

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**STRUKTURA KAPITALA V SLOVENSКИH
PODJETJIH**

Ljubljana, marec 2006

MARJETA KRŽIČ

IZJAVA

Študentka MARJETA KRŽIČ izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, napisanega pod mentorstvom mag. ALEŠA BERKA, in dovolim objavo diplomskega dela na spletnih straneh fakultete.

V Ljubljani, 30. 3. 2006

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
2. TEORIJE STRUKTURE KAPITALA	2
2.1. PRVA RAZMIŠLJANJA O STRUKTURI KAPITALA.....	2
2.2. TEORIJA IZKLJUČEVANJA	4
2.2.1. Modigliani-Millerjev model.....	4
2.2.2. Modigliani-Millerjev model s podjetniškimi davki.....	5
2.2.3. Millerjev model z osebnimi davki.....	6
2.2.4. Stroški finančne stiske.....	8
2.2.5. Stroški agentov	10
2.3. TEORIJA VRSTNEGA REDA.....	12
2.3.1. Asimetričnost informacij in teorija signaliziranja	12
2.3.2. Razvoj teorije vrstnega reda	14
2.4. GLAVNE RAZLIKE MED TEORIJO IZKLJUČEVANJA IN TEORIJO VRSTNEGA REDA.....	16
2.5. POSKUSI ZDRUŽITVE TEORIJE IZKLJUČEVANJA IN TEORIJE VRSTNEGA REDA.....	17
2.6. NOVEJŠI POGLEDI NA TEORIJO STRUKTURE KAPITALA.....	18
3. STRUKTURA KAPITALA V SLOVENSКИH PODJETJIH.....	22
3.1. CILJI MENEDŽERJEV V SLOVENSКИH PODJETJIH.....	22
3.2. PRIVLAČNOST RAZLIČNIH VIROV FINANCIRANJA ZA SLOVENSKA PODJETJA	26
3.2.1. Zakaj so slovenska podjetja nizko zadolžena?	27
3.3. STRUKTURA KAPITALA PO INDUSTRIJSКИH PANOGAH.....	29
3.4. PRIMERJAVA SLOVENSКИH PODJETIJ S PODJETJI IZ DRUGIH DRŽA V EU GLEDE STRUKTURE KAPITALA	30
3.5. DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA STRUKTURO KAPITALA.....	31
3.6. PRIMERJAVA RAZISKAV, KI SO PREUČEVALE DEJAVNIKE, KI VPLIVAJO NA STRUKTURO KAPITALA PODJETIJ V SLOVENIJI.....	33
4. SKLEP.....	36
LITERATURA	38

1. UVOD

Odločitev o strukturi kapitala je ena od ključnih odločitev v vsakem podjetju. Vsak vir financiranja ima svojo ceno (dejansko in oportunitetno) in naloga finančnika je financirati podjetje tako, da bodo skupni stroški kapitala najnižji in bo podjetje doseglo zastavljeni cilj poslovanja. V razviti tržni ekonomiji podjetja zasledujejo cilj maksimiranja premoženja za lastnike. Vendar ni nujno, da to velja za vsako posamezno podjetje.

Literatura s področja strukture kapitala je obsežna. Obstaja mnogo teoretičnih razlag, ki pojasnjujejo, kako je mogoče s spreminjanjem virov financiranja vplivati na vrednost lastniškega kapitala podjetja. Teoretičnim izhodiščem so sledile številne empirične raziskave, ki pa niso ponudile konkretnih rešitev, zato se zdi, da vprašanje strukture ostaja še naprej uganka. Tema ostaja torej še naprej aktualna.

Namen diplomskega dela je predstaviti obe ključni smeri, v katerih se je razvijala teorija strukture kapitala, tj. teorijo izključevanja in teorijo vrstnega reda, prikazati ključne dejavnike, ki vplivajo na strukturo kapitala podjetij v Sloveniji, in se opredeliti, po kateri od dveh glavnih teorij se ravna vodilni menedžerji slovenskih podjetij, ter pojasniti vzroke za to.

Diplomsko delo sestoji iz dveh razdelkov. V prvem razdelku so najprej na kratko predstavljene značilnosti tradicionalne teorije strukture kapitala, nato pa podrobneje obe »konkurenčni teoriji«. Prelomna Modigliani-Millerjeva teorija iz leta 1958 navaja, da struktura kapitala ne vpliva na tržno vrednost podjetja in da optimalne strukture kapitala ni. Ta teorija je temeljila na veliko nestvarnih predpostavkah, ki so se v razvoju teorije izključevanja postopoma opuščale. Leta 1963 je bilo teoretično izhodišče nadgrajeno s podjetniškimi davki. Sledilo je vključevanje drugih nepopolnosti trga: osebnih davkov, stroškov finančne stiske in stroškov agentov. Obenem se je razvijala konceptualno popolnoma drugačna teorija, dinamična teorija vrstnega reda, ki temelji na asimetričnosti informacij in minimiziranju transakcijskih stroškov in utemeljuje, da so stroški najmanjši, če se podjetje financira z notranjimi viri, nato z dolgom, zadnji izhod pa je izdaja lastniških vrednostnih papirjev. Po tej teoriji podjetje ne sledi optimalni strukturi kapitala, ker je lastniški kapital razdeljen na notranji in zunanji ter je eden na začetku, drugi pa na koncu vrstnega reda financiranja. Na koncu tega razdelka so predstavljena še nekatera novejša razmišljanja o strukturi kapitala.

