukturi kapitala in vplivu dejavnikov za obravnavane skupine. Ugotovitve primerjave Petrola, Istrabenza in OMV-ja bom poskušal prenesti na vsa slovenska podjetja v primerjavi z evropskimi. Pozornost bom usmeril tudi na pričakovanja o bodočih gibanjih strukture kapitala in načinih financiranja v Sloveniji.

II. Teorije strukture kapitala

1. Opredelitev pojma struktura kapitala

Pojem struktura kapitala je v literaturi zelo različno definiran. Različno je definiran predvsem obseg kapitala podjetja. Vzroke za to lahko iščemo v ciljih in metodah analize posameznih avtorjev. Pri strogo teoretični obravnavi strukture kapitala imamo ponavadi v mislih, da med kapital podjetja spada tržna vrednost dolgoročnega dolga in lastniškega kapitala. Pri tem mislimo na dolžniške in lastniške vrednostne papirje, ki skupaj sestavljajo celotno tržno vrednost podjetja. S pojmom struktura kapitala v tem primeru razumemo razmerje med tržno vrednostjo dolžniškega kapitala in tržno vrednostjo lastniškega kapitala podjetja (Mramor, 1991, str. 67).

Za namen praktičnih analiz strukture kapitala se pojem kapital podjetja obravnava širše. Med dolgoročne vire financiranja se poleg lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev uvrščajo tudi druge oblike dolžniškega financiranja, kot so prejeta posojila. Kadar govorimo o strukturi kapitala, imamo v tem primeru v mislih razmerje med dolgoročnimi dolgovi in lastniškim kapitalom, pri čemer za dolgoročne dolgove ni pomembno, ali so prejeta posojila ali izdani dolžniški vrednostni papirji, pomembno je da niso kratkoročni (Ribnikar, 2000, str. 54). Prav tako se pri praktičnih analizah ne uporablja le podatkov o tržnih vrednostih, ampak tudi knjigovodske vrednosti posameznih delov strukture kapitala podjetja. Tržne vrednosti upoštevajo sprotna prilagajanja glede na pričakovanja investitorjev o donosnosti njihove investicije, medtem ko knjigovodske vrednosti kažejo pretekla računovodska vrednotenja podjetja.

Opozoriti želim še na kratkoročni dolg, ki ga večina avtorjev ne uvršča med dolžniški del kapitala, kadar mislijo na strukturo kapitala. Predvsem za slovenska podjetja je značilno, da imajo razmeroma velik delež kratkoročnih dolgov v vseh virih financiranja. Za boljše razumevanje strukture kapitala je pri takih podjetjih treba obravnavati tudi tisti del celotne finančne strukture¹, ki se nanaša na kratkoročne finančne vire.

V prvem delu diplomskega dela, kjer so predstavljena teoretična znanja o strukturi kapitala, mislimo na razmerje med tržno vrednostjo lastniškega in dolžniškega kapitala. V drugem delu, kjer je predstavljena konkretna analiza, s strukturo kapitala mislimo na razmerje med

¹ Finančna struktura pomeni sestavo desne strani premoženjske bilance podjetja (Ribnikar, 2000, str. 54).

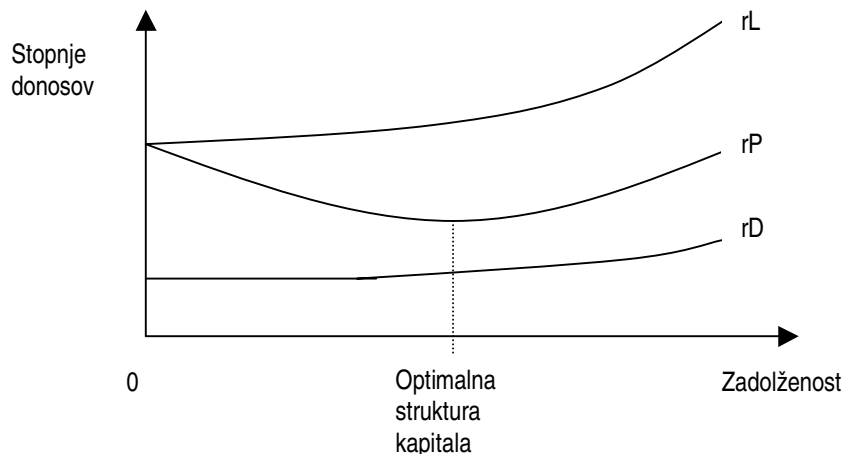
knjigovodsko vrednostjo lastniškega kapitala in dolgoročnimi dolžniškimi obveznostmi podjetja.

2. Tradicionalna razlaga

Tradicionalna razlaga strukture kapitala temelji na trditvi, da je vrednost podjetja mogoče spreminjati, če spreminjamo delež dolga v strukturi kapitala. To pomeni, da obstaja optimalna struktura kapitala, ki maksimira vrednost podjetja.

Obstoj optimalne strukture je pojasnjen s tveganjem in povprečnimi stroški. Imetniki vrednostnih papirjev podjetja se soočajo s poslovnim in finančnim tveganjem. Poslovno tveganje je tveganje, ki izvira iz osnovnih sredstev podjetja in je pri nezadolženem podjetju enako celotnemu tveganju. Finančno tveganje je dodatno tveganje, ki je posledica financiranja podjetja z dolžniškim kapitalom, kar povzroči nastanek stalnih stroškov v obliki obresti in glavnice (Brigham, 1999, str. 372). Zahtevana stopnja donosa² imetnikov lastniških vrednostnih papirjev je višja od zahtevane stopnje donosa imetnikov dolžniških terjatev do podjetja. Slednji namreč, v nasprotju z lastniki, nosijo le manjši del poslovnega tveganja podjetja.

Slika 1: Tradicionalna razlaga vpliva zadolženosti na tržno vrednost podjetja



r_L - zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala

r_D - zahtevana stopnja donosa dolžniškega kapitala

r_P - povprečna zahtevana stopnja donosa na kapital

Vir: Brealey, 2000, str. 487.

Slika 1 prikazuje gibanje zahtevanih stopenj donosa kapitala za investitorje. S povečevanjem deleža dolžniškega dolga kot vira financiranja se povečuje finančno tveganje imetnikov

² Zahtevana stopnja donosa je donos, ki ga investitor zahteva za tveganje njegove naložbe.

lastniških vrednostnih papirjev. S tem se povečujejo tudi stroški lastniškega kapitala³, ki po mnenju tradicionalistov ob manjši zadolžitvi podjetja počasneje naraščajo, ob večjih pa vedno hitreje (Mramor, 1991, str. 70). Ob manjši zadolžitvi in povečevanju deleža dolga je učinek na skupne stroške kapitala⁴ ugoden, saj ima vključevanje cenejšega dolžniškega kapitala prevladujoč vpliv na skupne stroške kapitala. To pomeni, da se krivulja skupnih stroškov ob povečevanju zadolževanja najprej znižuje. Ob večji zadolženosti in povečevanju dolga se stroški lastniškega kapitala povečujejo hitreje. Tako postane vpliv stroškov lastniškega kapitala na povečanje skupnih stroškov kapitala večji, kot je vpliv dodatnega cenejšega dolga na znižanje skupnih stroškov kapitala. Podjetja naj bi povečevala zadolževanje do točke, ko lastniki podjetja ocenjujejo dodatno pričakovano donosnost zaradi dodatnega cenejšega kapitala, samo še kot nadomestilo za dodatno tveganje (Mramor, 1991, str. 71). S tem podjetje doseže strukturo kapitala, pri katerem bo povprečje stroškov dolžniškega in lastniškega financiranja najnižje, kar pripelje do največje vrednosti podjetja.

V novejši literaturi je pri obravnavanju teorij strukture kapitala tradicionalna razlaga omenjena le na kratko. Večinoma se kot začetke teoretičnih raziskav strukture kapitala navaja dela Modigliani in Millerja. Prva sta pokazala na neustreznost tradicionalne teorije, ki se kaže v neracionalnem obnašanju finančnih investorjev oziroma v spremenljivem odnosu finančnih investorjev do tveganja. Tradicionalisti zagovarjajo, da pri nizki zadolženosti lastniki ne zaznavajo finančnega tveganja, po določenem deležu dolga pa je finančno tveganje bolj pomembno. Ena najpomembnejših predpostavk današnje finančne teorije je prav racionalnost obnašanja ekonomskih subjektov (Mramor, 1991, str. 72). To izhodišče sta uporabila tudi Modigliani in Miller v svojih modelih.

3. Prvi Modigliani-Millerjev model

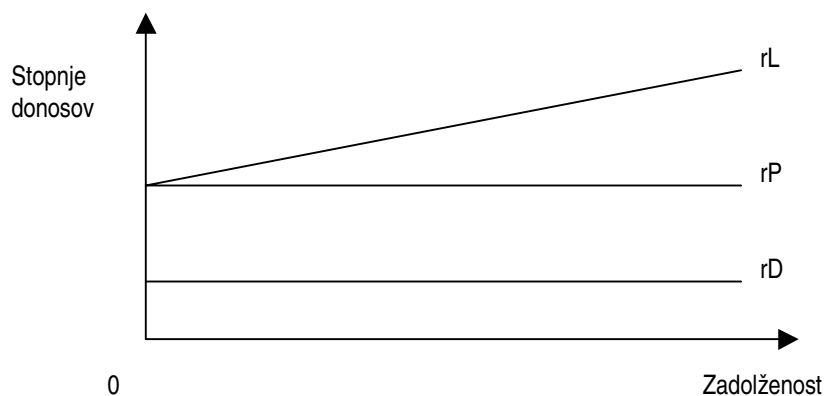
Modigliani in Miller sta bila prva, ki sta se znanstveno lotila problemov strukture kapitala. Njun članek⁵ iz leta 1958 je postal temelj za razvoj sodobne teorije strukture kapitala. Pod predpostavko popolnega trga kapitala, ki deluje brez trenja, kjer vlada popolna konkurenca, in na katerem se vsi udeleženci obnašajo racionalno ter imajo enak dostop do vseh informacij, sta pokazala, da razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom ne vpliva na vrednost podjetja (Ross, 1999, str. 379). To pomeni, da je izbira strukture kapitala nepomembna za povprečne stroške in vrednost podjetja.

³ Stroški lastniškega kapitala podjetja so enaki stopnji donosa imetnikov lastniških vrednostnih papirjev.

⁴ Skupni stroški kapitala ali povprečni stroški kapitala so tehtano povprečje posameznih vrst kapitala (lastniški, dolžniški) znani tudi pod kratico WACC.

⁵ Članek prvič objavljen: F.Modigliani and M.H.Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", American Economic Review 48, June 1958, str. 261-297 (Brealey, 2000, str. 473).

Slika 2: Modigliani-Millerjeva prva razlaga vpliva zadolženosti na tržno vrednost podjetja



Vir: Mramor, 1991, str. 81.

Slika 2 prikazuje podobno kot Slika 1 (na str. 3) gibanje zahtevanih stopenj donosa za investitorje, le da je izpeljan pod predpostavkami Modigliani-Millerja, torej predpostavkami popolnega trga kapitala. Zahtevana donosnost lastniškega kapitala linearno narašča ob povečevanju zadolževanja podjetja. Ker je dolg netvegan, ostaja obrestna mera za dolžniško financiranje vseskozi konstantna. Večja uporaba cenejšega dolžniškega kapitala na račun zmanjševanja lastniškega kapitala ravno nadomesti vedno dražji lastniški kapital, ki raste zaradi večjega finančnega tveganja. Skupni vpliv obeh vrst kapitala na povprečni strošek kapitala ostaja nespremenjen ne glede na zadolženost. Posledica tega je, da se vrednost podjetja ne spreminja s spreminjanjem strukture kapitala.

Razlago sta utemeljila na primeru arbitraže, ki jo lahko izvede imetnik vrednostnih papirjev podjetja, da izniči vpliv zadolžitve podjetja (glej Prilogo 1, na str. 1). Z izbiro med dolžniškim in lastniškim kapitalom lahko investitor sam vzpostavi takšno stanje kot podjetje z izbiro med lastnim zadolževanjem in nakupom vrednostnih papirjev. Zato podjetje z izbiro med dolžniškim in lastniškim kapitalom ne more ustvariti dodatne vrednosti za investitorja. Pogoji, ki je potreben pri razlagi in velja na popolnem trgu kapitala, je, da si posamezni investitorji lahko izposojajo pod enakimi pogoji kot podjetje (Brealey, 2000, str. 476).

S to hipotezo sta zavrnili tradicionalni pogled na strukturo kapitala, ki je veljal dotlej. Model sta razložila tudi za primer, ko se zahtevana donosnost dolžniškega kapitala nekoliko poveča ob zelo visoki zadolženosti. To pomeni, da je obrestna mera za dolžniški kapital tvegana, saj tudi imetniki dolžniških vrednostnih papirjev prevzemajo del poslovnega tveganja. Vendar to ne spremeni nepomembnosti strukture kapitala za vrednost podjetja. Zahtevana donosnost lastniškega kapitala ob višji zadolženosti namreč raste počasneje, saj del poslovnega tveganja prevzemajo upniki.

Mnogi finančni teoretiki so kasneje oporekali realnosti predpostavk in kritično ocenjevali njun celotni model. Kljub temu sta postavila zelo dobre temelje za nadaljnje raziskave.

4. Modigliani-Millerjev model s podjetniškimi davki

Leta 1963 sta objavila svoj drugi članek⁶, ki je upošteval tudi učinke davka na dobiček oziroma učinke podjetniških davkov. S tem sta prišla do povsem nasprotnih zaključkov. Ugotovila sta, da se vrednost podjetja poveča, če podjetje povečuje delež dolga na račun lastniškega kapitala.

Osnovna sprememba glade na njun prejšnji model se kaže v upoštevanju davčnega ščita, ki izhaja iz dejstva, da so obresti od dolžniškega financiranja odbitna postavka pri ugotavljanju davčne osnove za plačilo davka na dobiček. Večji delež dolga na račun lastniškega kapitala, ob vsem ostalem nespremenjenem, zmanjšuje davek na dobiček in povečuje dobiček podjetja po plačilu davkov (glej Prilogo 2, na str. 1). To pripelje do večje donosnosti lastniškega kapitala. Ker pa se donos lastniških vrednostnih papirjev poveča bolj, kot to zaradi večjega tveganja zahtevajo imetniki lastniških vrednostnih papirjev, se poveča vrednost podjetja (Mramor, 1991, str. 91).

Vrednost podjetja, ki se financira tudi z dolžniškim kapitalom, je potem enaka vrednosti podjetja, ki se financira samo z lastniškim kapitalom, povečani za vrednost davčnega ščita. Davčni ščit je produkt trenutne davčne stopnje in dolžniškega kapitala, ob predpostavki, da je dolžniški kapital enak za dovolj veliko število let in da to velja tudi za diskontno stopnjo. Zaradi različnih bodočih denarnih tokov v enačbo vrednosti podjetja vključimo sedanjo vrednost davčnega ščita (Ross, 1999, str. 384).

Vrednost podjetja = vrednost samo lastniško financiranega podjetja + sedanja vrednost davčnega ščita

Več dolžniškega kapitala torej povečuje vrednost podjetja. Najprimernejša struktura kapitala pri tem modelu je 100-odstotni delež dolžniškega kapitala oziroma nekaj manj kot 100-odstotni delež dolga, če upoštevamo, da mora imeti podjetje tudi lastnika. Ta rešitev optimalne strukture kapitala je zgolj teoretična in v praksi ne najde potrditve. Ne glede na nerealno rešitev tega modela je bila vključitev podjetniških davkov nujna na poti k realnejšim razlagam oblikovanja strukture kapitala.

5. Millerjev model s podjetniškimi in osebnimi davki

Leta 1977 je Miller izpeljal še en model⁷, kjer je poleg podjetniških vključil še osebne davke. Gre za dejstvo, da so tudi donosi imetnikov vrednostnih papirjev obdavčeni. Imetniki dolžniških vrednostnih papirjev plačujejo davek na obresti, imetniki lastniških vrednostnih papirjev pa davek na dividende in davek na kapitalski dobiček. Ker osebni davki znižujejo razpoložljivi dohodek investitorjev, hkrati zmanjšujejo tudi vrednost podjetja ob ostalih nespremenjenih pogojih.

⁶ Članek prvič objavljen: F.Modigliani and M.H.Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital:A Correction", American Economic Review 53, June 1963, str.433-443 (Brealey, 2000, str. 497).

⁷ V članku: M.H.Miller, "Debt and Taxes", Journal of Finance 32, Maj 1977, str.261-276 (Brealey, 2000, str. 502).

Miller je za izpeljavo modela predpostavljajal, da je osebna davčna stopnja na donos lastniških vrednostnih papirjev nič. Predvideval je, da podjetja ne izplačujejo dividend in da kapitalski dobički ostajajo nerealizirani s strani investorjev (Copeland, 1983, str. 397). V tem primeru so edini osebni davki, davki na obresti od posojil, katerih višina je odvisna od davčnega razreda investitorja. Nekatere finančne institucije imajo davčno stopnjo nič, posamezni investitorji pa lahko tudi 50 %. Podjetje mora, če se želi financirati z dolgom, ponuditi ustrezno višjo donosnost investitorjem dolžniških vrednostnih papirjev, ki nadomesti osebno davčno izgubo. Podjetje najprej pritegne investitorje z nizko osebno davčno stopnjo. Za investitorje z višjo davčno stopnjo mora ponuditi tudi višjo donosnost dolžniških vrednostnih papirjev. Podjetja povečujejo zadolženost dokler so prihranki zaradi podjetniških davkov višji od izgub investitorjev zaradi osebnih davkov. Na trgu dolžniških vrednostnih papirjev se ravnovesje oblikuje pri takšni donosnosti dolžniških vrednostnih papirjev, pri kateri se osebna davčna stopnja zadnjega investitorja izenači s podjetniško davčno stopnjo (Copeland, 1983, str. 398). Millerjev sklep je, da obstaja ravnovesje med dolžniškim in lastniškim kapitalom za podjetniški sektor kot celoto. Optimalna struktura kapitala ne obstaja za posamezno podjetje, saj so v sektorskem ravnovesju pri vsaki stopnji zadolženosti podjetja podjetniški davki enaki osebnim davkom.⁸

Miller je torej ob že znanih podjetniških davkih v model vključil še osebne davke in ponovno prišel do ugotovitve o nepomembnosti strukture kapitala za vrednost podjetja. Podobno kot prejšnje Modigliani-Millerjeve teorije se tudi ta ne ujema s prakso podjetij. Kritična predpostavka je, da podjetja plačujejo davek na dobiček po enotni davčni stopnji. Dejanske davčne stopnje se med podjetji razlikujejo, saj imajo nekatera podjetja več, druga manj davčnih ugodnosti, ki so lahko posledica stroškov amortizacije in investicijskih projektov. Poleg tega so razmerja med davkom na dobiček podjetij, davkom na kapitalski dobiček in davkom na dividende spremenljiva. DeAngelo in Masulis sta pokazala, da ob upoštevanju dejanskih davčnih stopenj obstaja optimalna struktura kapitala tudi za posamezno podjetje, ne le za podjetniški sektor kot celoto (Copeland, 1983, str. 399). Millerjev model sta dopolnila z vključitvijo nedolžniških davčnih olajšav in s stroški stečaja, kar bom obravnaval v naslednjih poglavjih.

5.1. Nedolžniške davčne olajšave

V tem poglavju pojasnujem, zakaj podjetja ne plačujejo davkov od dobička po enaki davčni stopnji, kar je predpostavljajal Miller. Vse elemente, ki zmanjšujejo dejanske plačane davke od dobička podjetja in niso posledica zadolževanja podjetja, označimo kot nedolžniške davčne olajšave.

⁸ Vrednost podjetja se z zadolževanjem ne spreminja kadar velja naslednja enačba: $(1-T_d) = (1-T_c)(1-T_s)$

T_d - stopnja osebnega davka na dohodek iz dolžniških vrednostnih papirjev

T_s - stopnja osebnega davka na dohodek iz lastniških vrednostnih papirjev

T_c - stopnja podjetniškega davka na dobiček podjetij po plačilu obresti

Vir: Ross, 1999, str. 414.

Neposredno znižanje davčne stopnje je lahko posledica novih investicij, oblikovanja investicijskih rezerv, pokrivanje izgub iz preteklih let, zaposlovanja novih delavcev, pripravnikov, vajencev in invalidov. Posredno so podjetniški davki manjši zaradi nižje davčne osnove, kar je lahko posledica amortizacije, izdatkov za reklamo, stroškov za raziskave in razvoj (Močnik, 1998, str. 50).

Vsi ti elementi, katerih posledica je, da so davki plačani državi nižji, zmanjšujejo vrednost davčnega ščita. Davčni ščit, ki nastaja z zadolževanjem podjetja, ima ob povečanju nedolžniških davčnih olajšav nižjo vrednost. Zato je povezava med obsegom nedolžniških davčnih olajšav in zadolžitvijo podjetja negativna.

6. Stroški finančne stiske in stroški bankrota

Stroški finančne stiske se pojavijo, ko podjetje ni več sposobno poravnati svojih finančnih obveznosti do upnikov. Finančna stiska je lahko le kratkoročne narave. V takih primerih ni mogoče pravočasno poravnati pogodbene obveznosti do upnikov. Finančna stiska se lahko kratkoročno pojavi, ko nastopi čas za refinanciranje dolžniškega kapitala. Čim dlje se podjetje ukvarja z reševanjem nastalih težav, več je novih stroškov zaradi izgubljenih priložnosti.

O stroških bankrota govorimo, kadar podjetje dolgoročno ni zmožno poravnati svojih finančnih obveznosti in postane nesolventno⁹. V takem stanju lahko imetniki dolžniških vrednostnih papirjev in ostali dolgoročni posojilodajalci zahtevajo bankrot podjetja. Prevzamejo lastništvo nad podjetjem in sprožijo postopek reorganizacije ali postopek stečaja podjetja. Postopek reorganizacije finančnih obveznosti pomeni spreminjanje zapadlosti finančnih obveznosti ali pridobivanje novega dolžniškega kapitala. Oboje po navadi vodi k dražjim stroškom dolžniškega kapitala. Druga možnost je stečajni postopek, ki pomeni prodajo stečajne mase podjetja in poplačilo upnikov. Podjetje se lahko proda po delih in likvidira¹⁰. Lahko pa se proda kot celota (pravna oseba) novim lastnikom, ki nadaljujejo s poslovanjem.

Stroške bankrota, ki jih povzroči postopek bankrota, delimo na posredne in neposredne. Neposredni so plačila raznih storitev, ki so potrebna v postopku bankrota: pravni postopki, stečajni upravitelji, svetovalci. Med posredne stroške pa uvrstimo tiste, ki znižujejo vrednost podjetja zaradi motenj v poslovanju v času bankrota. Ob likvidaciji pa so prisotni tudi stroški, ki izhajajo iz zmanjšanja tržne vrednosti sredstev podjetja zaradi same likvidacije (Mramor, 1991, str. 102).

Verjetnost za nastanek stroškov finančne stiske se povečuje z zadolženostjo podjetja, saj so stroški dolžniškega financiranja fiksni. Večje kot so fiksne obveznosti financiranja, večja je možnost nastanka finančne stiske, na kar kaže tudi izrazitejša variabilnost donosov. Prvi raziskovalec na področju vpliva stroškov finančne stiske na strukturo kapitala je bil Baxter,

⁹ Nesolventnost je položaj podjetja, v katerem imajo vsa sredstva nižjo vrednost od vrednosti dolga. Ross & Westerfield imenujeta to računovodska nesolventnost. Nelikvidnost je položaj podjetja, ko je kratkoročno nezmožno poravnati finančne obveznosti. (Mramor, 1991, str. 101).

¹⁰ Likvidacija pomeni poplačilo upnikov iz stečajne mase in ukinitvev podjetja kot pravne osebe.

ki je leta 1967 pokazal vpliv stroškov stečaja na povprečne stroške kapitala podjetja (Copeland, 1983, str. 441). Vpliv pričakovanih stroškov stečaja na vrednost podjetja ni linearen. Pričakovani stroški stečaja so pri nizkem deležu dolžniškega kapitala skorajda zanemarljivi in naraščajo, ko podjetje povečuje ta delež. To naraščanje ima vpliv na stroške dolžniškega in lastniškega kapitala, ki se tako z večanjem zadolženosti podjetja povečujejo. Optimalna struktura kapitala podjetja se oblikuje v ravnovesju, kjer je dodatna ugodnost zadolževanja davčnega ščita ravno enaka dodatnim stroškom zaradi možnosti finančne stiske (Copeland, 1983, str. 442).

Model je grafično podoben optimalni strukturi kapitala pri tradicionalni teoriji. Krivulja povprečnih stroškov kapitala ima namreč obliko U. Z priključitvijo stroškov bankrota Modigliani-Millerjevi teoriji strukture kapitala se začne pojavljati tako imenovan "trade-off model" (Brigham, 1999, str. 426). S tem je mišljeno iskanje optimalnega razmerja strukture kapitala z upoštevanjem ugodnosti in neugodnosti zadolževanja. Med pozitivne učinke zadolževanja na vrednost podjetja sodi davčni ščit. Med negativne učinke pa stroški bankrota, katerim bomo v nadaljevanju priključili še stroške agentov in stroške asimetrije informacij.

7. Stroški agentov

V podjetju nastanejo stroški agentov, ker posamezniki zasledujejo svoje lastne interese na račun interesov drugih. To so predvsem nasprotujoči interesi med imetniki lastniških vrednostnih papirjev, upniki in managerji. Vsaka od teh skupin želi delovati v lastno korist, kar pa je lahko v nasprotju z nameni ostalih, oziroma v nasprotju z osnovnim ciljem podjetja, to je maksimirati tržno vrednost podjetja. Nastanek problema in tudi zaščita pred nastankom takih neuskkljenih delovanj, povzročata tako imenovane stroške agentov. Del teh stroškov je odvisen od zadolženosti podjetja.

Jensen in Meckling sta v svojem modelu optimalne strukture kapitala ločeno opazovala vpliv povečanja dolžniškega kapitala na stroške agentov lastniškega in dolžniškega kapitala. Samo na podlagi stroškov agentov sta opredelila optimalno strukturo kapitala (Copeland, 1983, str. 446).

Stroški agentov lastniškega kapitala nastanejo zaradi nasprotij med managerjem lastnikom in zunanjimi lastniki. Manager ne maksimira svoje koristnosti le s prihodki od poslovanja, ampak lahko tudi z dodatnimi ugodnostmi, kot so dragi avtomobili in pisarne. Del stroškov za te ugodnosti se prenese na zunanje lastnike. Ker lastniki to pričakujejo, to upoštevajo v nižji ceni, ki so jo pripravljene plačati za lastniški vrednostni papir, ali zahtevajo dodaten nadzor nad podjetjem. V vsakem primeru so to stroški agentov lastniškega kapitala. S povečevanjem deleža dolžniškega financiranja se povečujejo fiksni stroški, kar pomeni manjši presežni denarni tok in manjše možnosti za neoptimalno rabo denarja. To pomeni, da se s povečevanjem deleža dolžniškega financiranja zmanjšujejo tudi stroški agentov lastniškega kapitala.

Stroški agentov dolžniškega kapitala pa nastanejo zaradi različnih interesov imetnikov dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev. Ko se povečuje delež dolga v kapitalu,

poskušajo imetniki lastniških vrednostnih papirjev prevaliti stroške finančne stiske na upnike, imetnike dolžniških vrednostnih papirjev. To se kaže v naklonjenosti lastnikov bolj tveganim naložbam in je znano pod izrazi "problem substitucije premoženja" (Močnik, 1998, str. 47) in "moral hazard" (Friedman, 1985, str. 304). Lastniki podjetja so z večanjem dolžniškega kapitala vedno bolj naklonjeni tveganim investicijam, saj v primeru uspeha investicije nadpovprečne donose poberejo sami, v primeru neuspeha investicije pa posledice nosijo tudi upniki. Upniki, ki se te možnosti zavedajo, so nenaklonjeni tveganemu poslovanju podjetja, saj od tega nimajo nobene koristi. Zato pri višjem deležu dolžniškega financiranja zahtevajo višje donosnosti. Lahko pa v posojilni pogodbi zahtevajo vrsto omejitev v poslovanju, s katerimi preprečijo prelivanje njihove vrednosti v korist lastnikov. Gre za klavzule, ki preprečujejo substitucijo sredstev predvsem v smeri bolj tveganih naložb.

Optimalna struktura kapitala je po mnenju Jensen in Mecklinga v točki, ko so skupni stroški agentov, torej stroški agentov lastniškega in dolžniškega kapitala, najnižji (Copeland, 1983, str. 446).

Jensen in Meckling utemeljujeta obstoj optimalne strukture kapitala izključno na podlagi stroškov agentov. V že omenjenem trade-off modelu pa nastopajo stroški agentov skupaj z ostalimi tržnimi nepopolnostmi. Če natančneje opredelimo, so upoštevani le stroški agentov dolžniškega kapitala. Njihov vpliv na vrednost podjetja je ob povečevanju zadolževanja negativen (glej enačbo, na str. 13).

8. Stroški asimetrije informacij

Modigliani in Miller sta v svojem modelu predpostavljala, da imajo vsi finančni investitorji na razpolago vse informacije o poslovanju podjetja in njegovih prihodnjih možnostih. Asimetrija informacij pa razlaga realnejše stanje, saj imajo managerji podjetja več informacij o podjetju in vrednosti podjetja kot investitorji, ki niso zaposleni v podjetju. Asimetričnost informacij se odraža v precenjenosti ali podcenjenosti vrednostnih papirjev. Zunanji investitorji se pri ocenjevanju podjetja zavedajo verjetnosti, da ne razpolagajo z vsemi podatki ali z pravimi podatki. Kar pomeni, da dopuščajo možnost, da je podjetje več ali manj vredno od njihove ocene. Zaradi tega investitorji nižje vrednotijo podjetje, kot bi ga, če bi vedeli, da so informacije, s katerimi razpolagajo pravilne in popolne.

Obstaja več načinov, s katerimi lahko managerji podajo informacijo o pravi vrednosti podjetja, s čimer zmanjšajo asimetrijo informacij. Izhodišče je zaupanje zunanjih investitorjev v informacije, katere dajejo managerji na trg kapitala. To dosežejo s takšno motivacijsko shemo za managerje, kjer prave informacije o vrednosti podjetja prinašajo korist tudi managerju, napačne pa izgubo.

Ross (1977) ugotovi, da je eden od načinov povezan s strukturo kapitala (Copeland, 1983, str. 451-453). Manager z odločitvijo o visokem deležu dolžniškega kapitala sporoča zunanjim investitorjem, da je podjetje donosno in ima stabilne bodoče denarne tokove. Podjetje z nizkim deležem dolžniškega kapitala daje sporočilo o manjši donosnosti. Managerji manj donosnega podjetja ne morejo posnemati donosnih podjetji in na trg poslati napačno

sporočilo v obliki višje zadolženosti, saj bi sebi povzročili izgubo. Managerji zato izberejo takšno strukturo kapitala, s katero pošljejo pravo informacijo o vrednosti podjetja, kar znižuje stroške asimetrije informacij in poveča vrednost podjetja.

Tudi ta teorija samostojno razlaga oblikovanje optimalne strukture kapitala, vendar daje malo možnosti za konkretno analizo. S problemom asimetrije informacij se bomo v nadaljevanju srečali pri obravnavi teorije vrstnega reda.

9. Vpliv ostalih udeleženi v delovanju podjetja na strukturo kapitala

V poglavju razlagam zakaj podjetja ohranjajo relativno nizko raven zadolženosti tudi, ko imajo možnosti za ugodno dolžniško financiranje. Ta razlaga je posredno povezana s stroški finančne stiske, vendar je v literaturi obravnavana samostojno pod imenom "stakeholder theory" (Grinblatt, 1998, str. 579).

Poleg do sedaj omenjenih subjektov, ki so povezani s podjetjem (managerji, lastniki, upniki) na strukturo kapitala vplivajo tudi drugi subjekti. To so poslovni partnerji (dobavitelji, kupci), zaposleni in okolje, v katerem podjetje deluje (lokalna skupnost, občina, mesto in tudi država). Za vse se predpostavlja, da nimajo dolžniških in lastniških deležev v podjetju vseeno pa so odvisni od delovanja podjetja. Najpomembnejša značilnost teh subjektov je, da so nenaklonjeni visoki zadolženosti podjetja (Grinblatt, 1998, str. 580). V njihovem interesu je, da podjetje deluje in se ne izpostavlja možnosti bankrota. Kupci so pripravljene plačati manj za proizvode visoko zadolženih podjetij, saj bi morebitna likvidacija povzročila pomanjkanje rezervnih delov in servisov. Dobavitelji, drugi poslovni partnerji ter zaposleni zahtevajo višje plačilo za njihove storitve ali sploh ne želijo sodelovati z visoko zadolženimi podjetji, saj bi morebitna likvidacija tudi njih postavila v neugoden položaj. V interesu občine ali države je, da ima čim višjo in stabilno zaposlenost svojega prebivalstva.

Višja zadolženost tako podjetju prinaša višje stroške in manjše prihodke. Najbolj te ugotovitve veljajo za podjetja, katerih proizvodi potrebujejo servisiranje, so specifični in težko nadomestljivi s strani drugih podjetij, ter za podjetja katerih, zaposleni potrebujejo posebna znanja.

10. Teorija vrstnega reda in asimetrija informacij

Do sedaj predstavljene teorije povezujejo strukturo kapitala in tržno vrednost podjetja v pogojih dane investicijske politike, dane dividendne politike in konstantnih bodočih denarnih tokovih. Gre za statičen pogled na strukturo kapitala. Teorija vrstnega reda pa vnaša dinamičen pogled na strukturo kapitala. V takšnih razmerah je uporaba matematičnih modelov in razlag precej omejena.

Myers (1984) je na podlagi odločanja o naložbah in izdaji vrednostnih papirjev v pogojih asimetričnosti informacij razvil teorijo vrstnega reda¹¹. Po tej teoriji podjetje ne zasleduje neke optimalne strukture kapitala, pač pa uporabi tisto vrsto kapitala, ki za podjetje predstavlja najmanjšo izgubo vrednosti oziroma je najvarnejši vir financiranja. Prednost podjetje daje takšnim virom financiranja, ki tržno niso podcenjeni, in takšnim investorjem, ki najbolj poznajo podjetje. Za podjetje je strošek asimetrije informacij najnižji, če se financira z notranjimi viri kapitala (zadržani dobički). Ko podjetje izrabi te, išče zunanje vire. Najmanje posojil ima prednost pred dolžniškimi vrednostnimi papirji. Na zadnjem mestu je izdajanje lastniških vrednostnih papirjev (Brealey, 2000, str. 526).

Po tej razlagi ne obstaja vnaprej določena optimalna struktura kapitala, saj lastniško financiranje nastopa tako na začetku (zadržani dobički) kot tudi na koncu (izdaje novih delnic). Struktura kapitala je pravzaprav odraz preteklih notranjih denarnih tokov in zunanjih možnosti financiranja.

Zrela podjetja, za katera so značilne majhne investicijske možnosti in večji denarni tok, bi po tej teoriji morala imeti nižji delež dolga. Podjetja z veliko investicijami in majhnimi denarnim tokom bi bila pa visoko zadolžena.

Obstaja še veliko različnih teoretičnih pogledov na oblikovanje strukture kapitala in vire financiranja podjetja, ki so se razvili v zadnjem času, vendar pa sem v diplomskem delu želel predstaviti le najpomembnejše ugotovitve na obravnavanem področju.

11. Ugotovitve teoretičnih razlag in navezava na dejavnike strukture kapitala

Teoretične razlage sem začel s tradicionalno razlago, ki zagovarja obstoj optimalne strukture kapitala. To teorijo kritizirata Modigliani in Miller na podlagi neracionalnega obnašanja investorjev in razvijeta model, ki pri predpostavkah popolnega trga kapitala kaže na neodvisnost med tržno vrednostjo podjetja in strukturo kapitala. Kasneje Modigliani in Miller dopolnita prvotni model z upoštevanjem podjetniških davkov in ugotovita, da je za podjetje najbolje, da se financira samo z dolžniškim kapitalom. Kasnejši modeli so postopoma odpravljali posamezne predpostavke popolnega trga kapitala in uvajali tržne nepopolnosti: davki, stroški finančne stiske, stroški agentov, stroški asimetrije informacij.

Vsi najpomembnejših vplivi na strukturo kapitala so združeno prikazani v enačbi tržne vrednosti podjetja in na Sliki 3:

¹¹ Objavljeno v: S.C.Myers, "The Capital Structural Puzzle", Journal of Finance 39, July 1984, str. 581-582 (Brealey, 2000, str. 526).