Drugi razdelek se osredinja na stanje v Sloveniji. Na podlagi raziskav, opravljenih v zvezi s strukturo kapitala, so predstavljeni cilji, za katere si prizadevajo menedžerji slovenskih podjetij, in viri financiranja, ki so za vodilne menedžerje najprivlačnejši. Pojasnjeno je, zakaj so slovenska podjetja sorazmerno nizko zadolžena. Prikazana je primerjava strukture kapitala po panogah in primerjava slovenskih podjetij z drugimi državami Evropske unije. Jedro tega

razdelka je povzetek empiričnih analiz dejavnikov, ki vplivajo na strukturo kapitala v največjih slovenskih podjetjih, ki kotirajo na Ljubljanski borzi, in primerjava raziskav iz različnih časovnih obdobj ter opredelitev teorije, ki ji sledijo podjetja v Sloveniji.

2. TEORIJE STRUKTURE KAPITALA

S strukturo kapitala razumemo razmerje med tržno vrednostjo izdanih dolžniških (D) in lastniških vrednostnih papirjev (E). Predpostavlja se torej, da je tržna vrednost podjetja (V) enaka:

$$V = D + E \quad (1)$$

S pojmom struktura kapitala označujemo le dolgoročne vire (dolgoročni lastniški in dolžniški kapital) v pasivi bilance stanja. V nasprotju s finančno strukturo pojem struktura kapitala ne upošteva kratkoročnih virov financiranja. Pri določanju se navadno upoštevajo tržne vrednosti; če te niso znane, se pri praktičnih izračunih upošteva knjižna vrednost.¹

Z razlago posameznih smeri razvoja teorij strukture kapitala predstavljam v nadaljevanju bistvene dejavnike, ki vplivajo na odločitve o strukturi kapitala.

2.1. PRVA RAZMIŠLJANJA O STRUKTURI KAPITALA

Prve zametke je mogoče opredeliti s skupnim imenom tradicionalna razlaga strukture kapitala. Njeni avtorji sklepajo, da optimalna struktura kapitala obstaja in je torej mogoče maksimirati vrednost podjetja z izbiro ustreznega deleža dolžniškega kapitala v strukturi kapitala.

Obstoj optimalne strukture kapitala razlagajo s tveganjem in povprečnimi stroški. Obstajata dve vrsti tveganja: poslovno (ang. *business risk*)² in finančno tveganje (ang. *financial risk*).³ Imetniki lastniških vrednostnih papirjev prevzemajo poleg poslovnega tveganja tudi finančno tveganje. Imetniki dolžniških vrednostnih papirjev pa prevzemajo predvsem finančno tveganje, zato je zahtevana stopnja donosa imetnikov lastniških vrednostnih papirjev višja od zahtevane stopnje donosa dolžniških vrednostnih papirjev.

¹ V splošnem podjetja strukturo kapitala spreminjajo z naslednjimi kriteriji (Mramor, 1991, str. 68):

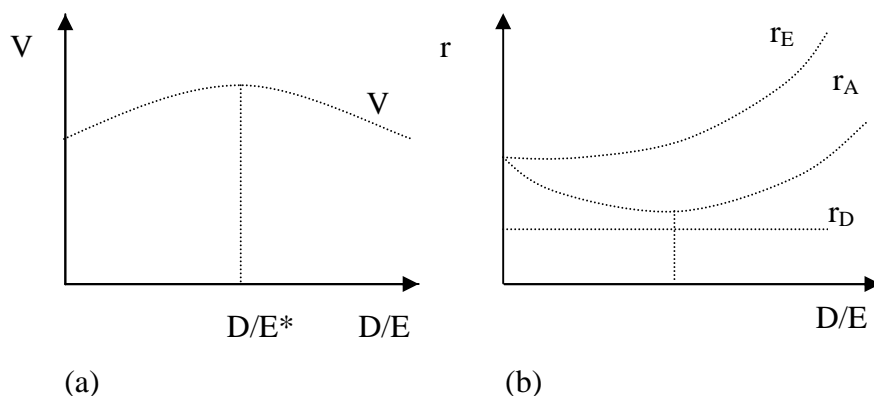
- neposredno zamenjajo lastniške vrednostne papirje z dolžniškimi in obratno,
- izdajajo nove lastniške vrednostne papirje in z dobljenim denarjem odkupijo ustrezen del dolžniških vrednostnih papirjev,
- izdajajo nove dolžniške vrednostne papirje in hkrati odkupijo ustrezen del lastniških vrednostnih papirjev.