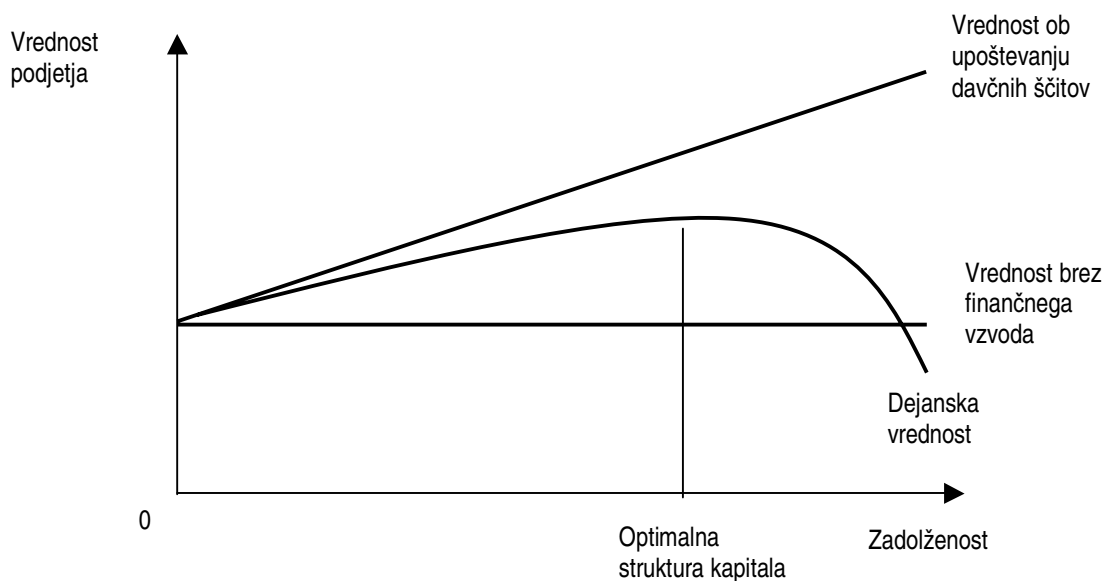
$$V_z = V_n + T \cdot D - F_t - S_a$$

V_z	vrednost zadolženega podjetja
V_n	vrednost nezadolženega podjetja
T	davčna stopnja davka na dobiček
D	dolgovi podjetja
F_t	sedanja vrednost dela stroškov finančne stiske
S_a	sedanja vrednost dela stroškov agentov

Vir: Brigham, 1999, str. 426.

Enačba upošteva tako imenovan trade-off model, ki išče optimalno strukturo kapitala v optimalnem razmerju ugodnosti zadolževanja, kot je davčni ščit in neugodnosti, kot so stroški finančne stiske in stroški agentov. Vrednost podjetja je tako enaka vrednosti nezadolženega podjetja, povečani za vrednost davčnega ščita in zmanjšani za stroške finančne stiske in stroške agentov. Vendar pa je vpliv in predvsem moč posameznih tržnih nepopolnosti še vedno precej nejasen.

Slika 3: Optimalna struktura kapitala



Vir: Brigham, 1999, str. 427.

Ob upoštevanju zgornje enačbe nam Slika 3 prikazuje oblikovanje optimalne strukture kapitala oziroma strukture kapitala, kjer je vrednost podjetja največja. Pri nižji zadolženosti je močnejši vpliv davčnega ščita. Na neki točki pa prevlada negativni vpliv stroškov finančne stiske in stroškov agentov na vrednost podjetja.

Omenjena razlaga temelji na statičnem vidiku optimalne strukture kapitala, Myers pa je v pogojih asimetričnih informacij razvil dinamični vidik, ki smo ga predstavili skozi teorijo

vrstnega reda. Po tej teoriji je struktura kapitala posledica preteklih notranjih denarnih tokov, zunanjih virov financiranja in investicijskih priložnosti.

Kako na strukturo kapitala gledajo managerji v podjetju? Bolj realna se mi zdi teorija vrstnega reda. Managerji zelo težko ciljajo na neko optimalno strukturo, saj se podjetja neprestano spreminjajo na osnovi prihodkov in novih investicijskih možnosti. Prav tako se vsakodnevno spreminja tržna vrednost vrednostnih papirjev podjetja. Managerji se pri financiranju novih investicij odločijo za tisto vrsto kapitala, ki je v danem trenutku najcenejša. Večinoma najprej izrabijo notranje vire financiranja in ob tem poskušajo ohranjati neko konstantno dividendno politiko. Med zunanjimi viri dajejo prednost dolžniškemu financiranju. Če podjetja dosežejo neprimerno visoke ali neprimerno nizke zadolženosti, managerji opustijo hirarhijo in poskušajo stabilizirati strukturo kapitala. Podjetja poskušajo ohranjati tudi rezervo v stopnji zadolževanju za financiranje novih investicijskih priložnosti.

Najverjetneje ne obstaja le ena točka na krivulji vrednosti podjetja v odvisnosti od zadolževanja, kjer je vrednost podjetja maksimalna. Predvidevam, da obstaja določeno širše območje zadolženosti, kjer je vrednost podjetja največja. Investitorji namreč ne morejo za nenehno spreminjajoče se podjetje poznati optimalne strukture kapitala, ampak maksimalno vrednotijo podjetje, kadar se nahaja v sprejemljivem območju zadolženosti.

V naši analizi izbranih družb se bomo oprli na trade-off model oblikovanja strukture kapitala. Zato je v nadaljevanju prikazana povezava med tržnimi nepopolnostmi in dejavniki, ki jih povzročajo. Med glavne tržne nepopolnosti v povezavi s strukturo kapitala sodijo:

- davki,
- stroški finančne stiske,
- stroški agentov,
- asimetričnost informacij.

Dejavniki, povezani z davki, so davčna stopnja davka na dobiček, osebne davčne stopnje, nedolžniške davčne olajšave in inflacija. Na stroške finančne stiske vpliva struktura naložb podjetja in poslovno tveganje. Stroški agentov so odvisni od stopnje reguliranosti, strukture naložb, stopnje rasti in nevarnosti prevzema podjetja. Asimetričnost informacij pa je povezana z donosnostjo podjetja in strukturo naložb (Krajnović, 1996, str. 49).

Dejavnike lahko razdelimo tudi glede na izvor. Na eni strani je podjetje, na drugi pa gospodarstvo in država, v katerem podjetje posluje. Dejavniki, odvisni predvsem od podjetja, so poslovno tveganje, stopnja rasti, struktura naložb in donosnost. Okolje pa vpliva na del poslovnega tveganja, davčne stopnje, obrestne mere, stopnjo inflacije in razmere na trgu kapitala. Vpliv dejavnikov bom najprej prikazal skozi empirične raziskave nato pa jih uporabil v analizi na primeru obravnavanih skupin.

III. Ugotovitve empiričnih raziskav strukture kapitala

Mnogo finančnih teoretikov je poskušalo finančno teorijo na področju strukture kapitala preveriti z empiričnimi raziskavami. Na podlagi več podjetij so poskušali s statističnimi metodami ugotoviti vpliv oziroma povezanost posameznega dejavnika in strukture kapitala. V nadaljevanju so predstavljene nekatere največkrat predstavljene raziskave.

1. Dejavniki podjetja

Med najbolj znane raziskave sodijo: Bradley, Jarrel in Kim (1984); Long in Malitz (1985); Titman in Wesseles (1988); Homafair, Zietz in Benkato (1994), Opler in Titman (1994) ter Barclay, Smith in Watts (1995) (Krajnović, 1996a, str. 5). Rezultati njihovih študij so prikazani v tabeli 1.

Tabela 1: Rezultati empiričnih raziskav vplivov dejavnikov na zadolženost podjetja

	Bradley- Jarell-Kim 1984	Long- Malitz 1985	Titman- Wessels 1988	Opler- Titman 1994	Alderson- Betker 1995	Homafair- Zietz-Benkato 1994	Barclay- Smith-Watts 1995
Poslovno tveganje	-	-*	(-)			(-)	
Donosnost poslovanja		-	-				
Rast			(-)			-	-
Delež opredmetenih sr.	+*	+	(+)				
Velikost			-	?		+	?
Stroški za raziskave in razvoj	-	-		-			-
Specifičnost proizvoda			-		-		
Stroški likvidacije					-		
Davčna stopnja						+	(-)
Davčni nadomestki	+	+/-	(-)			(+)	(-)
Trg kapitala						-	
Inflacija						(+)	

Legenda:
 + pozitivna korelacija
 - negativna korelacija
 ? različni rezultati
 () neznačilna korelacija
 * nepravilna korelacija

Vir: Krajnović, 1996a, str. 6.

Avtorji raziskav so delali raziskave na različnih vzorcih in postopkih analize, kar je treba upoštevati pri neposredni primerjavi rezultatov. Rezultati raziskav iz tabele 1 kažejo ujemanje med različnimi študijami pri posameznih dejavnikih, pri nekaterih dejavnikih pa dajejo nasprotno rezultate. Pri poslovnem tveganju so vse študije, ki so ta dejavnik obravnavale, ugotovile negativno povezanost med zadolženostjo podjetja in višino poslovnega tveganja. Kar pomeni, da so podjetja z večjim poslovnim tveganjem manj zadolžena. Prav tako je negativna povezanost z zadolženostjo podjetja izražena pri donosnosti poslovanja, rasti podjetja, stroških raziskav in razvoja ter specifičnosti proizvoda. Pozitivno korelacijo pa kaže dejavnik strukture sredstev oziroma delež opredmetenih stalnih sredstev v vseh sredstvih. Dejavnika trga kapitala in inflacije je preučevala raziskava Homafair-Zietz-Benkato. Ugotovili so pozitivno povezanost z višino inflacije in negativno povezanost z razvitostjo trga kapitala. Pri ostalih dejavnikih so rezultati raziskav nasprotno. Predstavljene raziskave so pokazale najverjetnejšo smer vpliva nekaterih dejavnikov, razmeroma malo pa vemo o moči posameznega dejavnika. Značilno za obravnavane raziskave je tudi, da je bila večina izdelanih na vzorcu podjetij ene same države. S tem je bilo onemogočeno preučevati dejavnike, ki izhajajo iz okolja oziroma specifičnosti razmer v posameznih državah.

2. Dejavniki okolja

V nadaljevanju bodo predstavljeni rezultati raziskav strukture kapitala na primeru različnih gospodarstev oziroma držav. Raziskave na obravnavanem področju lahko razdelimo na dva dela. V prvi skupini so raziskave, ki so osredotočene na razlike med anglo-ameriškimi državami in kontinentalnimi državami vključno z Japonsko. V povprečju imajo kontinentalne države in Japonska več dolžniškega kapitala (glej Prilogo 4, na str. 2). Razloge za razlike v strukturi kapitala lahko iščemo v različnih finančnih sistemih, ki prevladujejo v posameznih državah. Anglosaške države so bolj naklonjene trgu kapitala, medtem ko so kontinentalne države bančno orientirane. V bančno usmerjenem finančnem sistemu se prihranki pretakajo do realnih investitorjev v obliki kratkoročnih in dolgoročnih posojil, preko bank in drugih varčevalnih institucij. Pri finančnem sistemu, usmerjenem v trg kapitala, je večja raznolikost načinov financiranja realnih investicij. Tu dolžniško dolgoročno financiranje opravlja trg kapitala, bankam pa ostaja kratkoročno financiranje.

Iz prve skupine so podane ugotovitve treh študij. Berglof (1990) raziskuje, zakaj so investitorji v nekaterih državah bolj pripravljeni posojati zadolženim podjetjem kot v drugih. Poskuša potrditi domnevo, da so podjetja v bančno usmerjenih gospodarstvih bolj zadolžena zaradi manjše regulacije bank. Njegove raziskave kažejo, da bančno orientirana podjetja uporabljajo manj notranjega financiranja in imajo višji delež dolga v kapitalu. Ugotovi tudi visoko koncentracijo v lastniški strukturi dolžniškega in lastniškega dolga v teh državah. Razlike med sistemoma razloži z različnim nadzorom držav nad investitorji (Krajnović, 1996a, str. 9). Nadzor se nanaša na omejitve posameznih investitorjev, predvsem finančnih

institucij, v lastniški strukturi podjetij in dovoljene pomoči v primeru finančnih težav. V državah kjer so te omejitve milejše oziroma jih ni lahko banke nadzirajo podjetja preko lastništva v njem, kar je znano z izrazom "control approach". To bankam omogoča, da natančneje poznajo razmere v podjetju in lahko ponudijo več dolžniškega kapitala obenem pa znižuje stroške asimetrije informacij.

Podobno raziskava Johnsona (1997) pokaže, da so podjetja bolj zadolžena, če imajo med dolžniškimi viri bančna posojila. Banke, ki imajo možnost nadzora nad podjetjem, z dodelitvijo posojila podjetju dajo signal ostalim investitorjem v dolžniški kapital, da je naložba varna (Johnson, 1997, str. 54).

Nekoliko starejša je raziskava Coates in Wooley-a (1974). Osredotočita se na prepoznavanje dejavnikov, ki vplivajo na različne stroške dolžniškega in lastniškega kapitala v državah, kar pripelje do različnih struktur kapitala. Po njunem mnenju so pomembnejši dejavniki transakcijski stroški, regulacija trga obveznic, prisotnost javnega sektorja na ponudbeni strani dolžniškega kapitala in širina ter globina kapitalskega trga (Krajnović, 1996a, str. 9). Navedene dejavnike bomo podrobneje predstavili pri analizi zadolženosti izbranih družb.

Druga skupina raziskav zagovarja, da razlike v finančnem sistemu niso zadosten razlog za pojasnjevanje različnih struktur kapitala. Kar pomeni, da obstajajo tudi drugi dejavniki, ki vplivajo na razlike v strukturi kapitala.

Rajan in Zingales (1994) sta testirala, ali odločitve o kapitalski strukturi temeljijo na enakih dejavnikih v obravnavanih državah kot v ZDA. Zadolženost podjetij sta ocenjevala na dveh vidikih. Najprej sta uporabila nepopravljene podatke finančnih izkazov podjetij, v drugem primeru pa sta podatke popravila za razlike v računovodskih postopkih in vrednotenju. Za izračune zadolženosti na podlagi nepopravljenih podatkov sta ugotovila, da so rezultati odvisni od definicije zadolženosti. Zadolženost izražena z deležem dolgoročnih dolžniških obveznosti v vseh sredstvih pripelje do drugačnih razvrstitev kot delež vseh dolžniških obveznosti v vseh sredstvih. Pri popravljenih podatkih za razlike v metodah knjigovodstva so se razlike med državami zmanjšale. Vseeno so kot najmanj zadolžena izstopala britanska podjetja (Krajnović, 1996a, str. 10). Ta raziskava nam pokaže različne možnosti obravnavanja in merjenja zadolženosti, kar lahko pripelje do nasprotujočih ugotovitev o strukturi kapitala podjetja.

Skupna ugotovitev raziskav, ki so preučevala gospodarsko okolje, je, da obstajajo značilne razlike v zadolženosti podjetij med državami. Kot najpomembnejše dejavnike navajajo usmerjenost finančnega sistema in regulacija prisotnosti bank v podjetju.

3. Empirične raziskave teorije vrstnega reda

Vse gornje študije temeljijo na tako imenovanem trade off modelu. Obstaja tudi druga skupina študij, ki podpira teorijo vrstnega reda. Pri tej teoriji sta v ospredje postavljena investicijska politika in notranji denarni tok kot najpomembnejša kreatorja strukture kapitala. Marginalen pomen pa je pripisan dejavnikom kot so davki, bankrot in ostali.

Eno od raziskav s tega področja sta opravila Pinegar in Wildbricht (1989). Preučevala sta v kolikšni meri managerji v ZDA upoštevajo dognanja teorij strukture kapitala. Več kot dve tretjini jih je na prvo mesto postavilo finančno hierarhijo pred zasledovanjem optimalne strukture kapitala. 84,3 % jih je uvrstilo notranji kapital (zadržani dobički) kot prvi vir financiranja in 39,7 % izdajo lastniških papirjev kot zadnji vir financiranja (Krajnović, 1996a, str. 7).

Vidimo lahko, da so rezultati raziskav o dejavnikih strukture kapitala odvisni od teoretičnih izhodišč. V precejšnji meri so determinirani z izhodišči, na podlagi katerih so raziskave narejene. Tako zagovorniki trade-off modela kot tudi zagovorniki teorije vrstnega reda lahko najdejo v empiričnih raziskavah potrditve svojih teorij. Vedno je pri obravnavi določenega problema (v našem primeru strukture kapitala) najbolje upoštevati čim več različnih pogledov. Res pa je, da jih ne moremo združeno uporabljati.

IV. Predstavitev panoge in obravnavanih skupin

Ena od ugotovitev empiričnih raziskav je, da se kapitalna struktura podjetij med dejavnostmi razlikuje oziroma, da imajo podjetja znotraj posamezne dejavnosti podobno strukturo kapitala. Razlog je v podobnih poslovnih tveganjih in stroških finančne stiske. Za visoko tehnološke, razvojno naravnane in hitro rastoče dejavnosti je značilna nizka zadolženost. Podjetja v zrelih in stabilnih dejavnostih z zmerno, a konstantno rastjo so, v povprečju bolj zadolžena. Da bi izločili vpliv različnih dejavnosti pri preučevanju dejavnikov strukture kapitala, smo analizo strukture kapitala želeli narediti na primeru družb, ki imajo čim bolj podobno strukturo prihodkov. Najprej smo v analizo vključili družbe Petrol d.d., Istrabenz d.d. in OMV a.g. Za vse tri je značilno, da jih povezujemo z naftno industrijo in da njihove delnice kotirajo na borzah. Vendar pa se njihove dejavnosti vseeno razlikujejo. Petrol d.d. in Omv a.g. delujeta kot matično podjetje v skupini povezanih podjetij. Istrabenz d.d. je holdinška družba, ki koordinira poslovanje odvisnih družb in svoje prihodke ustvarja predvsem na podlagi udeležbe pri dobičku odvisnih podjetij in drugih finančnih naložb. Ne samo Istrabenz d.d. tudi Petrol d.d. in Omv a.g. imata velik delež svojih sredstev naloženih v odvisnih družbah. Na podlagi omenjenih dejstev smo se odločili, da bomo analizo strukture kapitala naredili na primeru skupin odvisnih podjetij in konsolidiranih računovodskih izkazov teh skupin.

Konsolidirane bilance združujejo računovodske podatke matične in vseh odvisnih družb. Med odvisne družbe so uvrščene tiste, kjer ima matično podjetje več kot 50% delež v lastniškem kapitalu. Strukture kapitala skupine povezanih podjetij, ki se kaže skozi konsolidirane izkaze, ne moremo enačiti s strukturo kapitala matične družbe, katere delnice so uvrščene na borzo. Vseeno ocenjujem, da je tak način obravnave primeren, saj imajo lastniki matične družbe odločujoč vpliv na delovanje odvisnih družb in tudi na strukturo kapitala odvisnih družb.

Analiza strukture kapitala bo tako narejena na primeru poslovne skupine Petrol, Skupine Istrabenz in OMV Group. Za vse tri skupine je značilno, da večino prihodkov neposredno ali

posredno ustvarijo s prodajo naftnih derivatov na drobno. Vseeno je potrebno opozoriti tudi na razlike. Skupina Istrabenz in poslovna skupina Petrol delujeta predvsem na področju transporta in prodaje naftnih derivatov in plinov, medtem ko je skupina OMV Group prisotna pri pridobivanju, predelavi in prodaji surove nafte in plina. V nadaljevanju je podana predstavitev naftne industrije in obravnavanih skupin.

1. Naftna industrija

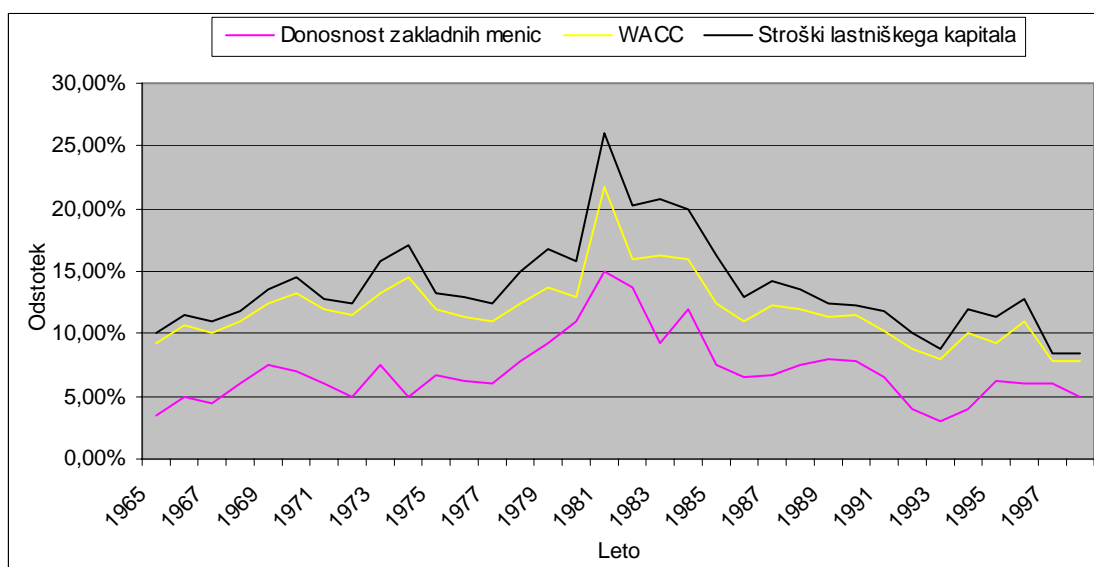
Uporaba energije in preskrba z njo imata zelo pomemben vpliv na človeško družbo in njen razvoj. V zadnjih 35 letih se je poraba energije več kot podvojila. Rast porabe je zmernejša v razvitih državah, kjer porabijo dve tretjini vse energije, medtem ko je poraba energije v državah v razvoju manjša, a raste hitreje.

Surova nafta je najpomembnejši vir energije, saj je njen delež v vsej porabljeni energiji leta 2000 zavzemal 39 %. Na drugem mestu pa je zemeljski plin s 25 % (Burkeljca, 2001, str. 13). Obe vrsti sodita med neobnovljive vire energije oziroma zelo počasi obnovljive vire. Ob obstoječi proizvodnji in tehnologijah pridobivanja je surove nafte še za 40 let, zemeljskega plina pa za 60 let. Pri tem je potrebno opozoriti, da so take ocene pogosto nasprotujoče zaradi tehnoloških in političnih razlogov (Verbič, 2001, str. 28-29). Ne glede na nasprotujoča mnenja o količini zaloga nafte in gibanju v prihodnje, pomanjkanje nafte še ni velika skrb. Večjo skrb predstavlja povečanje cen nafte zaradi dražjih postopkov pridobivanja. Podražitev nafte v roku naslednjih 20-ih let lahko povzroči, da nafta ne bo več gonilna sila gospodarstev v svetu, kot je to veljalo v 20. stoletju.

Nahajališča surove nafte so na našem planetu razporejena zelo neenakomerno. Največji proizvajalci nafte, združeni v organizaciji OPEC, imajo 78 % vseh dokazanih svetovnih rezerv. Trenutno je njihov delež med vsemi ponudniki surove nafte 40 %. Delež OPEC-a pri ponudbi surove nafte se bo glede na zaloge in vlaganja v tehnologijo najverjetneje še povečeval (Verbič, 2001, str. 28-29).

Politika omejenega črpanja združenja OPEC in s tem ponudbe neposredno vpliva na ceno te surovine. Njihova strategija je dolgoročno iztržiti čim več, ob tem se zavedajo, da visoke cene lahko pripeljejo do recesije svetovnega gospodarstva in posledično do upada njihovega prihodka. Dokaz za to so naftni šoki, ki so konec sedemdesetih in v začetku osemdesetih povzročali recesijo v najmočnejših gospodarstvih sveta in ogrožali poslovanje naftnih družb.

Slika 4: Povprečni stroški kapitala za naftna podjetja v ZDA



WACC - povprečni stroški kapitala

Vir: Brealey, 2000, str. 550.

Slika 4 prikazuje ocene povprečnih stroškov kapitala v naftni industriji na primeru 10 največjih ameriških naftnih podjetij. Za primerjavo sta dodani krivulji obrestne mere za zakladne menice in pričakovana stopnja donosa na delnice naftnih podjetij. Višje vrednosti v začetku osemdesetih so posledica višje inflacije, ki je bila povzročena tudi z visoko ceno nafte.

Ne samo ponudba, tudi povpraševanje po nafti je spremenljivo in vpliva na ceno. Odvisno je od svetovnih gospodarskih gibanj, političnih razmer, vremenskih razmer, cene in substitutov. Eden od novih energetskega virov, ki bi lahko zmanjšal povpraševanje po nafti, je vodik s tehnologijo gorivnih celic. Vendar ta tehnologija zaenkrat še ne omogoča cenovno učinkovitega izrabljanja.

V naftni industriji v prihodnosti lahko pričakujemo usmeritev v razvoj čistejših goriv. Povečanje produktivnosti, zmanjšanje operativnih stroškov in nova znanja je mogoče doseči z združevanjem naftne, plinske in petrokemijske dejavnosti. Po mnenju Janeza Lotriča, predsednika uprave Petrola, je dejavnost poslovanja z naftnimi derivati in drugimi energenti dolgoročno stabilna in donosna (Burkeljca, 2001, str. 13). Vsekakor gre za zrelo in uveljavljeno panogo, kar prinaša večjo možnost zadolževanja.

2. Vpliv držav na naftna podjetja

Države posegajo v naftna podjetja predvsem na dveh področjih. Gre za področje davkov in nadzorovanje maloprodajnih cen.

Za proračun držav ima vse pomembnejšo vlogo obdavčenje končnih naftnih proizvodov. Davki za tekoča goriva znašajo od 60 do 80 % maloprodajne cene, izjema so ZDA in Kanada (Burkeljca, 2001, str. 13). To je državam omogočeno zaradi relativno nizke cene nafte in

dejstva, da naftni derivati še nimajo cenovno ustreznih substitutov. V prihodnje se pričakuje povečanje teh dajatev. Pomembne bodo odločitve o uvedbi dodatnih, tako imenovanih "zelenih davkov". Cilj teh davkov je manjša poraba fosilnih goriv in prehod na čistejše vire energije, čeprav je to verjetno le dober izgovor za dodaten vir proračuna.

Cena končnih naftnih proizvodov je za posamezna gospodarstva pomembna tudi zaradi močnega vpliva na inflacijo in gospodarsko rast. Nekatere države z nadzorovanjem in določanjem maloprodajne cene najpomembnejših derivatov uravnavajo inflacijske pritiske. Stopnje regulacije se med državami razlikujejo. Od popolnoma dereguliranih sistemov, kjer države posegajo na cene le v kriznih situacijah, do raznih modelov sprotnega določanja maksimalnih dovoljenih cen.

Vpletenost države kaže na poseben položaj podjetij, ki delujejo na področju naftne industrije. Dejavnosti, ki so nadzorovane in regulirane s strani države, imajo manjše poslovno tveganje kar omogoča večje zadolževanje. Pri naftnih družbah lahko zaradi nadzora držav pričakujemo več dolžniškega financiranja, kot če regulacij ne bi bilo.

3. Predstavitev podjetij in skupin

3.1. Petrol d.d. in poslovna skupina Petrol

Podjetje Petrol, je bilo ustanovljeno leta 1945 kot podružnica takratnega Jugopetrola. Danes je največje naftno podjetje in ena največjih delniških družb v Sloveniji. Po zakonu o gospodarskih družbah je uvrščeno med podjetja, ki se ukvarjajo s trgovsko dejavnostjo na področju trgovine na drobno z motornimi gorivi.

Podjetje se ukvarja s prodajo nafte in naftnih derivatov na debelo in drobno. V dopolnilno dejavnost sodi prodaja drugega blaga na bencinskih servisih in storitve kot je gostinstvo in prevozi. Podjetje je kot matična družba vključeno v poslovno skupino Petrol. V skupino Petrol so uvrščena še štiri domača in pet tujih družb, kjer ima Petrol d.d. večinske deleže. Hčerinska podjetja delujejo na področju uvoza naftnih derivatov, trgovanja z naftnimi derivati v tujini, gostinstva in plinifikacije. V letu 2000 je bilo iz skupine izločeno podjetje Nafta Lendava, ker Petrol d.d. kljub večinskemu deležu ne more odločati o poslovanju podjetja.

V letu 2000 je Petrol d.d. 79 odstotkov čistih prihodkov ustvaril s prodajo tekočih goriv. 13 odstotkov predstavlja blago za široko potrošnjo, 6 odstotkov drugi naftni proizvodi in 2 odstotka storitve.

Prodaja tekočih goriv je v letu 2000 obsegala 1,92 mio. ton. Od tega je 1,7 mio. prodano na domačem trgu, kjer dosega 73-odstotni tržni delež in ima 281 bencinskih servisov. Na tujem trgu so prodali 0,22 mio. ton, predvsem v BiH in na Hrvaškem, kjer širijo prodajno mrežo.

Letni obseg prodaje dodatnega trgovskega blaga je v letu 2000 dosegel skoraj 22 milijard tolarjev. Na tem segmentu pa družba sicer beleži od 5- do 7-odstotno povprečno letno rast prodaje (Letno poročilo 2000, Petrol, str. 28-31).

Na področju plinifikacije se je odvisno podjetje Apegas d.o.o. v letu 2001 povezal z Italijanskim Acegas, s katerim so podpisali 10-letno pogodbo o dobavi plina. S poseganjem na področje plinskih dejavnosti, električne energije, ekoloških projektov in drugih komunalnih storitev bo poslovna skupina Petrol postopoma prerasla v celostno energetska skupino. Na področju trgovanja z naftnimi derivati nameravajo postati mednarodna trgovska družba, predvsem na območju jugovzhodne Evrope.

3.2. Istrabenz d.d. in Skupina Istrabenz

Družba Istrabenz posluje v različnih pravno-organizacijskih oblikah že od leta 1948. Danes je Istrabenz d.d. krovna holdinška družba mednarodne skupine povezanih podjetij, katere osrednja naloga je koordiniranje poslovanja povezanih družb v Skupini Istrabenz in upravljanje kapitalskih in portfeljskih naložb zunaj skupine. Osrednje dejavnosti skupine so: trgovina na debelo in drobno z naftnimi derivati (SKUPINA SLOMIN), pretovor in skladiščenje naftnih derivatov (Instalacija d.o.o. Koper) ter trgovina in tehnološki inženiring na področju naftnih in tehničnih plinov (SKUPINA ISTRAGAS). S finančnimi vlaganji družba Istrabenz d.d. posega tudi na področje turizma in informatike.

Z naftnimi derivati je Skupina Istrabenz v letu 1999 ustvarila preko 90 % vseh prihodkov. Posluje po vsej Sloveniji ter na območju Hrvaške in Italije, od leta 1999 pa tudi v Bosni in Hercegovini. V Sloveniji so imeli leta 2000 z 91 bencinskimi servisi, 25% delež pri prodaji tekočih goriv. Na Hrvaškem pa 10% delež z 22 bencinskimi servisi. Leta 2000 so prodali 0,9 milijona ton naftnih derivatov. Preko odvisnega podjetja OMV Istrabenz, ki je v 10% lasti Ine sodelujejo s tem podjetjem na področju predelave nafte. Strateško so povezani z Avstrijsko naftno družbo OMV, ki ima 25% delež v holdingu Istrabenz d.d. in 50% delež v hčerinskem holdingu Slomin d.d.

Istrabenz d.d. je imel v letu 2000 49,6 % sredstev naloženih v Skupini Istrabenz od tega 62 % v holdingu Slomin d.d., prinesla pa so ji le 18,6 odstotkov prihodkov. Druge dolgoročne finančne naložbe zavzemajo 13,3-odstotni delež povprečnih sredstev, prinesle pa so kar 61 odstotkov prihodkov. To pomeni, da so bili slabši rezultati v naftni industriji nadomeščeni z drugimi finančnimi naložbami. Skupina Istrabenz bo nadaljevala s prodorom na jugovzhodne evropske trge ter ohranjala svoj položaj v severovzhodni Italiji (Letno poročilo 2000, Istrabenz, str. 42-54).

3.3. OMV a.g. in OMV Group

OMV a.g. je največje industrijsko podjetje na dunajski borzi in eno vodilnih naftnih podjetij v Srednji in Vzhodni Evropi. OMV a.g. je tudi matično podjetje skupine OMV Group. OMV Group deluje na področju raziskav in pridobivanja surove nafte, predelave naftnih derivatov, prodaje naftnih derivatov na drobno ter trgovanja in transporta plina. V prihodkih skupine OMV je v letu 2000 74 % zavzemala rafinerijska in trgovska dejavnost. 16% delež ima

plinska dejavnost. Glede na regijsko delitev je 55 % prihodkov ustvarjenih v Avstriji in 16 % v Vzhodni Evropi (Annual Report 2000, OMV, str. 6-7). V skupino OMV ni vključena holdinška družba Slovin d.d., kjer ima OMV a.g. 50% lastniški delež, ker naj bi imel Istrabenz d.d. s prav tako 50% lastniškim deležem pomembnejši vpliv na delovanje holdinga. V letu 2000 so načrpali 20 mio. sodov surove nafte in ekvivalentno 9 mio. sodov zemeljskega plina. Nekaj manj kot polovico surove nafte načrpajo v Avstriji, ostalo iz odvisnih podjetij v Avstraliji, Libiji in Veliki Britaniji. Večino zemeljskega plina so dobili iz hčerinskega podjetja v Rusiji.

Za predelavo surove nafte v naftne derivate ima OMV Group dve rafineriji katerih skupna zmogljivost je 13 mio. ton naftnih derivatov. V letu 2000 so proizvedli 10,8 mio. ton naftnih derivatov. Z dobavo plina pokrivajo 90 % potreb v Avstriji in imajo 80 % vseh zalog plina v Avstriji. V lasti imajo tudi plinovode za transport zemeljskega plina v Zahodno Evropo. Za prodajo naftnih derivatov na drobno imajo razvito mrežo 1136 bencinskih servisov. V Avstriji imajo 64% delež pri prodaji naftnih derivatov, vodilno vlog pa prevzemajo na območju Srednje in Vzhodne Evrope (Annual Report 2000, OMV, str. 30-39).

Znotraj trgovske dejavnosti vse pomembnejšo vlogo pridobivajo dodatne storitve, kot so avtopralnice, gostinske storitve in trgovine. V prihodnosti namerava OMV Group postati vodilna energetska skupina v tem delu Evrope.

Tabela 2: Primerjava nekaterih ključnih podatkov skupin¹²

	Prodaja naftnih derivatov na drobno v mio. ton		Število bencinskih servisov pod lastno blagovno znamko konec leta 2000		Prodaja plina v mio. ton	Število zaposlenih v skupini
	1999	2000	doma	tujina	2000	2000
OMV	7,2	6,9	548	588*		5757
Petrol	2,0	1,9	281	10	0,005	1680**
Istrabenz	0,9	0,9	91	77	0,024	774

* Vključuje tudi bencinske servise OMV-Istrabenz d.d..

** Zaposleni v matični družbi Petrol d.d..

Vir: Letna poročila 2000.

¹² V Tabeli 2 smo poenostavili poimenovanje skupin. OMV Group smo označili OMV, poslovno skupino Petrol z Petrol in Skupino Istrabenz z Istrabenz. Takšno poimenovanje je uporabljeno tudi v nadaljevanju diplomskega dela. Kadar bomo obravnavali matična podjetja bo to posebej navedeno.

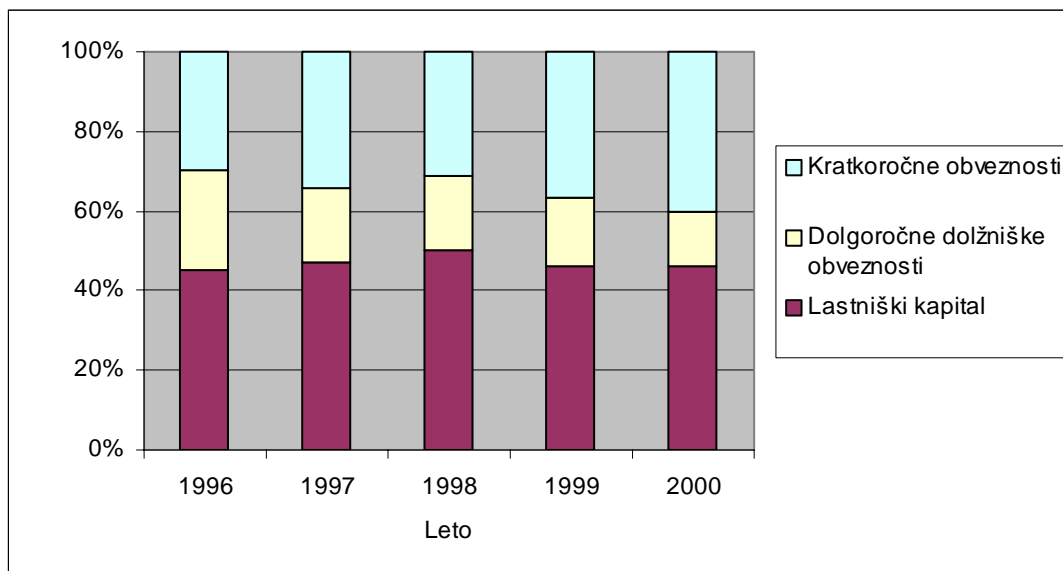
V. Financiranje obravnavanih skupin

Za analizo struktur financiranja in kapitala obravnavanih skupin so uporabljeni konsolidirani računovodski podatki. Podatki o skupinah so pridobljeni iz letnih poročil podjetij in objav na spletnih straneh. Na podlagi omenjenih podatkov je opravljen večji del analize financiranja in dejavnikov strukture kapitala.

1. Struktura financiranja

Struktura financiranja prikazuje sestavo celotnih obveznosti do virov financiranja. Glede na razpoložljivost računovodskih podatkov smo strukturo financiranja razdelili na lastniški kapital, dolgoročne dolžniške obveznosti in kratkoročne obveznosti. Lastniški kapital vključuje osnovni kapital matičnega podjetja, povečan za presežke vplačanega kapitala, rezerve, zadržane dobičke in revalorizacijo teh postavk ter kapital manjšinskih lastnikov. Dolgoročne dolžniške obveznosti so sestavljene iz dolgoročnih obveznosti iz financiranja, dolgoročnih obveznosti iz poslovanja in dolgoročnih rezervacij. Prav tako so kratkoročne obveznosti sestavljene iz obveznosti financiranja in poslovanja ter pasivnih časovnih razmejitev. V nadaljevanju so prikazane strukture financiranja obravnavanih skupin.