2 Poslovno tveganje je tveganje v podjetju, ki v svoji strukturi kapitala ne uporablja dolga; izvira iz naložb podjetja in nepredvidljivosti prihodnjih donosov.

3 Finančno tveganje je dodatno tveganje, ki je posledica financiranja podjetja z dolžniškim kapitalom.

Tradicionalisti so razdelili delež dolžniškega kapitala v strukturi kapitala na dva dela, nizki in visoki delež. Za vsakega od njiju so predvideli drugačen vpliv povečanja deleža dolga na zahtevano donosnost kapitala. Predpostavili so, da zahtevana stopnja donosa kapitala ob manjši zadolženosti podjetja ne narašča oziroma narašča počasneje, ob večji zadolženosti pa vedno hitreje (Donaldson, 1961). Iz tega sledi, da se pri majhnem deležu dolžniškega kapitala z večanjem deleža cenejšega dolžniškega kapitala v strukturi kapitala tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC)⁴ znižuje, posledično pa se povečuje tržna vrednost podjetja. Pri velikem deležu dolžniškega kapitala v strukturi kapitala se z naraščanjem tega deleža povečuje zahtevana donosnost lastniškega kapitala, kar pomeni naraščanje povprečnih stroškov kapitala in znižanje vrednosti podjetja. Hkrati se seveda povečuje tudi zahtevana donosnost za dolg, ker je ta bolj tvegan. Vpliv stroškov lastniškega kapitala na povečanje skupnih stroškov kapitala postane večji, kot je vpliv dodatnega sorazmerno cenejšega dolga na znižanje skupnih stroškov kapitala. V točki, kjer lastniki podjetja ocenjujejo dodatno pričakovano donosnost zaradi dodatnega cenejšega dolžniškega kapitala samo še kot nadomestilo za dodatno tveganje, dosega podjetje optimalno strukturo kapitala. V tej točki so povprečni stroški kapitala najnižji, vrednost podjetja pa največja (Mramor, 1991, str. 69–72).

Slika 1: Tradicionalna razlaga vpliva strukture kapitala na tržno vrednost podjetja (a) in zahtevano donosnost posameznih vrednostnih papirjev in celotnega podjetja (b)



Legenda:

D/E – razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom podjetja

V – vrednost podjetja

r_D – strošek dolgoročnega dolga

r_E – strošek lastniškega kapitala

r_A – povprečni strošek kapitala podjetja

Vir: Mramor, 1991, str. 72, 82.

4 Povprečni strošek kapitala (ang. WACC – Weighted Average Cost of Capital) pomeni tehtano povprečje stroškov posameznih vrst kapitala. V ravnovesju je strošek kapitala enak zahtevani stopnji donosa kapitala. Na zahtevano donosnost gledamo z vidika povpraševalca po vrednostnih papirjih, pri strošku kapitala pa z vidika podjetja ponudnika vrednostnih papirjev.

Logiko tradicionalne teorije prikazuje Slika 1 (na str. 3). Vidimo, da je vrednost podjetja največja, ko podjetje doseže določeno strukturo kapitala (D/E^*), ki je tradicionalisti niso znali določiti in so njeno oceno prepuščali subjektivni oceni trga ali ponudnikov kapitala.

Tradicionalna teorija strukture kapitala velja danes za neustrezno. Njena glavna zmeta je, da predpostavlja neracionalno obnašanje finančnih investorjev. Ti po tradicionalni razlagi ob nizkem deležu dolžniškega kapitala ne zaznavajo finančnega tveganja. Na to sta prva opozorila Modigliani in Miller (1958).

2.2. TEORIJA IZKLJUČEVANJA

2.2.1. Modigliani-Millerjev model

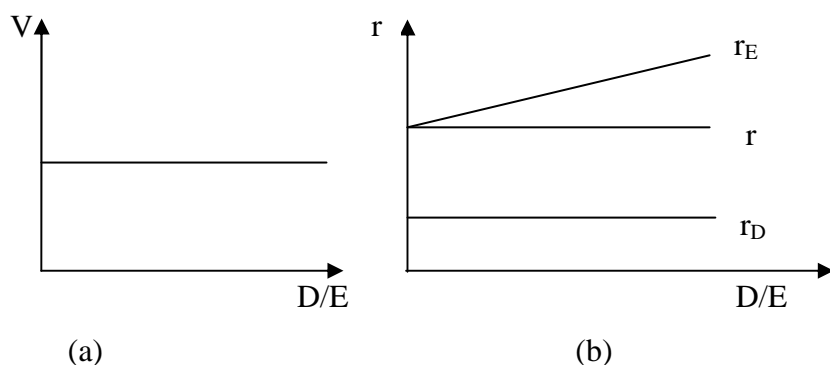
Začetek moderne teorije strukture kapitala sega v leto 1958, ko sta **Modigliani** in **Miller** (1958)⁵ (v nadaljevanju MM) objavila članek »The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment«, ki še danes velja za najvplivnejši finančni članek vseh časov. MM-model temelji na predpostavkah, da obstajajo popolni trgi kapitala, kjer se lahko podjetja in posamezniki neomejeno zadolžujejo ob enaki obrestni meri, celotni dolg podjetja ali posameznikov pa je netvegan, da ni davkov in transakcijskih stroškov, da se posamezniki lahko zadolžujejo po enakih obrestnih merah kot podjetja, da imajo investitorji o podjetju enake informacije kot menedžment podjetja in da vsi projekti podjetja trajajo v neskončnost.