Slika 5: Struktura financiranja skupine Petrol

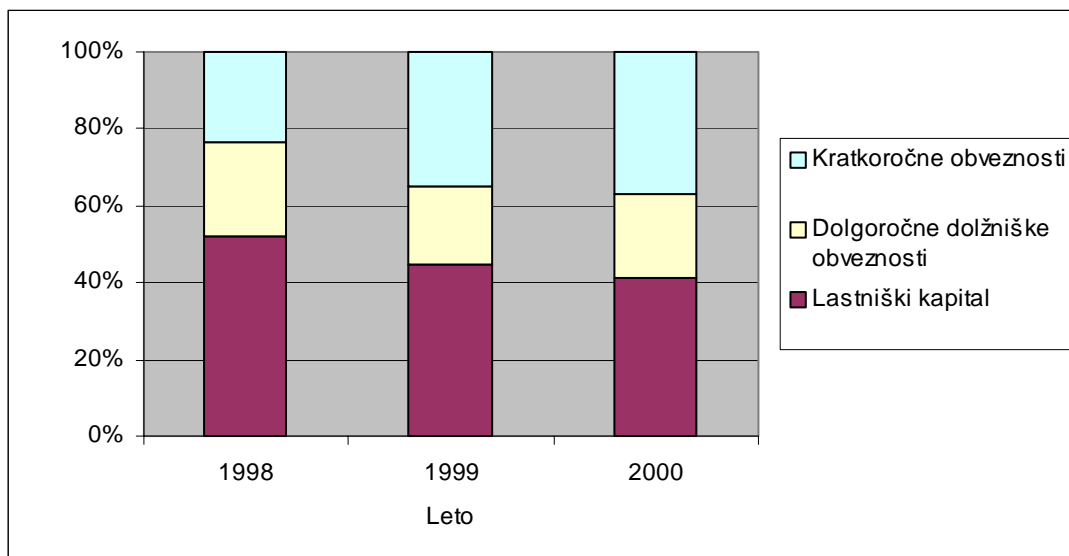


Vir: Lastni izračun.

Pri Petrolu je delež lastniškega kapitala do leta 1998 naraščal, v zadnjih dveh letih pa je opaziti upadanje. Celotno obravnavano obdobje je zavzemal vrednosti med 40 in 50 odstotkov celotnih obveznosti do virov sredstev. V preučevanem obdobju je opaziti zmanjševanje deleža dolgoročnih dolžniških obveznosti. Med temi prevladujejo dolgoročne rezervacije, razmeroma malo pa je dolgoročnih obveznosti iz financiranja. Med kratkoročnimi

obveznostmi, ki v opazovanem obdobju naraščajo, prevladujejo obveznosti iz poslovanja. To je posledica plačevanja nabavljenih naftnih derivatov s časovnim zamikom.

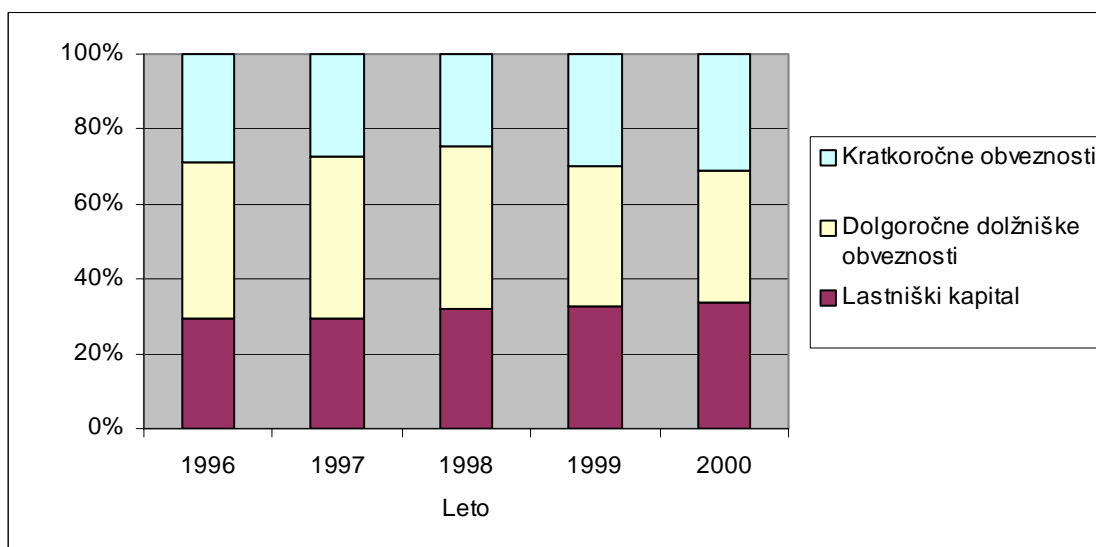
Slika 6: Struktura financiranja skupine Istrabenz



Vir: Lastni izračun.

Za Istrabenz je prav tako značilno padanje deleža lastniškega kapitala v zadnjih dveh letih. Ta je konec leta 1998 znašal nad 50 % vseh virov financiranja, konec leta 2000 pa le še nekaj več kot 40 %. Delež dolgoročnih dolžniških obveznosti je celotno opazovano obdobje zavzemal okoli 20 % vseh virov. V opazovanem obdobju je opazno povečevanje kratkoročnih obveznosti. Primerjava s Petrolom pokaže podoben delež lastniškega kapitala. Nekoliko večji je pri Istrabenzu delež dolgoročnih dolžniških obveznosti na račun manjšega deleža kratkoročnih obveznosti, vendar pa delež kratkoročnih obveznosti narašča.

Slika 7: Struktura financiranja skupine OMV



Vir: Lastni izračun.

Iz Slike 7 je razvidno, da je OMV celotno obravnavano obdobje ohranjal delež lastniškega kapitala v vseh virih financiranja med 30 in 35 %. Delež dolgoročnih dolžniških obveznosti je v opazovanem obdobju v povprečju višji od kratkoročnih obveznosti in je zavzemal od 35 do 40 % vseh virov financiranja.

Ugotovimo lahko, da ima OMV izmed vseh treh primerjanih struktur financiranja, najmanjši delež lastniškega kapitala. Prav tako je samo pri OMV delež dolgoročnih obveznosti višji od deleža kratkoročnih obveznosti. Na podlagi strukture financiranja bi lahko trdili, da je skupina OMV najbolj zadolžena, medtem ko je za razvrstitev skupin Petrola in Istrabenza potrebna dodatna primerjava.

2. Struktura kapitala in zadolženost

Struktura kapitala je lahko prikazana na več načinov. V našem primeru bomo prikazali delež lastniškega kapitala v vseh dolgoročnih virih. Med dolgoročne vire sodijo poleg lastniškega kapitala še dolgoročne rezervacije in dolgoročne obveznosti iz financiranja in poslovanja.

Tabela 3: Delež lastniškega kapitala v vseh dolgoročnih virih financiranja izraženo v odstotkih

	1996	1997	1998	1999	2000	Povprečje 1996-2000
OMV	41,0 %	40,1 %	42,7 %	46,5 %	48,8 %	43,8 %
Petrol	64,2 %	71,2 %	73,0 %	73,6 %	77,9 %	72,0 %
Istrabenz			68,2 %	68,5 %	65,2 %	

Vir: Lastni izračun.

Iz Tabele 3 je razvidno, da ima OMV najmanj lastniškega kapitala v vseh dolgoročnih virih. Na drugem mestu je Istrabenz, najmanj zadolžen po tem kazalniku je Petrol. Pri OMV-ju in Petrolu je opaziti trend povečevanja deleža lastniškega kapitala. Obravnavan kazalnik bi bilo primerneje prikazati na podlagi tržnih podatkov o vrednosti posameznih dolgoročnih virov financiranja, predvsem tržne vrednosti lastniškega kapitala. Vendar analiza temelji na konsolidiranih računovodskih podatkih, kar pomeni, da kapital vključuje poleg lastnikov matičnega podjetja (večinski kapital) tudi druge lastnike odvisnih podjetij (manjšinski kapital), katerih tržne vrednosti ne poznamo.

Nekoliko drugačno razvrstitev zadolženosti nam poda kazalnik celotne zadolženosti. Kazalnik je izračunan kot razmerje vsote dolgoročnih in kratkoročnih obveznosti iz financiranja z lastniškim kapitalom. V tem primeru obravnavamo samo tako imenovani delovni kapital, ki ne vključuje obveznosti iz poslovanja.

Tabela 4: Količnik celotne zadolženosti izračunan kot razmerje vsote dolgoročnih in kratkoročnih obveznosti iz financiranja z lastniškim kapitalom

	1996	1997	1998	1999	2000	Povprečje 1998-2000	Povprečje 1996-2000
OMV	0,90	0,57	0,59	0,67	0,61	0,62	0,67
Petrol	0,29	0,28	0,18	0,32	0,20	0,23	0,25
Istrabenz			0,55	0,76	0,83	0,75	

Vir: Lastni izračun.

Iz Tabele 4 je razvidno, da ima najvišji povprečni koeficient za obdobje od leta 2000 do leta 1998 Istrabenz. Nekoliko nižji povprečni koeficient dosega OMV. Za Petrol znaša povprečni koeficient razmerja obveznosti iz financiranja in lastniškega kapitala le 0.23. Razlog za nižji povprečni količnik pri Petrolu je v velikem deležu obveznosti iz poslovanja v vseh obveznostih. Ob upoštevanju tega kazalnika bi za najbolj zadolženo skupino označili Istrabenz, za najmanj pa Petrol. Pri Petrolu ocenjujejo, da jim trenutno stanje strukture financiranja omogoča še veliko prostora pri kratkoročnem in dolgoročnem zadolževanju, kar bo tudi v prihodnje omogočalo zastavljen razvoj (Letno poročilo 2000, Petrol, str. 61).

Primerjave struktur financiranja in struktur kapitala so pokazale na razlike v financiranju med obravnavanimi skupinami. Različni kazalniki so hkrati pokazali, da ne morem dati enosmerne opredelitve o zadolženosti. Najprimernejši kazalnik glede na teoretična izhodišča je delež lastniškega kapitala v vseh dolgoročnih virih financiranja. Na ta kazalnik so se najbolj opirali tudi pri predstavljenih empiričnih raziskavah. Upoštevač ta kazalnik, je najbolj zadolžena skupina OMV. Na drugem mestu je Istrabenz, najmanj zadolžen je Petrol. Razlika med zadolženostjo Petrola in Istabenza je v primerjavi z zadolženostjo OMV-ja razmeroma majhna. Tako lahko ugotovimo, da sta slovenski naftni skupini manj zadolženi od avstrijske. Predvsem je za slovenskih skupini značilno malo dolgoročnih dolžniških obveznosti iz financiranja.

Vzroke za razlike v strukturi kapitala je mogoče iskati na več področjih. Osnovna je razlika v dejavnosti, ki prinaša različno tveganje. OMV deluje na vseh področjih, od pridelave do prodaje naftnih derivatov, medtem ko slovenski naftni skupini proizvode kupujeta na svetovnem trgu. Vendar pa menim, da to ni edini razlog za večjo zadolženost OMV-ja. Vzroki so tudi v okolju, v katerem skupine delujejo. Natančneje bomo prikazane razlike v strukturi kapitala in zadolženosti poskušali pojasniti z analizo dejavnikov strukture kapitala. Preden pa preidemo na dejavnike, še prikaz finančne stabilnosti in plačilne sposobnosti obravnavanih skupin, ki sta tudi odvisni od virov financiranja.

3. Likvidnost

Podjetje je finančno stabilno, ko ima dolgoročno usklajena stalna sredstva z dolgoročnimi viri sredstev. Praviloma naj bi finančno stabilno podjetje z dolgoročnimi viri pokrivalo vsa stalna sredstva ter še del zalog in terjatev do kupcev, ki presegajo kratkoročne obveznosti iz

poslovanja (Bergant 1999, str. 82). Optimalno razmerje posamezne družbe pa je odvisno od sestave premoženja in dejavnosti. V našem primeru analiziramo skupine povezanih podjetij s konsolidiranimi izkazi. Tako izračunani kazalniki kažejo na likvidnost skupine, kar pa lahko zakriva slabši položaj posameznih odvisnih podjetij.

Tabela 5: Razmerje med dolgoročnimi viri in stalnimi sredstvi

	1996	1997	1998	1999	2000	Povprečje 1996-2000
OMV	1,16	1,18	1,12	1,02	1,03	1,10
Petrol	1,21	1,08	1,04	0,97	1,02	1,06
Istrabenz			1,04	0,96	0,92	

Vir: Lastni izračun.

Za vse tri skupine se je razmerje v zadnjih treh letih gibalo okoli vrednosti ena. OMV in Petrol imata v opazovanem obdobju pozitiven povprečni obratni kapital¹³, medtem ko Istrabenz izkazuje v zadnjih dveh obravnavanih letih negativen obratni kapital. To pomeni, da je Istrabenz s kratkoročnimi viri financiral tudi dolgoročne naložbe. Pri slovenskih skupinah je opazen trend padanja. Če se bo trend nadaljeval, bosta morali skupini vedno več dolgoročnih sredstev financirati s kratkoročnimi viri, kar bo ogrožalo finančno stabilnost in negativno vplivalo na poslovno uspešnost.

V nadaljevanju bomo pozornost usmerili na plačilno sposobnost. Podjetje je plačilno sposobno, kadar poravnava vse svoje obveznosti ob zapadlosti le-teh. Kodeks poslovnofinančnih načel navaja, da vsako zmanjšanje lastniškega kapitala, ob nespremenjenem obsegu poslovanja, praviloma poslabšuje dolgoročno plačilno sposobnost podjetja (Bergant, 1999, str. 82). Pri ugotavljanju plačilne sposobnosti gledamo na razmerja med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi. V Tabeli 6 je prikazan kazalnik pospešene likvidnosti. Opredeljen je kot razmerje med gibljivimi sredstvi zmanjšanimi za zaloge, in kratkoročnimi obveznostmi. Optimalna vrednost kazalnika z vidika financiranja je ena (Erickson, 1996, str. 6).

Tabela 6: Količnik pospešene likvidnosti

	1996	1997	1998	1999	2000	Povprečje 1996-2000
OMV	0,98	1,08	1,03	0,80	0,82	0,94
Petrol	1,14	0,84	0,88	0,68	0,81	0,87
Istrabenz			0,86	0,66	0,61	

Vir: Lastni izračun.

¹³ Obratni kapital je presežek obveznosti do dolgoročnih virov nad dolgoročnimi naložbami in naj bi financiral kratkoročna sredstva (Bergant, 1999, str. 82).

Glede na prejšnjo tabelo se pri kazalniku v Tabeli 6 skupine bolj razlikujejo. Ob upoštevanju gornje opredelitve plačilne sposobnosti za nobeno skupino ne bi mogli trditi, da dosega ustrezno vrednost kazalnika. Vendar je optimalna vrednost kazalnika za posamezno skupino odvisna od številnih elementov. Lahko pa predpostavljamo, da ima Istrabanz največ težav s sprotnim poravnavanjem obveznosti.

Analiza finančne stabilnosti in plačilne sposobnosti nam je pokazala, da OMV najbolj ustrezno pokriva sredstva z viri. Pričakovali bi, da so manj zadolžene skupine bolj plačilno sposobne, vendar so kazalniki pokazali nasprotno.

VI. Analiza dejavnikov, ki vplivajo na strukturo kapitala

Z dejavniki, ki vplivajo na strukturo kapitala, bom primerjal obravnavane skupine in rezultate navezal na pripadajoče strukture kapitala. V dejavnikih bom poskušal najti razloge za razlike med strukturami kapitala, ki jih imajo skupine. Pri analizi so upoštevana teoretična izhodišča in ugotovitve empiričnih raziskav o vplivu posameznih dejavnikov na strukturo kapitala, ki so bile predstavljene v drugem poglavju.

Dejavniki so bili že v drugem poglavju predstavljeni in razdeljeni na dve področji. V prvem so tisti, ki izvirajo iz specifičnosti in dejavnosti podjetja, kot je struktura sredstev, stopnja rasti, donosnost in poslovno tveganje. V drugem delu so dejavniki okolja, v katerem podjetje deluje. V obravnavi imamo na eni strani slovenski skupini, ki sta pred desetletjem prešli na tržni sistem. Na drugi strani je avstrijska skupina, ki že od svojega začetka posluje v tržnem okolju, vendar je bil šele pred dobrim desetletjem sprožen postopek privatizacije. Širše gledano bo analiza v drugem delu usmerjena v iskanje razlogov za razmeroma nizko zadolženost slovenskih podjetij v primerjavi s podjetji "zahodnega" sveta.

1. Dejavniki podjetja

1.1. Struktura sredstev

Prvi obravnavni dejavnik je struktura sredstev. Struktura sredstev predstavlja sestavo leve strani bilance stanja. Sredstva se delijo na dolgoročna in kratkoročna. Dolgoročna oziroma stalna sredstva se nadalje delijo na dolgoročna opredmetena sredstva, dolgoročne finančne naložbe in neopredmetena sredstva. Za našo obravnavo so najpomembnejša neopredmetena sredstva, ki predstavljajo vrednosti patentov, licenc, posebna znanja zaposlenih, raziskave in dobro ime podjetja. Ob nastopu bankrota vrednost podjetja z več neopredmetenimi sredstvi pade bolj kot vrednost podjetja, ki ima manj neopredmetenih sredstev, ob predpostavki, da se podjetji v drugih postavkah ne razlikujeta. Empirične raziskave dejavnikov strukture kapitala, ki so usmerjale pozornost na deleže opredmetenih in neopredmetenih sredstev, so pokazale negativno povezanost med deležem neopredmetenih sredstev in zadolženostjo podjetja. Kar

pomeni, da so podjetja z več neopredmetenimi sredstvi v povprečju manj zadolžena. To bi pričakovali tudi glede na teoretične razlage stroškov finančne stiske.

Tabela 7: Delež neopredmetenih sredstev v vseh sredstvih skupin izražen v odstotkih

	1996	1997	1998	1999	2000	Povprečje 1998-2000	Povprečje 1996-2000
OMV	1,9%	1,7%	2,0%	2,4%	2,0%	2,1%	2,0%
Petrol	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	1,1%	0,6%	0,5%
Istrabenz			2,9%	3,7%	3,8%	3,5%	

Vir: Lastni izračun.