MM sta z arbitražnim postopkom dokazala, da ob zgornjih predpostavkah izbrano razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom ne vpliva na vrednost podjetja, iz česar sledi, da optimalna struktura v podjetju ne obstaja. Podjetje svoje vrednosti ne more spreminjati s finančnimi odločitvami, temveč samo z investicijskimi. To je ponazorjeno na Sliki 2 (a) z vodoravno premico V^{MM} .

Slika 2 (b) (na str. 5) prikazuje linearno naraščajočo krivuljo stroškov lastniškega kapitala (r_E). S povečevanjem deleža dolžniškega kapitala v strukturi kapitala se povečuje finančno tveganje imetnikov lastniških vrednostnih papirjev in s tem tudi zahtevana donosnost lastniških vrednostnih papirjev oziroma se z vidika podjetja povečujejo stroški lastniškega kapitala (r_E). Ker je dolg netvegan, je obrestna mera za dolžniško financiranje konstantna. Večji delež cenejšega dolžniškega kapitala na račun zmanjševanja lastniškega kapitala v strukturi kapitala ravno nadomesti dražji lastniški kapital, ki raste zaradi finančnega tveganja. Skupni vpliv lastniškega in dolžniškega kapitala na povprečni strošek kapitala ostaja nespremenjen ne glede na zadolženost.

⁵ Franco Modigliani in Merton H. Miller sta za svoje zasluge na področju ekonomije prejela Nobelovo nagrado: Modigliani leta 1985, Miller pa si je leta 1990 nagrado delil s Harryjem Markowitzem in Williamom Sharpom.

Slika 2: Modigliani-Millerjeva razlaga vpliva zadolženosti na tržno vrednost podjetja (a) in stroške kapitala (b)



Legenda:

r_E – strošek lastniškega kapitala

r_D – strošek dolžniškega kapitala

r_A – povprečni strošek kapitala (WACC)

Vir: Mramor, 1991, str. 81.

Kljub temu da so mnoge predpostavke MM-modela nestvarne in sta jih nekatere opustila že avtorja sama v popravku, opuščali pa so jih tudi raziskovalci za njima, da bi razvili stvarnejšo teorijo strukture kapitala, so zasluge MM izjemno pomembne. Opredelila sta pogoje, v katerih struktura kapitala ne vpliva na vrednost podjetja, in začela znanstveno raziskovanje strukture kapitala.

2.2.2. Modigliani-Millerjev model s podjetniškimi davki

Leta 1963 sta **Modigliani** in **Miller** popravila prvotni model z vključitvijo davkov na dobiček podjetij (podjetniških davkov). S tem sta zavrnila predpostavko o popolnosti trga in prišla do popolnoma nasprotnih ugotovitev kot v prvem modelu.

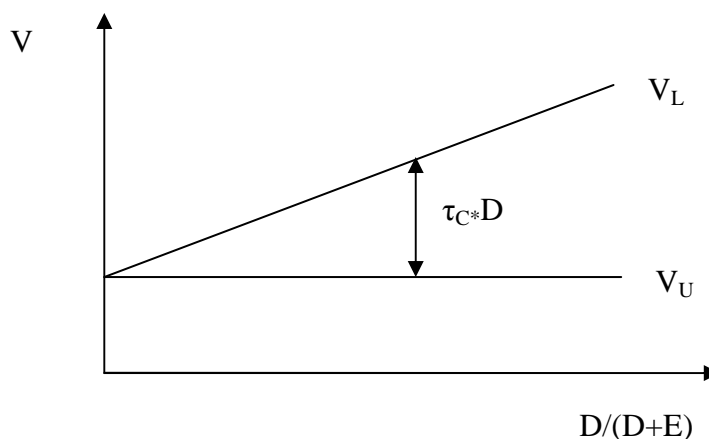
Ugotovila sta, da se vrednost podjetja s povečevanjem dolžniškega kapitala v strukturi kapitala povečuje. Na to vpliva predvsem davčni ščit (ang. *tax shield*), ki izhaja iz dejstva, da so obresti odbitna postavka pri ugotavljanju davčne osnove za plačilo davka na dobiček. Večji delež dolga v strukturi kapitala zmanjšuje davek na dobiček in povečuje dobiček podjetja po plačilu davkov, kar povečuje donosnost lastniškega kapitala. Hkrati velja, da se donos lastniških vrednostnih papirjev poveča bolj, kot to zaradi večjega tveganja zahtevajo imetniki lastniških vrednostnih papirjev (Mramor, 1991, str. 91).

Vrednost podjetja, ki se financira z dolžniškim kapitalom (V_L), je ob predpostavki podjetniških davkov enaka vrednosti podjetja, ki se financira samo z lastniškim kapitalom (V_U), povečani za vrednost davčnega ščita ($\tau_C D$), kjer je τ_C davčna stopnja na dobiček podjetja:

$$V_L = V_U + \tau_C D \quad (2)$$

Financiranje z dolgom povečuje vrednost podjetja. Največja vrednost podjetja je dosežena, ko podjetje uporablja stodontni dolžniški kapital v strukturi podjetja. To je hkrati optimalna struktura kapitala v podjetju. Tak sklep je pretiran in nerealen in ga empirične raziskave niso potrdile (Berens, Cuny, 1995, str. 1186).

Slika 3: Vpliv strukture kapitala na tržno vrednost, če obstajajo podjetniški davki



Legenda:

$D/(D+E)$ – delež dolžniškega kapitala v celotni strukturi kapitala podjetja

V_U – vrednost podjetja, ki se financira samo z lastniškimi vrednostnimi papirji

V_L – vrednost podjetja, ki se financira tudi z dolžniškimi vrednostnimi papirji

τ_C – davčna stopnja podjetniškega davka

Vir: Mramor, 1991, str. 93.

2.2.3. Millerjev model z osebni davki

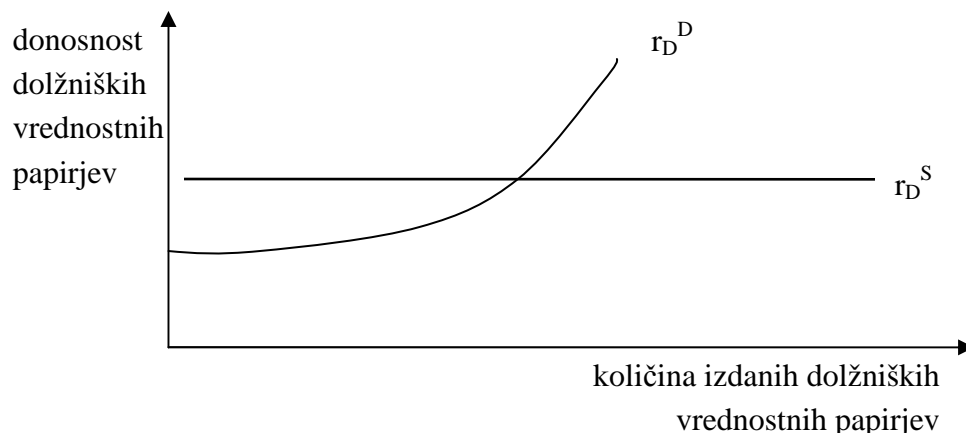
Miller (1977) je poleg podjetniških davkov v model vključil novo nepopolnost trga, in sicer osebne davke. Prišel je do enakih sklepov, kot sta jih z Modiglianijem ugotovila že leta 1958, in sicer da struktura kapitala ne vpliva na vrednost podjetja.

Poznamo dve vrsti osebnih davkov. Imetniki lastniških vrednostnih papirjev plačujejo davek na dividende in davek na kapitalski dobiček, imetniki dolžniških vrednostnih papirjev pa davek na obresti. Miller je predpostavljal, da je osebna davčna stopnja na donos dolžniških vrednostnih papirjev višja od osebne davčne stopnje na donos lastniških vrednostnih papirjev ($\tau_{PD} > \tau_{PE}$).⁶ Zaradi te razlike mora podjetje investitorjem ponuditi ustrezno višjo donosnost dolžniških vrednostnih papirjev pred davki in s tem nadomestiti oportunitetno osebno davčno izgubo. Posledica tega je, da z naraščanjem deleža dolžniškega kapitala v strukturi kapitala

⁶ Do tega pride zaradi višje obdavčenosti kapitalskih dobičkov, torej je skupaj obdavčenje višje (Brigham, 2004).

vrednost podjetja ne naraste za $\tau_C D$, temveč za manj, ker je zahtevana donosnost dolžniškega kapitala višja, kot če bi veljala enakost $\tau_{PD} D = \tau_{PE} D$.

Slika 4: Ponudba in povpraševanje po dolžniških vrednostnih papirjih ob upoštevanju podjetniških in osebnih davkov



Legenda:

r_0 – obrestna mera dolžniških vrednostnih papirjev, ki niso obdavčeni z osebnim davkom

τ_C – davčna stopnja na dobiček podjetij

r_D^D – povpraševanje po dolžniških vrednostnih papirjih podjetij

r_D^S – ponudba dolžniških vrednostnih papirjev podjetij

Vir: Miller, 1977, str. 269.