Tabela 7 prikazuje deleže neopredmetenih sredstev v vseh sredstvih. Najvišji povprečni delež neopredmetenih sredstev za obdobje 1998-2000 ima Istrabenz, najnižji povprečni delež pa dosega Petrol. Uporabna vrednost teh ugotovitev je razmeroma majhna. Deleži vseh skupin so razmeroma nizki, tako da težko govorimo o različnem vplivu neopredmetenih sredstev na strukturo kapitala obravnavanih skupin. Lahko pa povemo, da bi ob upoštevanju teoretičnih razlag in rezultatov naše analize, pričakovali nižjo zadolženost Istrabenza v primerjavi s Petrolom ob vsem ostalem enakem.

1.2. Stopnja rasti

Empirične raziskave so pokazale negativno korelacijo med deležem dolžniškega kapitala v strukturi kapitala in stopnjo rasti. To pomeni, da so ugotovile povprečno nižjo zadolženost pri podjetjih z višjo stopnjo rasti.

Stopnjo rasti v skupinah bomo merili z rastjo celotnih sredstev skupin. Pri izračunu letnih stopenj rasti smo upoštevali letne indekse rasti cen življenjskih potrebščin, saj so računovodski podatki podani v tekočih cenah.

Tabela 8: Letne stopnje rasti vseh sredstev skupin

	1997	1998	1999	2000	Povprečje 1997-2000
OMV	7,4%	-4,5%	9,0%	8,0%	5,0%
Petrol	-2,5%	-5,1%	13,2%	-1,0%	1,1%
Istrabenz			17,2%	8,6%	

Vir: Lastni izračun.

V Tabeli 8 so prikazani rezultati izračunov stopenj rasti. Istrabenz zaradi dvoletnih podatkov ne bo vključen v obravnavo. Višjo povprečno stopnjo rasti v opazovanem odboju med primerjanima skupinama dosega OMV. Glede na empirične raziskave bi pričakovali večjo

zadolženost pri Petrolu. Odstopanje pričakovanih razvrstitev od dejanskih kaže, da omenjeni dejavnik nima odločilnega vpliva na zadolženost obravnavanih skupin.

1.3. Donosnost poslovanja

Donosnost poslovanja je v splošnem opredeljena kot razmerje med dobičkom iz poslovanja in vsemi sredstvi, kakor je tudi izračunana v Tabeli 9. Dejstvo je, da višja donosnost poslovanja pred plačilom obresti in davkov omogoča podjetjem večje zadolževanje. Empirične raziskave so pokazale ravno obratno. Podjetja, ki dosegajo višje donosnosti iz poslovanja, so manj zadolžena. Ugotovljena je bila torej negativna povezanost zadolženosti in višine donosnosti poslovanja.

Tabela 9: Donosnost poslovanja izkazana kot delež dobička iz poslovanja v vseh sredstvih

	1996	1997	1998	1999	2000	Povprečje 1998-2000	Povprečje 1996-2000
OMV	4,6%	8,4%	4,6%	5,4%	8,4%	6,1%	6,3%
Petrol	1,1%	4,3%	2,3%	1,4%	2,1%	1,9%	2,2%
Istrabenz			5,0%	0,5%	-1,0%	1,5%	

Vir: Lastni izračun.

Povprečna donosnost poslovanja v opazovanem obdobju je največja pri OMV. Precej nižje povprečne donosnosti dosegata Petrol in Istrabenz. Obe slovenski skupini kot vzroke za nizko donosnost navajata regulativne ukrepe države na področju cen. Vendar iz tabele lahko vidimo, da je bila donosnost pri Petrolu nizka tudi v letih, ko ti razlogi niso bili aktualni. Višjo donosnost pri OMV lahko delno pojasnimo tudi z dejavnostjo. Glede strukture kapitala lahko ugotovimo, da je najbolj donosna skupina tudi najbolj zadolžena. Višja donosnost poslovanja dovoljuje OMV-ju večje zadolževanje. Pri slovenskih skupinah bi lahko rekli, da jim zelo nizka donosnost poslovanja pravzaprav ne dovoljuje večjega zadolževanja ob trenutnih obrestnih merah. Pričakovati je, da se bo donosnost skupin Istrabenz in Petrol v naslednjih letih nekoliko popravila.

1.4. Poslovno tveganje

Struktura kapitala posameznega podjetja je odvisna tudi od poslovnega tveganja. Poslovno tveganje bi izpostavil, kot najvplivnejši dejavnik strukture kapitala. Poslovno tveganje je tveganje sredstev podjetja oziroma negotovost donosov sredstev podjetja. Najpomembnejši faktorji, ki vplivajo na višino poslovnega tveganja so (Brigham, 1999, str. 366):

- variabilnost povpraševanja: večja spremenljivost v povpraševani količini prinaša večje poslovno tveganje;

- variabilnost prodajnih cen: podjetja, katerih produkti pogosteje spreminjajo cene, imajo višje poslovno tveganje;
- variabilnost stroškov inputov: pogosto spreminjanje stroškov inputov vpliva na višje poslovno tveganje;
- sposobnost prilagoditi cene produktov spremembam cen inputov: podjetja, ki lažje prevalijo spremembe cen inputov na končne potrošnike imajo nižjo stopnjo poslovnega tveganja;
- delež fiksnih stroškov: ob zmanjšanju prihodkov podjetja se delež fiksnih stroškov v vseh prihodkih poveča, kar pomeni višjo stopnjo poslovnega tveganja.

Podjetja se med seboj razlikujejo po spremenljivosti prihodkov. Za nekatera podjetja je variabilnost prihodkov skozi čas večja, za druge manjša. Poslovno tveganje bom pri obravnavanih skupinah preverjal s kazalnikom donosnosti poslovanja, prikazanim v prejšnjem poglavju, oziroma koeficientom variacije tega kazalnika. Empirične raziskave so pokazale negativno povezanost med zadolženostjo in poslovnim tveganjem. Te ugotovitve se tudi ujemajo s pričakovanji na podlagi teoretičnih razlag.

Tabela 10: Donosnosti poslovanja in koeficient variacije donosnosti poslovanja

	1996	1997	1998	1999	2000	KV
OMV	4,6%	8,4%	4,6%	5,4%	8,4%	0,28
Petrol	1,1%	4,3%	2,3%	1,4%	2,1%	0,49
Istrabenz			5,0%	0,5%	-1,0%	

KV - koeficient variacije za obdobje 2000-1996

Vir: Lastni izračun.

Za Istrabenz koeficienta variacije nismo izračunali, ker imamo podatke o donosnosti le za tri leta. Primerjava Petrola in OMV-ja pokaže manjše poslovno tveganje pri slednjem, kar mu daje večjo možnost zadolževanja. Glede na to, da je poslovno tveganje obravnavano kot najpomembnejši dejavnik strukture kapitala, mu lahko tudi za naš primer pripišemo največji vpliv na strukturo kapitala. Eden od najpomembnejših vzrokov za različno strukturo kapitala obravnavanih skupin je torej različna stopnja poslovnega tveganja.

2. Dejavniki gospodarskega okolja

Analiza dejavnikov okolja bo osredotočena na razlike med Petrolom in Istrabenzom, kot slovenskima skupinama na eni strani, in OMV-jem, kot avstrijsko skupino na drug strani. Predvsem se bomo osredotočili na področja, kjer se slovensko gospodarsko okolje razlikuje od evropskega oziroma avstrijskega.

Tabela 11: Vpliv nekaterih dejavnikov okolja na obseg dolžniških vrednostnih papirjev

Dejavnik	Sprememba obsega dolžniških vrednostnih papirjev pri povečanju dejavnika
Davčne stopnje delniških družb	+
Davčne stopnje osebnih davkov	-
Inflacija	+
Ponudbe neobdavčenih obveznic delniških družb	+
Ponudbe obdavčenih obveznic nedelniških družb	-

Vir: Mramor, 1991, str. 121.

V Tabeli 11 je prikazan vpliv nekaterih dejavnikov okolja na strukturo kapitala. Povečanje davčne stopnje delniških družb pripelje do povečanja davčnega ščita, kar podjetja izkoristijo s povečanjem zadolževanja. Obratno je pri osebnih davkih. Prav tako vpliv inflacije razložimo z davčnim ščitom. Povečanje inflacije povzroči zmanjšanje realne vrednosti davčnih ščitov, kar podjetja nadomestijo z dodatnim zadolževanjem. Večja ponudba neobdavčenih obveznic podjetij na trgu poveča zadolževanje podjetij, saj so mejni davčni prihranki za podjetja večji od mejnih osebnih davčnih stroškov investorjev. Obratno je pri povečani ponudbi obdavčenih obveznic nedelniških družb, ki zviša tržno obrestno mero in podjetja usmeri v zmanjševanje zadolževanja (Mramor, 19991, str. 120-121).

Za vse obravnavane parametre je značilno, da vplivajo na strukturo kapitala prek vpliva na obseg davkov, ki jih morajo podjetja ali investitorji plačati državi. Iz tega in tudi celotne teorije strukture kapitala je razvidno, da imajo davčne stopnje osrednjo vlogo pri strukturi kapitala. Davčne stopnje pa se med državami razlikujejo.

2.1. Davčne stopnje

Davčna stopnja davka na dobiček je pravzaprav najpomembnejši dejavnik strukture kapitala. Prav ta davek je že Modiglijanija in Millerja pripeljal do ugotovitve, da struktura kapitala ni nepomembna. Višina davčne stopnje se namreč neposredno odraža v velikosti davčnega ščita. Nizke davčne stopnje na dobiček podjetij zmanjšujejo optimalno zadolženost z vidika maksimiranja tržne vrednosti podjetja. Za gospodarstva kjer so višji davki na dobičke, ob vsem ostalem enakem, bi pričakovali povprečno višjo zadolženost podjetij.

V Sloveniji znaša osnovna davčna stopnja davka od dobička gospodarskih družb 25 %. Avstrija, kjer OMV ustvari večino prihodkov, ima davčno stopnjo 34 %. V Evropski uniji se davčne stopnje gibljejo v večini držav med 30 in 40 odstotki (glej Prilogo 3, na str. 2). Vendar pa so dejanske plačane davčne stopnje večinoma nižje od osnovne davčne stopnje. Razlog je v različnih davčnih olajšavah, ki zmanjšujejo osnovo za plačilo davka na dobiček. V Sloveniji se največje olajšave da pridobiti z investicijami in rezervacijami za investicije.

V našem primeru je analiza dejanskih davčnih stopenj narejena na primeru konsolidiranih izkazov v skupino povezanih podjetij. Vsako od odvisnih podjetij v skupini plačuje različno efektivno stopnjo davka na dobiček. Izračunane davčne stopnje skupine predstavljajo delež vseh plačanih davkov skupine v celotnem dobičku skupine.

Tabela 12: Dejanske letne davčne stopnje skupin izražene kot delež plačanih davkov v celotnem dobičku

	1996	1997	1998	1999	2000	Povprečje 1996-2000
OMV	33,3 %	24,9 %	21,5 %	30,2 %	28,7 %	27,7 %
Petrol	18,5 %	19,7 %	11,0 %	5,5 %	25,0 %	15,9 %
Istrabenz			7,3 %	24,5 %		

Vir: Letna poročila 2000.

Iz Tabele 12 je razvidno, da najvišje povprečje dejanske davčne stopnje dosega OMV. Petrol in Istrabenz pa dosegata nižje deleže davkov v celoten dobičku pred davki. Dobljene rezultate smo glede na različne osnovne davčne stopnje na dobiček tudi pričakovali. Večji davki OMV spodbujajo k večjem zadolževanju in izkoriščanju davčnega ščita. Nižje davčne stopnje v Sloveniji prinašajo manjše koristi od davčnega ščita. To podjetja usmerja v nižje zadolževanje, saj stroški finančne stiske in stroški agentov prej presežejo koristi davčnega ščita.

Pomembne so tudi osebne davčne stopnje, ki jih plačujejo investitorji na realizirane donose lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev. Med osebnimi davki so za našo obravnavo pomembni davek od obresti, davek na kapitalske dobičke in davek na dividende. Ti davki omogočajo državam usmerjanje investitorjev med lastniško in dolžniško obliko investiranja. Večinoma je davčni sistem naravnani, da preferira kapitalske dobičke v primerjavi z dividendami in obrestnimi dohodki. V Sloveniji je trenutno davčna stopnja na prihodke iz obresti na hranilne vloge nič. To ugodno vpliva na varčevanje in ponudbo kreditnega financiranja. Vendar bo ta ugodnost v začetku leta 2002 odpravljena.

2.2. Reguliranje cen, trošarine in konkurenca

Vpliv poseganja v dejavnost s strani države smo omenjali že pri predstavitvi panoge. Predpostavili smo pozitivno povezavo med zadolženostjo in stopnjo regulacije v dejavnosti. Na področju reguliranja maloprodajnih cen bencinov je pri nas uveljavljen model, ki sledi tržnim cenam nafte oziroma naftnih derivatov na svetovnih trgih. Ponudnikom naftnih derivatov v Sloveniji je marža določena in znaša trenutno 13 tolarjev na liter bencinskih goriv. Imamo relativno nizke trošarine (50 %) v primerjavi z drugimi evropskimi državami, kjer je povprečje 70 % maloprodajne cene (Burkeljca, 2001, str. 13). Slovenska vlada s pogostim spreminjanjem trošarine uravnava cene in s tem uravnava inflacijo in pritok denarja v proračun. Druge evropske države so razdeljene na tiste, ki imajo dejavnost popolnoma liberalizirano, in tiste, ki imajo razne modele za oblikovanje cen. Primerjava Slovenije z evropskimi državami in drugimi razvitimi državami pokaže, da se uvrščamo v majhno skupino, kjer je regulacija največja. Nasprotno je v Avstriji, kjer so pred nekaj leti odpravili

vsakršen nadzor cen. Cena se na trgu oblikuje prosto, vendar pa ima država možnost nadzorovanja cen naftnih derivatov v posebnih razmerah.

Pomembna je tudi konkurenca. V Sloveniji je država z različnimi ukrepi dosegla, da imamo le dva večja ponudnika na trgu. Ker je naftna dejavnost izrednega pomena za gospodarstvo bi morebitna prekinjena dobava enega od ponudnikov imela negativen učinek na gospodarstvo. Zato je v interesu države, da naftni skupini delujeta nemoteno.

Vpliv poseganja države v Sloveniji na strukturo kapitala je dvojen. Na eni strani prisotnost države zmanjšuje tveganje poslovanja, kar omogoča podjetjem večje zadolževanje. Po drugi strani omejevanje cen zmanjšuje donosnost na tako raven, da si družbe ne morejo privoščiti večjega zadolževanja.

2.3. Finančni sistem

Že pri empiričnih študijah je bil obravnavan dejavnik trga kapitala. Rezultati so pokazali negativno povezavo med razvitostjo trga kapitala in zadolženostjo podjetja. Prav tako so primerjave med bančno usmerjenimi in kapitalsko usmerjenimi gospodarstvi pokazale na večjo zadolženost pri bančno orientiranih gospodarstvih.

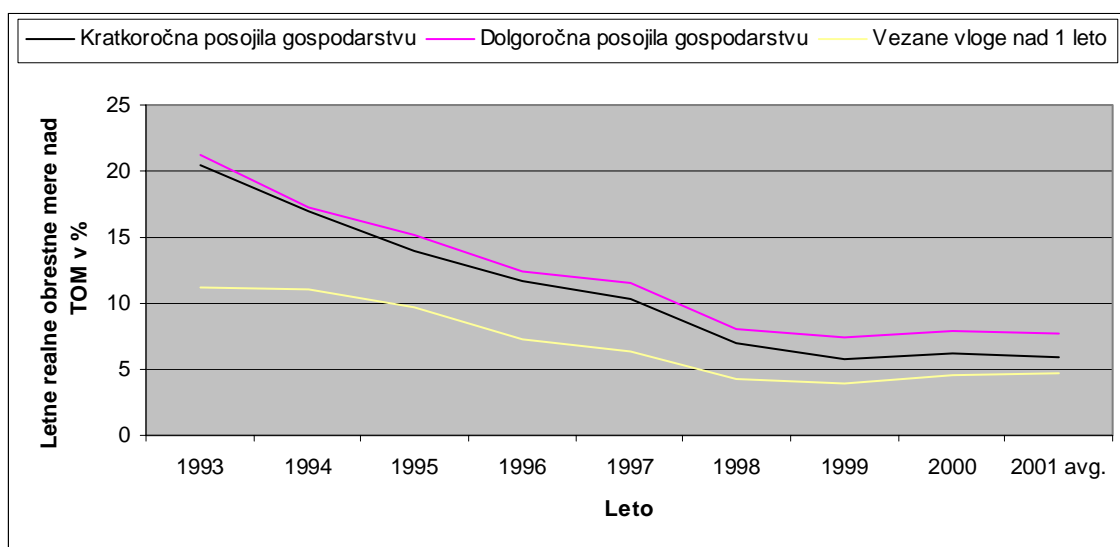
Glede na zemljepisno lego in zgodovino uvrščamo slovensko kot tudi avstrijsko gospodarstvo med bančno orientirana. Avstrija sodi poleg Nemčije med države, kjer je prevlada kreditne oblike financiranja najbolj izrazita (Veselinovič, 1998, str. 76). V Sloveniji naklonjenost kontinentalnemu finančnemu sistemu potrjujejo tudi rezultati ankete. Pri enakih stroških bi se kar 75 % anketiranih slovenskih podjetij odločilo za bančni kredit pred dolžniškimi vrednostnimi papirji (Bešter, 1999, str. 46). Financiranje na trgu kapitala je razmeroma omejena opcija, ki jo izvajajo maloštevilna podjetja. Splošni razlogi za prednost bančnih posojil pred javnimi ponodbami dolžniških vrednostnih papirjev so (Esho, 2001, str. 277):

- stroški izdaje dolžniških vrednostnih papirjev posebno za manjša podjetja;
- višji stroški asimetrije informacij, saj ni nadzora kot je lahko s strani bank;
- težja pogajanja pri refinanciranju in finančnih stiskah.

Podjetja v Sloveniji so torej bolj naklonjena bančnim kreditom kot dolžniškim vrednostnim papirjem. Posledica je razmeroma majhen delež dolžniških vrednostnih papirjev v strukturi financiranja. To velja tudi za družbi Petrol d.d. in Istrabenz d.d., ki se ne financirata z dolžniškimi vrednostnimi papirji.

Ker vse obravnavane skupine OMV, Petrol in Istrabenz delujejo v kontinentalnem gospodarskem sistemu, bi pričakovali večjo izenačenost v stopnjah zadolženosti skupin. Razloge za razlike lahko iščemo v različni učinkovitosti bančnih sistemov. Predvsem mislim na manjšo učinkovitost slovenskega bančnega sistema. Realna rast kreditov v gospodarstvu je v letu 2000 znašala 6,6 %. Praktično celotno povečanje je posledica rasti kratkoročnih kreditov. Neto tok dolgoročnih kreditov je bil negativen, saj so se podjetja raje zadolževala pri tujih bankah. 44 % bančnih kreditov slovenskih podjetij je najetih v tujini (Slovensko ekonomsko ogledalo, 2001, str. 10).

Slika 8 : Letne realne obrestne mere nad TOM v Sloveniji



Vir: Bilten Banke Slovenije, 2001, str. 40.