Slika 4 prikazuje gibanje krivulj povpraševanja in ponudbe dolžniških vrednostnih papirjev. Pri predpostavki, da je osebna davčna stopnja na donos lastniških vrednostnih papirjev nič ($\tau_{PE} = 0$), se ravnovesje na trgu dolžniških vrednostnih papirjev oblikuje v presečišču naraščajoče krivulje povpraševanja r_D^D in vodoravne krivulje ponudbe r_D^S . Podjetja ponujajo dolžniške vrednostne papirje donosnosti $r_0/(1 - \tau_C)$, kjer je mejna vrednost davčnega ščita od obresti enaka nič. Krivulja povpraševanja je zaradi progresivne osebne davčne stopnje na donos dolžniških vrednostnih papirjev naraščajoča. Položni del te krivulje predstavlja povpraševanje finančnih investitorjev, ki imajo $\tau_{PD} D = 0$ in zahtevano donosnost r_0 (dobrodelne ustanove, univerze ipd.). Naraščajoči del te krivulje pa predstavlja finančne investitorje iz višjih davčnih razredov ($\tau_{PD} D > 0$), ki bodo kupili dolžniške vrednostne papirje le, če se bo njihova donosnost po plačilu osebnih davkov izenačila z najmanjšo zahtevano donosnostjo finančnih investitorjev, ki osebnih davkov na donos vrednostnih papirjev niso zavezani plačati.

Millerjev je sklepal, da obstaja optimalno razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom za sektor kot celoto in ne za posamezno podjetje. Empirične raziskave Millerjeve teorije niso potrdile. Najbolj je bila kritizirana predpostavka, da podjetja plačujejo davek na dobiček po enotni davčni stopnji. **DeAngelo** in **Masulis** (1980) sta pozneje ob predpostavki, da se dejanske davčne stopnje med podjetji razlikujejo, pokazala, da optimalna struktura kapitala obstaja tako za posamezno podjetje kot za podjetniški sektor kot celoto. Davčna osnova se

lahko zmanjša zaradi novih investicij, oblikovanja investicijskih rezerv, pokrivanja izgub iz preteklih let, zaposlovanja novih delavcev. Posredno so podjetniški davki manjši zaradi amortizacije, izdatkov za promocijo, stroškov za raziskave in razvoj itd. Vsi ti elementi zmanjšujejo vrednost davčnega ščita.

2.2.4. Stroški finančne stiske

Ena od tržnih nepopolnosti, ki zmanjšujejo vrednost podjetja in ki v prejšnjih teorijah ni bila upoštevana, so stroški finančne stiske. Finančna stiska nastopi, ko ima podjetje težave s plačevanjem svojih pogodbenih obveznosti. Če postane podjetje nesolventno, lahko imetniki dolžniških vrednostnih papirjev zahtevajo, da gre podjetje v stečaj oziroma prisilno poravnavo. Sredstva podjetja se tako pravno prenesejo od delničarjev na posojilodajalce podjetja. Osnovna razlika med lastniki podjetja in posojilodajalci je, da so posojilodajalci pogodbeno upravičeni do plačila glavnice in obresti, lastniki podjetja (navadni delničarji) pa do plačila dividend ne. Bolj ko je podjetje zadolženo, več mora plačevati stalnih pogodbenih obveznosti, večja je verjetnost, da bo zmanjšanje dobička vodilo do nastopa finančne stiske, in višji so pričakovani stroški finančne stiske. Pričakovani stroški finančne stiske zmanjšujejo vrednost podjetja in povečujejo stroške kapitala podjetja (Altman, 1984, str. 1067-1089).

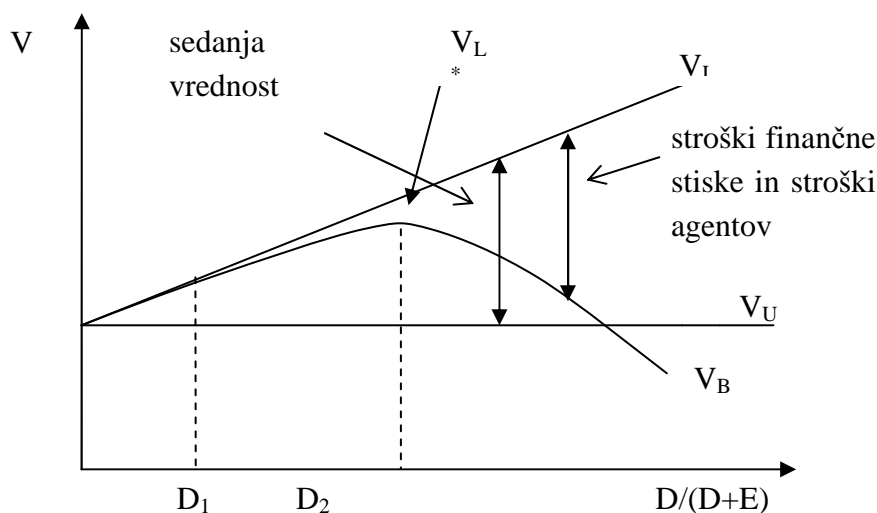
Poznamo dve vrsti stroškov finančne stiske: neposredne in posredne. Med **neposredne** stroške finančne stiske sodijo plačila zunanjim udeležencem v postopku stečaja podjetja (stroški pravnega postopka, osebni dohodki upravitelja stečaja, stroški storitev pravnikov, računovodij in svetovalnih podjetij), ki jih lastniki najamejo, da bi čim bolj zavarovali svoje interese. Podjetje v stečaju potrebuje dodatna sredstva, ki jih lahko pridobi le po višji obrestni meri. Razlika med obrestnima merama je prav tako neposredni strošek finančne stiske. Med neposredne stroške kapitala uvrščamo tudi izgubljeni delovni čas menedžerjev, ki je porabljen v zvezi s postopkom (Warner, 1977, str. 337-348).

Med **posredne stroške finančne stiske** uvrščamo oportunitetne stroške zaradi morebitnega manjšega obsega prodaje in posledično manjšega dobička podjetja pred postopkom stečaja in med njim. Kupci lahko ocenijo, da bo podjetje imelo zaradi postopka stečaja težave pri financiranju nadaljnje proizvodnje in bodo dobave neredne, lahko tudi presodijo, da bo prišlo do likvidacije podjetja in zato do problemov z rezervnimi deli. Med posredne stroške finančne stiske uvrščamo tudi višje plače menedžerjev zaradi večje verjetnosti, da bodo ostali brez zaposlitve. Stečajni upravitelj za svoje odločitve ni odgovoren imetnikom lastniških vrednostnih papirjev in ni motiviran za sprejemanje odločitve, ki bi maksimirale tržno vrednost podjetja. Neoptimalne odločitve so za podjetje oportunitetni strošek, ki se šteje za posredni strošek kapitala (Altman, 1984, str. 1067-1089).

Z vključitvijo stroškov finančne stiske v teorijo strukture kapitala se pojavi model izključevanja (ang. *trade-off model*), ki ga razumemo kot iskanje optimalnega razmerja

strukture kapitala z upoštevanjem pozitivnih in negativnih strani zadolževanja. Pozitiven učinek je davčni ščit, negativni pa višje obrestne mere in stroški finančne stiske. Teorija izključevanja razlaga, da je vrednost podjetja enaka vrednosti nezadolženega podjetja, vrednosti davčnega ščita in pričakovanih stroškov finančne stiske. Teorijo strnjeno prikazuje Slika 5.

Slika 5: Vpliv strukture kapitala na tržno vrednost podjetja ob prisotnosti stroškov finančne stiske



Legenda:

$D/(D+E)$ – delež dolžniškega kapitala v celotnem kapitalu podjetja

V_U – vrednost podjetja, ki se financira samo z lastniškimi vrednostnimi papirji

V_L – vrednost podjetja, ki se financira tudi z dolžniškimi vrednostnimi papirji brez upoštevanja stroškov finančne stiske (MM, 1963)

V_B – vrednost podjetja ob prisotnosti stroškov finančne stiske oziroma stroškov stečaja

C – sedanja vrednost stroškov finančne stiske oziroma stroškov stečaja

V_L^* – najvišja tržna vrednost podjetja ob upoštevanju stroškov finančne stiske

D_1 – raven dolžniškega kapitala, kjer postanejo stroški stečaja pomembni

D_2 – raven dolžniškega kapitala, kjer tržna vrednost doseže maksimum

Vir: Brigham, 2004, str. 501.

Do točke D_1 je verjetnost finančne stiske skoraj neznantna in s povečevanjem zadolževanja se vrednost podjetja linearno povečuje. Pri točki D_1 postanejo stroški finančne stiske pomembni in zmanjšujejo prednosti davčnega ščita z naraščajočo stopnjo. Na območju od D_1 do D_2 stroški finančne stiske zmanjšujejo prednosti davčnega ščita na povečanje tržne vrednosti podjetja. V tem segmentu tržna vrednost podjetja z naraščanjem deleža dolžniškega kapitala v strukturi kapitala raste s padajočo stopnjo. Tržna vrednost doseže vrhunec v točki D_2 . Od te točke naprej so stroški finančne stiske večji od koristi, ki jih prinaša povečevanje davčnega ščita zaradi večanja deleža dolžniškega kapitala v strukturi kapitala, zato se tržna vrednost podjetja manjša. Optimalna struktura kapitala je v točki D_2 , vendar je treba upoštevati, da se točki D_1 in D_2 med podjetji razlikujeta. Teorija in empirične raziskave so

potrdile osnovno obliko krivulje vrednosti podjetja, a jo je treba razumeti zgolj kot približek in ne kot natančno opredeljeno funkcijo (Brigham, 2004, str. 499–501).