Slika 8 prikazuje povprečne obrestne mere bank nad TOM na slovenskem trgu. Dolgoročna realna obrestna mera za posojila gospodarstvu se v zadnjih treh letih giblje okoli 8 %. V Avstriji je bila povprečna nominalna obrestna mera za dolgoročne kredite podjetjem v zadnjih treh letih okoli 5,5 % (International Financial Statistics, 2001, str. 52). Višje realne obrestne mere v Sloveniji v primerjavi z Avstrijo tudi prispevajo k nižji zadolženosti Istrabenza in Petrola v primerjavi z OMV-jem, v kolikor se slovenski skupini zadolžujeta na domačem trgu. V kolikor se zadolžujeta v tujini nastajajo dodatni stroški za zavarovanje pred tečajnimi tveganji. Ugotovimo lahko, da je realna obrestna mera za dolgoročne kredite v Sloveniji višja od donosnosti poslovanja Istrabenza in Petrola v zadnjih letih.

V prihodnosti je pričakovati znižanje obrestnih mer v Sloveniji. S privatizacijo bank, odpravo TOM-a in drugih indeksacij bodo bančna posojila postala ugodnejša. Znižanje inflacije bo zmanjšalo pritisk na restriktivno denarno politiko Banke Slovenije in dalo možnost za znižanje obrestne mere centralne banke. Postopno se z vključevanjem v EU in povečevanjem konkurence pričakuje uskladitev obrestnih mer z evropskimi. Najkasneje ob uvedbi eura v Sloveniji se bodo razlike morale odpraviti. Vse to bo vplivalo tudi na spremembo v financiranju in strukturi kapitala slovenskih podjetij.

2.3.1. Trg vrednostnih papirjev

Na ljubljanski borzi je vrednostni obseg prometa v letu 2000 znašal 269,6 mrd. SIT in je bil za 1,5 % višji kot v letu 1999. Tržna kapitalizacija vseh vrednostnih papirjev je predstavljala približno 27 % ocenjenega BDP v letu 2000. Tržnost delnic¹⁴ je znašala 0.21 in se je v primerjavi z letom 1999 znižala za 9 odstotnih točk. Nerezidenti so ustvarili za 208 mio. SIT

¹⁴ Tržnost delnic je razmerje med celotnim prometom v letu in povprečno letno tržno vrednostjo vsote vseh vrednostnih papirjev.

neto pritokov, v letu 1999 pa neto odtok v višini 2269 mio. SIT. Celoten promet nerezidentov je bil za 36 % višji kot v letu 1999 (Slovensko ekonomsko ogledalo, 2001, str. 11).

Menim, da na slovenskem trgu vrednostnih papirjev vlada pomanjkanje večjih vlagateljev. Za večino vrednostnih papirjev se ocenjuje, da so podcenjeni. Domači investitorji nimajo dovolj sredstev, da bi ustvarjali večje povpraševanje. Tujih investitorjev pa je zelo malo.

Nizko domače dolgoročno povpraševanje na trgu kapitala gre pripisati relativno nizki celotni stopnji varčevanja ter odsotnosti večjih institucionalnih investitorjev, kot so zavarovalnice in pokojninski skladi (Veselinovič, 1998, str. 83).

Razlogov za nezainteresiranost tujcev za vlaganje v vrednostne papirje na ljubljanski borzi je več. Najbolj pogosto omenjeni so zaprtost trga in omejitve. V letu 2001 so bili odpravljeni skrbniški računi in omejitve na prodajo vrednostnih papirjev. Trg kapitala tako, vsaj formalno, ne postavlja več omejitev tujim investitorjem. Drugi razlog je velikost trga. Tuji investitorji operirajo z neprimerno večjimi vsotami kapitala. Taki investitorji se težko umaknejo z majhnega trga, ne da bi vrednost njihovih vrednostnih papirjev ob prodaji padla. Kot tretji razlog, po mnenju profesorja Mramorja najpomembnejši, se navaja nizka donosnost slovenskih podjetij. Tabela 13 prikazuje med drugim tudi donosnost lastniškega kapitala družb Istrabenz d.d., Petrol d.d. in OMV a.g. Vidimo lahko, da je avstrijska družba dosegla višje vrednosti donosa, v primerjavi s slovenskimi.

Položaj podjetij na trgu kapitala kažejo tudi kazalniki, kot je razmerje med knjižno in tržno vrednostjo lastniškega kapitala ter razmerje cene delnice in čistega dobička na delnico.

Tabela 13: Primerjava nekaterih kazalnikov podjetij Istrabenz d.d., Petrol d.d. in OMV a.g.

Kazalnik	Tržna vrednost / knjižna vrednost			Cena delnice / dobiček na delnico			Donosnost lastniškega kapitala		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
Omv a.g.	1,6	1,8	1,3	13	14	7	11%	12%	18%
Petrol d.d.	1,03	1,07	0,75	14,9	251,6	22,3	6,9%	0,4%	3,5%
Istrabenz d.d.	0,89	0,78	0,69	16,1	25,0	27,7	5,5%	3,1%	2,5%

Tržna vrednost/ knjižna vrednost - Razmerje med tržno in knjižno vrednostjo lastniškega kapitala dne 31.12. navedenega leta.

Cena delnice/ dobiček na delnico - Razmerje med tržno ceno delnice 31. 12. navedenega leta in dobičkom na delnico navedenega leta.

Vir: Letna poročila in lastni izračun.

Iz Tabele 13 je razvidno, da je bila za slovenski družbi tržna vrednost lastniškega kapitala v letu 2000 nižja od knjigovodske vrednosti. Razlogov je lahko več. Osnovni je v majhnem povpraševanju na trgu vrednostnih papirjev. Vpliv ima tudi nizka donosnost in različno knjigovodsko vrednotenje podjetij. Prav tako je pri slovenskih družbah kazalnik razmerja med ceno delnice in dobičkom višji od podjetja OMV a.g. Razlog je v že omenjeni nizki donosnosti naših podjetij. Delničarji slovenskih naftnih družb so pripravljene plačati več za enoto dobička kot delničarji OMV-ja.

V prejšnjem poglavju smo omenjali trg dolžniških vrednostnih papirjev in ugotovili pomanjkanje zanimanja zaradi bančno usmerjenega gospodarstva. Vendar pa bančna orientiranost ni edini razlog za majhno zanimanje za izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev podjetij v Sloveniji. Razlog je tudi v razmeroma veliki ponudbi javnih dolžniških vrednostnih papirjev, predvsem državnih obveznic. Ugodne obrestne mere, nizka stopnja tveganja in velika ponudba državnih obveznic, predvsem blagajniških zapisov, zmanjšuje povpraševanje investitorjev po dolžniških vrednostnih papirjih podjetij.

V prihodnosti je pričakovati povečanje investiranja v trg vrednostnih papirjev s strani nekaterih domačih investitorjev. Ti bodo sredstva pridobili predvsem s prodajo večinskih deležev tujim podjetjem. Primer je prodaja Banke Koper in načrtovan prevzem Pivovarne Union. Del denarja pridobljenega s takimi prodajami bodo investitorji ponovno investirali na trgu kapitala.

Na celotnem slovenskem finančnem trgu, tako pri neposrednih kot posrednih finančnih inštrumentih, smo ugotovili pomanjkljivosti. Vseeno je dostopnost in zaupanje v posredne finančne inštrumente, kamor uvrščamo bančna posojila, večja. Vprašanje je le ali si podjetja ob donosnostih, ki jih dosegajo, lahko privoščijo takšno financiranje. Nizka širina in globina trga kapitala v Sloveniji znižuje pomembnost optimalne strukture kapitala za podjetja. Delno je za take razmere kriv tudi proces lastninjenja in lastniška struktura, kar bomo obravnavali v naslednjem poglavju.

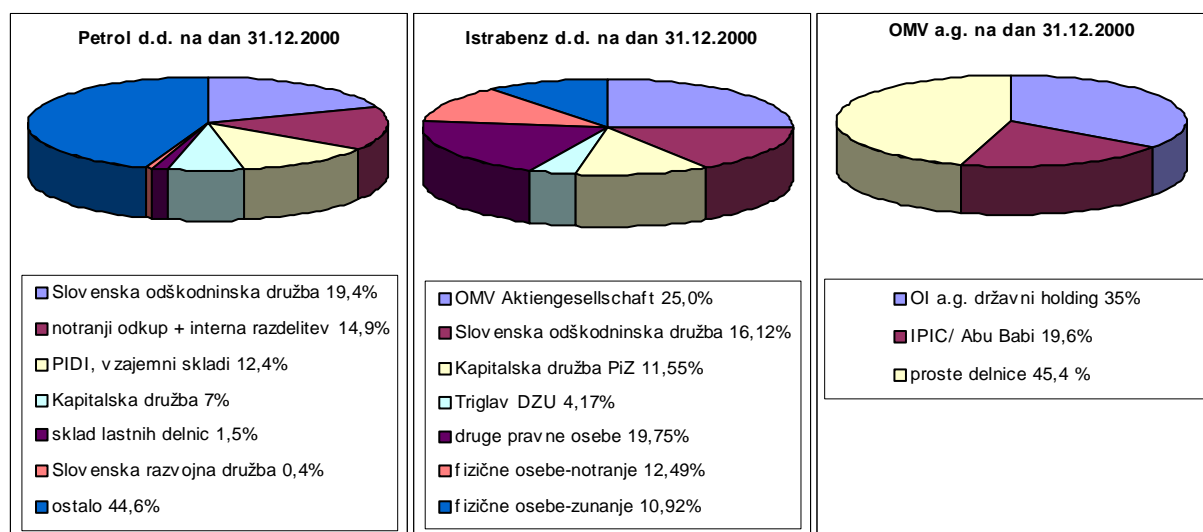
2.4. Struktura lastnikov in proces lastninjenja

Strukturo lastnikov sem postavil med zunanje dejavnike, ker se država pojavlja kot pomemben lastnik in ker je struktura lastnikov pogojena tudi s procesom lastninjenja in privatizacije.

Posledica lastninjenja v Sloveniji je zelo razpršeno lastništvo s poudarkom na notranjih lastnikih. Del lastnikov, pravzaprav niso pravi investitorji. Lastniki smo postali zaradi izbrane oblike lastninjenja in ne lastne želje po vlaganju v vrednostne papirje. Taki lastniki preferirajo dividendna izplačila pred dolgoročnim povečevanjem vrednosti podjetja, kar omejuje notranje financiranje podjetij. Šele po koncentraciji lastništva pri "pravih" investitorjih bodo podjetja lahko vodila dolgoročno finančno politiko. Prav tako lahko le "pravi" lastniki spremenijo cilj poslovanja podjetij, ki je bil do sedaj predvsem maksimiranje plač, v maksimiranje donosnosti vloženega kapitala (Mramor, 1998, str. 73).

Proces lastninjenja pa je prinesel še eno značilnost. Postopek vrednotenja slovenskih podjetij za potrebe lastninjenja je nekatera podjetja prevrednotil tako, da imajo preveč kapitala (Veselinovič, 1998, str. 84). Vendar pa je obdobje skoraj desetih let, kolikor je minilo od lastninjenja dovolj, da bi se struktura kapitala preoblikovala, v kolikor bi to lastniki zahtevali in okolje dovoljevalo.

Slika 9: Lastniška struktura družb



Vir: Letna poročila 2000.

Iz Slike 9 je razvidno, da pri vseh obravnavanih družbah nastopa kot lastnik posredno država. Avstrijska družba je preko državnega holdinga OI a.g. v 36-odstotni lasti države. Delež države pri Istrabenzu d.d. je posredno preko Slovenske odškodninske družbe in Kapitalske družbe 26 %. Pri Petrolu d.d. je prav tako država največji lastnik, saj posredno nadzoruje okoli 25 % delnic. Istrabenz d.d. in OMV a.g. imata tudi strateškega partnerja iz naftne industrije. Pri Istrabenzu d.d. je to kar OMV a.g., ki ima 25% lastniški delež. V OMV a.g. je svoja sredstva vložil IPIC-Abu Dabi. Podjetje iz Bližnjega vzhoda, ki se ukvarja s črpanjem nafte, ima 19% delež pri OMV a.g.. Petrol d.d. je edino podjetje, ki preko lastniških deležev še ni povezano s tujimi naftnimi družbami. Lastniške povezave pa ima preko hčerinskih družb na področju plinifikacije. Pri obeh slovenskih družbah v lastniški strukturi ni opaziti večjih deležev bank ali investicijskih skladov, ki jih upravljajo banke. Tudi ta podatek delno pojasnjuje nizko zadolženost. Za vse obravnavane skupine je v prihodnosti pričakovati postopno zmanjševanje lastniških deležev države.

2.5. Velikost gospodarstva

V splošnem prinaša poslovanje v manjšem gospodarstvu večje tveganje. V razmerah kriz naj bi bila manjša gospodarstva in s tem podjetja, ki delujejo znotraj njih bolj ogrožena. To pomeni manjšo naklonjenost zadolževanju podjetij v manjših gospodarstvih. Po drugi strani lahko trdimo, da se manjša gospodarstva lažje prilagodijo spremenjenim razmeram. Vsekakor pa majhnost gospodarstva vpliva na manjšo likvidnost in učinkovitost celotnega finančnega trga še posebej če gre za zaprt valutni prostor (Veselinovič, 1998, str. 83). Vpliv velikosti gospodarstva na zadolženost torej razložimo preko vpliva na finančni trg.

2.6. Inflacija

Vpliv inflacije na strukturo kapitala razlagamo preko višine davčnega ščita in ne z razvrednotenjem odplačevanja posojila. Porast inflacije povzroči porast nominalnih odhodkov, kot je amortizacija in stroški blaga, ki so nastali med fiskalnim letom. Izgubo davčnega ščita zaradi inflacije podjetje nadomesti z dodatnim zadolževanjem (Mramor, 1991, str. 120). To pomeni, da bi morala biti slovenska podjetja v povprečju bolj zadolžena od "zahodnih", pri vsem ostalem enakem, saj imamo višjo inflacijo. Zamenjava revalorizacije v Slovenji z novim postopkom imenovanim prevrednotenje bo povzročila znižanje davčnih osnov in s tem davka na dobiček (Debelak, 2001, str. 114). Za slovenska podjetja se tako, glede na zgornjo razlago, pričakuje povečanje zadolževanja. Prav tako naj bi nov postopek prevrednotenja realnejše prevrednotil kapital podjetja. V preteklosti je namreč revalorizacija pripeljala do večjega deleža lastniškega kapitala v primerjavi z ostalimi viri sredstev (Erickson, 1996, str. 9). Vsekakor bo pričakovana nižja inflacija v prihodnje odpravila omenjene težave in omogočila realnejše izkazovanje celotne finančne strukture.

3. Ugotovitve analize dejavnikov

Obravnavali smo veliko različnih dejavnikov, vendar pa zelo težko ovrednotimo moč posameznega dejavnika. Med dejavniki, ki izvirajo iz podjetja, bi izpostavil donosnost in poslovno tveganje. Skupini Istrabenz in Petrol sta imeli v opazovanem obdobju v povprečju nižjo donosnost iz poslovanja od skupine OMV. Hkrati sta imeli višje poslovno tveganje. Oba dejavnika opravičujeta nižjo zadolženost pri slovenskih skupinah. Pri primerjavi med skupino Istrabenz in skupino Petrol težje podamo zaključke, saj so bile razlike v vrednostih posameznih kazalnikov majhne v primerjavi z odstopanjem skupine OMV. Med dejavniki gospodarskega okolja v Sloveniji bi izpostavil nižje davčne stopnje davka na dobiček, slabšo razvitost finančnega sistema, ponudbo javnih dolžniških vrednostnih papirjev in regulacijo države na področju cen naftnih derivatov. Pomembno vlogo so verjetno imeli tudi knjigovodski postopki pri je vrednotenju podjetij za potrebe lastninjenja in vključevanju inflacije. Ob upoštevanju vseh dejavnikov bi lahko rekli, da je razlika med zadolženostjo skupin Istrabenz in Petrol ne eni strani in skupino OMV na drugi strani upravičena.

VII. Sklep

Teoretična znanja še niso dala dokončnih odgovorov o optimalni strukturi kapitala. Razvoj Modigliani-Millerjeve prve teorije o nepomembnosti strukture kapitala za tržno vrednost podjetja nas je ob dodajanju nepopolnosti trga pripeljal do obstoja optimalne strukture kapitala. Vendar pa je moč posameznih nepopolnosti trga, kot so davki, stroški finančne stiske in asimetrija informacij, težko ovrednotiti. Kot nasprotje statičnem pogledu se je pojavila teorija vrstnega reda, ki strukturo kapitala obravnava kot posledico denarnih tokov podjetja in

zunanjega financiranja. Podjetje po tej teoriji izkorišča trenutne možnosti financiranja in ne cilja na neko optimalno strukturo kapitala.

Empirične raziskave so pokazale na možne povezave med strukturo kapitala in posameznimi opazovanimi dejavniki. Vendar pa zanesljivih odgovorov niso dale. Najbolj enotne so bile ugotovitve o negativni povezavi med zadolženostjo in poslovnim tveganjem. Med dejavniki okolja pa večja naklonjenost bančnim storitvam prinaša povprečno večjo zadolženost.

Primerjava zadolženosti Skupine Istrabenz, poslovne skupine Petrol in OMV Group je pokazala na višjo zadolženost pri slednjem. Vzrokov je več. Eden je dejavnost obravnavanih skupin. Skupini Istrabenz in Petrol delujeta predvsem na področju prodaje naftnih derivatov. Skupina OMV deluje na področju pridelave, predelave in prodaje naftnih derivatov, kar ji omogoča dosežati višje donosnosti in nižje poslovno tveganje.

Drugi pomembni dejavniki okolja v Sloveniji so še nižje podjetniške davčne stopnje, visoke obrestne mere, manjša razvitost trga vrednostih papirjev, velika ponudba državnih obveznic in knjigovodski postopki. Ob upoštevanju vseh dejavnikov ne moremo govoriti o prenizki zadolženosti Skupine Istrabenz in poslovne skupine Petrol. Ugotovitev bi lahko prenesli na večino slovenskih podjetij.

V prihodnosti je z vstopom Slovenije v Evropsko unijo pričakovati postopno izenačevanje gospodarskih razmer z zahodnimi državami. To bo omogočilo slovenskim podjetjem večje zadolževanje, ob pogoju da bodo povečala donosnost poslovanja.

VIII. Literatura

1. Bergant Živko: Kapitalska ustreznost podjetja. Economic and business review, Ljubljana, 2000, 2, str. 79-97.
2. Brealey Richard, Myers Stewart: Principles of corporate finance. Sixth edition. Boston: McGraw-Hill, 2000. 1093 str.
3. Brigham Eugene.F., Gapenski Louis.C., Daves Phillip R.: Intermediate Financial Management. Sixth edition. Orlando: Dryden Press, 1999. 1083 str.
4. Copeland Thomas, Weston Fred: Financial Theory and Corporate Policy. Second edition. Massachusetts: Addison-Wesley, 1983. 795 str.
5. Debelak Vanda: Zaščita kapitala. Revizor. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo, 2001, 11, str. 111-123.
6. Erickson Michael et al.: Struktura kapitala malih, srednjih in velikih podjetij v gospodarstvih v prehodu. Delovni zvezki. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996, 15, 11 str.
7. Esho Neil, Lam Yung, Sharpe Ian G.: Choice of Financing Source in International Debt Markets. Journal of Financial Intermediation. San Diego: Academic Press, 10 (2001), 3/4, str. 275-305.
8. Friedman Benjamin M.: Corporate Capital Structures in the United States. Chicago: The University of Chichago Press, 1985. 390 str.
9. Grinblatt Mark, Titman Sheridan: Financial Markets and Corporate Strategy. Boston: McGraw-Hill, 1998. 866 str.
10. Johnson S.A.: The Effect of Bank Debt on Optimal Capital Structure. Financial Management, 26 (1997), 3, str. 47-56.
11. Krajnović Edita K.: Analiza dejavnikov optimalne strukture kapitala. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 107 str., 16 prl.
12. Krajnović Edita K.: Dejavniki optimalne strukture kapitala podjetij v Sloveniji. Delovni zvezki. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996a, 8, 21 str.
13. Močnik Dijana: Soodvisnost specifičnosti premoženja podjetja in njegove zadolžitve z vidika teorije transakcijskih stroškov. Doktorska disertacija. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta Maribor, 1998. 151 str., 13 prl.
14. Mramor Dušan: Finančna politika podjetja: teoretični prikaz. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1991. 145 str.
15. Mramor Dušan: Potrebe in možnosti financiranja slovenskih podjetij. Revizor: Slovenski inštitut za revizijo, Ljubljana, 1998, 12, str. 66-74.
16. Ribnikar Ivan: Finančna in kapitalska struktura (podjetja). Bančni Vestnik, Ljubljana, september 2000, str. 54-56.
17. Ross Stephen A., Westerfield Randolph W., Jaffe Jeffrey: Corporate Finance. Fifth edition. Boston: McGraw-Hill, 1999. 868 str.
18. Verbič Tomaž: Nafta in delovanje sveta. Sobotna priloga. Delo, Ljubljana, 13. oktober, 2001, str. 28-29.

19. Veselinovič Draško: Financiranje podjetij na trgu kapitala. Revizor: Slovenski inštitut za revizijo, Ljubljana, 1998, 12, str. 75-86.

IX. Viri

1. Annual Report 2000. Wien: OMV, 2001. 92 str.
2. Bešter Janez: Prezvemi podjetij po privatizaciji. Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Central&Eastern European Privatization Network, 1999. 101 str.
3. Bilten banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, avgust 2001. 103 str.
4. Burkeljca Milojka: Svetovni trendi na področju energetskih virov. Delničar, Ljubljana, 2001, 55, str. 13.
5. Davčna politika. (URL: <http://evropa.gov.si/evropomocnik/question/654-170/>), Urad vlade za informiranje, 21.12.2001.
6. Energy Information Administration.
(URL: <ftp://ftp.eia.doe.gov/pub/energy/overview/frs/b08.xls>), EIA, 16.10.2001.
7. Five Year Summary (URL: <http://www.omv.com/mainframe.asp?I=1>), OMV, 14.9.2001.
8. International Financial Statistics. October 2001. Washington: International Monetary Fund, 2001, 10, 917 str.
9. Letna poročila Istrabenza. (URL: <http://www.istrabenz/delnice.html>), Istrabenz, 14.9.2001.
10. Letno poročilo 2000. Koper: Istrabenz, 2001. 108 str.
11. Letno poročilo 2000. Ljubljana: Petrol, 2001. 127 str.
12. Simoneti Marko, Jamnik Borut: Investicije in financiranje podjetij. Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Central&Eastern European Privatization Network, 2000. 87 str.
13. Slovensko ekonomsko ogledalo. Letna številka 2000. Ekonomska gibanja in politika. Ljubljana: Umar, 2001, 12, 16 str.

Vsebina priloge

1. Primer Modigliani-Millerjeve arbitraže za pojasnitev nepomembnosti strukture kapitala
2. Delovanje davčnega štita
3. Osnovne davčne stopnje davka na dobiček gospodarskih družb v Evropi
4. Povprečna zadolženost podjetij v izbranih državah
5. Donosnost naftnih podjetij v ZDA
6. Predvideni viri financiranja rasti slovenskih podjetij
7. Finančni izkazi OMV Group, poslovne skupine Petrol in Skupine Istrabenz

Priloga

1. Primer Modigliani-Millerjeve arbitraže za pojasnitev nepomembnosti strukture kapitala

Legenda: Kz - vrednost lastniškega kapitala zadolženega podjetja
Dz - vrednost dolžniškega kapitala zadolženega podjetja
Vz - vrednost celotnega kapitala oziroma celotnega zadolženega podjetja
 $Vz = Kz + Dz$
Kn - vrednost lastniškega kapitala nezadolženega podjetja oziroma vrednost celotnega nezadolženega podjetja - Vn

A možnost: Investiramo v 1 % navadni delnic podjetja, ki uporablja tudi dolžniški kapital:

investicija $0,1Kz = 0,1 (Vz - Dz)$
donos investicije $0,1 (dobiček - obresti)$

B možnost: Izposodimo si denar, nato pa ga investiramo v 1 % navadnih delnice nezadolženega podjetja:

investicija $0,1Kn = 0,1 Vn$
donos investicije $0,1 \text{ dobiček}$
donos po plačilu obresti za posojilo
 $(0,1 \text{ dobiček} - 0,1 \text{ obresti}) = 0,1 (dobiček - obresti)$

Dokler si posamezni investitor lahko izposoja sredstva pod enakimi pogoji kot podjetja, je vrednost zadolženega podjetja enaka vrednosti nezadolženega podjetja.

Vir: Brealey, 2000, str. 476.

2. Delovanje davčnega ščita

Tabela 1: Primerjava delovanja davčnega ščita za nezadolženo in zadolženo podjetje v denarnih enotah

	Nezadolženo podjetje	Zadolženo podjetje
Dobiček pred davki in obresti	1000	1000
Plačane obresti	0	80
Dobiček pred davki	1000	920
Davki (35%)	350	322
Čisti dobiček	650	598
Skupaj donos lastniškim in dolžniškim vlagateljem	$0+650 = 650$	$80+598 = 678$

Vir: Brealey, 2000, str. 501.

3. Osnovne davčne stopnje davka na dobiček gospodarskih družb v Evropi

Tabela 2: Davčne stopnje davka na dobiček v Sloveniji in državah EU

Država	Davčna stopnja v %
Slovenija	25
Avstrija	34
Belgija	40,17
Danska	34
Finska	28
Francija	33,33
Grčija	35*
Irska	28**
Italija	37
Luxemburg	30
Nemčija	45
Nizozemska	35
Portugalska	34
Španija	35
Švedska	28
Velika Britanija	31

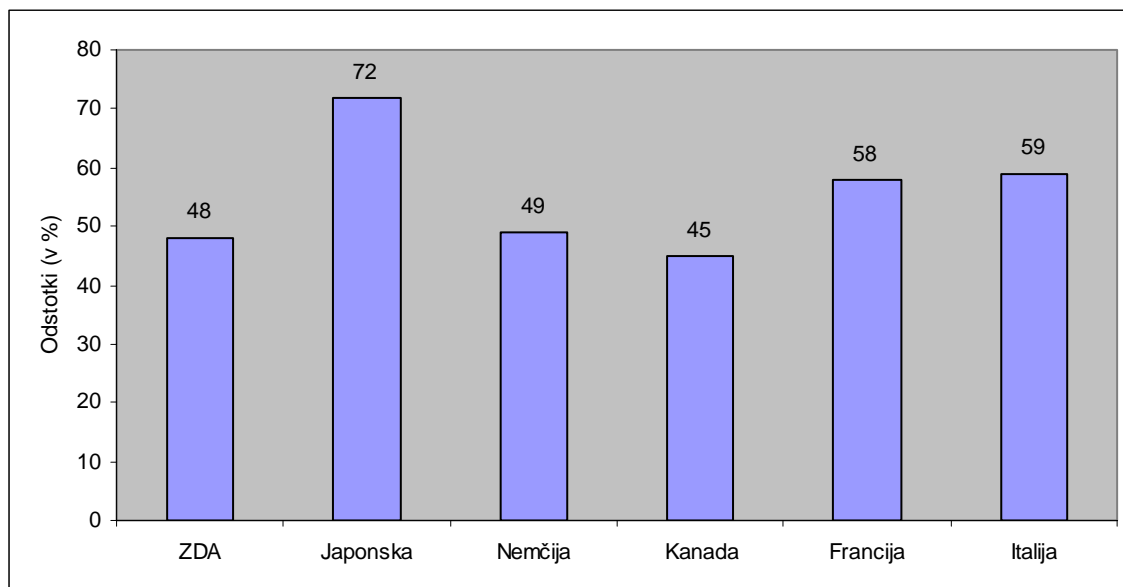
*40% za delniške družbe, ki ne kotirajo na borzi, banke in tuje družbe.

** Dobiček nad 50 000 irskih funtov je obdavčen z 36% davkom.

Vir: Davčna politika, 2001.

4. Povprečna zadolženost podjetij v izbranih državah

Slika 1: Povprečna zadolženost nefinančnih podjetij v izbranih državah izražena v odstotkih od vseh virov financiranja



Zadolženost na sliki 1 je prikazana kot delež kratkoročnih in dolgoročnih dolžniških obveznosti v vseh virih financiranja, glede na računovodske podatke nefinančnih podjetij za leto 1995.

Vir: Ross, 1999, str. 417.

5. Donosnost naftnih podjetij v ZDA

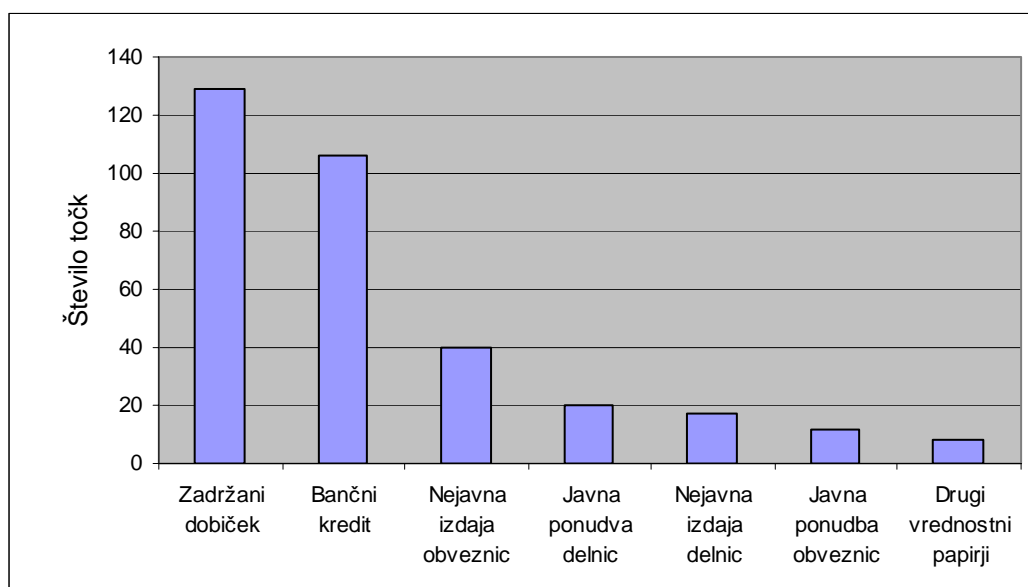
Tabela 3: Donosnost na investirana sredstva pri naftnih podjetjih v ZDA izraženo v odstotkih

Dejavnost	1998	1999
Pridobivanje nafte in plina	7,6	0,5
Rafinerija in trgovina	6,5	7,9
Plinovodi, naftovodi	6,4	4,4
Skupaj	7,0	3,8

Vir: Energy Information Asociation, 2001.

6. Predvideni viri financiranja rasti slovenskih podjetij

Slika 2: Rezultati ankete predvidenih virov financiranja pri slovenskih podjetjih



Anketirana podjetja so vsako vrsto financiranja ovrednotila z točkami od 5 do 0 glede na pomembnost pri bodočem financiranju rasti podjetja.

Vir: Simoneti, 2000, str. 28-29.

7. Finančni izkazi OMV Group, poslovne skupine Petrol in Skupine Istrabenz

Tabela 4: Konsolidirani finančni izkazi OMV Group

Leto	1996	1997	1998	1999	2000
V mio. EUR					
SREDSTVA	4.573	4.994	4.814	5.278	5.834
Stalna sredstva	2.815	3.082	3.240	3.624	3.929
Neopredmetena sredstva	89	87	98	126	116
Opredmetena sredstva	2.366	2.599	2.488	2.782	2.946
Finančne naložbe	360	396	654	716	867
Gibljava sedstva	1.739	1.702	1.371	1.495	1.705
Zaloge	462	451	353	387	423
Kratkoročne terjatve	909	848	699	880	1.112
Denar in ekvalenti	368	403	319	228	171
Drugo	19	210	203	159	200
OBVEZNOSTI DO VIROV	4.573	4.994	4.814	5.278	5.834
Kapital	1335	1.459	1.549	1.715	1.968
Osnovni kapital	196	196	196	196	196
Vplačani presežek kapitala	418	418	418	418	418
Zadržani dobički	655	768	851	1.013	1.209
Odkupljene delnice	-	-	-	-	6
Manjšinski kapital	21	22	23	23	23
Drugo	45	55	61	65	116
Rezervacije	1.113	1.209	1.117	1.070	1.120
Obveznosti	1.804	1.581	1.827	2.183	2.412
Obveznosti do bank	750	468	571	830	731
Naplačani računi	544	491	393	541	688
Druge obveznosti	750	468	863	812	993
Drugo	321	745	321	310	334
ISKAZ USPEHA					
Prihodki od poslovanja	5.688	6.034	4.720	5.179	7.455
Dobiček pred obrestmi in davki	212	419	220	285	491
Celotni dobiček	216	389	223	278	453
Davek na dobiček	-72	-97	-48	-84	-130
Čisti dobiček	144	165	169	194	323

Vir: Five Year Summary, OMV, 2001.

Tabela 5: Konsolidirani finančni izkazi poslovne skupine Petrol

Leto	1996	1997	1998	1999	2000
V mrd. SIT					
SREDSTVA	87.009	91.933	94.176	113.118	121.902
Stalna sredstva	50.303	56.458	62.494	73.391	71.576
Neopredmetena dolgoročna sredstva	274	291	380	399	1.385
Opredmetena osnovna sredstva	44.126	50.054	55.140	62.835	63.876
Dolgoročne finančne naložbe	5.903	5.971	6.309	9.438	5.698
Popravek kapitala	–	141	665	720	618
Gibljava sedstva	36.706	35.475	31.682	39.727	50.326
Zaloge	7.151	9.332	5.726	11.561	10.636
Dolgoročne terjatve iz poslovanja	1.564	787	227	84	46
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	13.688	14.049	15.546	19.255	28.516
Kratkoročne finančne naložbe	9.747	6.990	5.646	2.889	4.503
Denarna sredstva	4.532	3.972	4.120	5.509	6.215
Aktivne časovne razmejitve	24	345	415	428	409
OBVEZNOSTI DO VIROV	87.009	91.933	94.177	113.119	121.902
Kapital	39.199	43.227	47.344	52.556	56.599
Kapital večinskih lastnikov	38.899	43.438	47.965	52.417	56.633
Kapital manjšinskih lastnikov	300	-211	-620	138	-33
Dolgoročne rezervacije	14.081	14.142	13.784	11.885	10.675
Dolgoročne obveznosti financiranja	7.710	3.339	3.697	6.949	5.392
Dolgoročne obveznosti poslovanja	58	10	9	9.	10
Kratkoročne obveznosti financiranja	3.555	8.568	4.726	9.752	6.145
Kratkoročne obveznosti poslovanja	20.838	20.956	22.651	29.214	41.718
Pasivne časovne razmejitve	1.568	1.691	1.966	2.753	1.363
ISKAZ USPEHA					
Prihodki od poslovanja	110.708	153.349	117.123	168.028	264.515
Dobiček iz poslovanja	950	3.909	2.179	1.626	2.541
Celotni dobiček/izguba	1.921	3.004	2.837	1.021	832
Davki iz dobička	-356	-593	-311	-56	-208
Čisti dobiček/izguba poslovnega leta	1.565	2.411	2.526	965	624

Vir: Letno poročilo 2000, Petrol, str. 115-116.

Tabela 6: Konsolidirani finančni izkazi Skupine Istrabenz

Leto	1998	1999	2000
V mrd. SIT			
SREDSTVA	61.245	76.160	90.095
Stalna sredstva	45.221	51.710	61.940
Neopredmetena sredstva	1.769	2.846	3.442
Opredmetena sredstva	38.482	44.875	52.674
Finančne naložbe	4.970	3.989	5.823
Gibljava sredstva	16.024	24.450	28.155
Zaloge	3.621	6.884	7.785
Dolgoročne terjatve iz poslovanja	37	0	25
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	6.984	10.285	15.299
Kratkoročne finančne naložbe	3.341	5.941	3.252
Denarna sredstva	1.998	1.263	1.717
Aktivne časovne razmejitev	42	75	75
OBVEZNOSTI DO VIROV	61.245	76.160	90.095
Kapital	31.975	34.085	37.086
Dolgoročne rezervacije	1.937	2.062	2.275
Dolgoročne obveznosti financiranja	12.981	13.559	16.346
Dolgoročne obveznosti poslovanja	8	17	1.216
Kratkoročne obveznosti financiranja	4.609	12.398	14.555
Kratkoročne obveznosti poslovanja	9.457	13.701	17.803
Pasivne časovne razmejitev	277	338	814
ISKAZ USPEHA			
Prihodki od poslovanja	44.914	68.653	122.942
Dobiček iz poslovanja	3.066	393	-932
Celotni dobiček/izguba	1.999	208	-528
Davki iz dobička	-146	-51	-130
Čisti dobiček/izguba poslovnega leta	1.853	157	-658

Vir: Letna poročila Istrabenza, Istrabenz, 2001.

Slovarček slovenskih prevodov tujih izrazov

Control approach	- Finančne institucije imajo preko lastniškega deleža vpogled v delovanje podjetja kar omogoča nadzor nad posojili, ki jih dajejo podjetju.
Moral hazard	- Moralno tveganje.
Trade-Off model	- Model določanja optimalne strukture kapitala z upoštevanjem ugodnosti in neugodnosti zadolževanja.
The peacking order theory	- Teorija vrstnega reda.
The stakeholder theory	- Teorija vpliva ostalih udeleženih v delovanje podjetja na strukturo kapitala.