2.2.5. Stroški agentov

Jensen in Meckling (1976) sta v članku »Managerial Behaviour, Agency Cost, and Capital Structure« postavila temelje za razlago optimalne strukture kapitala s stroški agentov (ang. *agency costs*). V podjetju nastopajo različne interesne skupine. Lastniki (principali) prepustijo vodenje podjetja najetemu menedžmentu (agentom) in ga pooblastijo za odločanje. Odnos, ki nastane med tema dvema interesnima skupinama, se imenuje agentski odnos (ang. *agency relationship*). Značilen je pojav konfliktov interesov; lastniki namreč zasledujejo motiv maksimiranja vrednosti delnic, menedžerji pa velikokrat predvsem maksimiranje osebnih koristi. Temu pravimo problem agenta (ang. *agency problem*), posledica so stroški agentov, ki zmanjšujejo tržno vrednost podjetja.

V podjetjih, ki se financirajo s kombinacijo lastniškega in dolžniškega kapitala, obstajata dve vrsti agentskih razmerij. Pri prvem gre za konflikt interesov med zunanjimi imetniki lastniških vrednostnih papirjev in menedžmentom, pri drugem pa za konflikt interesov med imetniki lastniških vrednostnih papirjev in imetniki dolžniških vrednostnih papirjev. V prvem primeru se pojavijo stroški agentov lastniškega kapitala, v drugem pa stroški agentov dolžniškega kapitala.

Stroški agentov lastniškega kapitala nastanejo, če menedžer ni lastnik vseh lastniških vrednostnih papirjev. Čim manjši je lastniški delež menedžerja, tem večja je verjetnost, da bo menedžment deloval v nasprotju z interesi lastnikov podjetja. Menedžer namreč ne maksimira vrednosti lastniškega kapitala, temveč maksimira svojo funkcijo koristnosti s prihodki iz poslovanja in postranskimi ugodnostmi (ang. *perquisites*), kot so razkošne pisarne, službena letala in avtomobili, osebni pomočniki ipd. Zunanji lastniki se tega zavedajo, zato želijo spodbuditi menedžerje, da bi delali v korist podjetja. V zvezi s tem nastajajo trije pglavilni stroški agentov lastniškega kapitala (Brigham, 2004, str. 9): stroški spremljanja in nadziranja dela menedžmenta (revizija), stroški vzpostavitve take organizacijske strukture, ki bo čim bolj omejila nezaželeno ravnanje menedžerjev, in oportunitetni stroški zamujenih poslovnih priložnosti, ki jih menedžment zaradi tveganja slabega izida in posledične izgube službe ni realiziral. Čim večji delež lastniških vrednostnih papirjev imajo v lasti menedžerji, tem nižji bodo torej stroški agentov lastniškega kapitala.

Konflikt med imetniki lastniških vrednostnih papirjev in imetniki dolžniških vrednostnih papirjev nastane zaradi interesov lastnikov podjetja, da se odločijo za bolj tvegane naložbe, saj če je taka naložba uspešna, imajo koristi predvsem lastniki. Upniki v tem primeru ne dobijo ničesar nad izplačanimi obrestmi in glavnico. Kljub temu da oboji nosijo večje tveganje, pripada lastnikom večja nagrada kot imetnikom dolžniških vrednostnih papirjev.

Taka neenakomerna delitev tveganja lahko lastnike spodbudi k sprejemanju tveganih projektov, kar lahko zmanjša vrednost podjetja. Imetniki dolžniških vrednostnih papirjev se želijo zavarovati s klavzulami⁷ v posojilnih pogodbah, s katerimi natančno opredelijo pravice lastnikov in skušajo omejiti njihovo neetično ravnanje. Kupci dolžniških vrednostnih papirjev se zavedajo možnosti preliivanja premoženja od lastnikov dolžniškega kapitala k lastnikom,⁸ zato so za dolžniške vrednostne papirje pripravljene plačati nižjo ceno. Stroški agentov dolžniškega kapitala torej nastanejo zaradi manjše vrednosti podjetja, ki vodi neoptimalno naložbeno politiko, in zaradi stroškov nadzora, ki ga izvajajo imetniki dolžniških vrednostnih papirjev.⁹ Agentski stroški s povečevanjem dolžniških vrednostnih papirjev v strukturi kapitala, če zadolževanje ni zavarovano z omejitvenimi zavezami, navadno rastejo.

Jensen in Meckling sta na podlagi opisanih nasprotij sestavila model, ki ga prikazuje Slika 6 (na str. 12). Opredelila sta tri spremenljivke: notranji lastniški kapital v rokah menedžerja (S_i),¹⁰ lastniški kapital zunanjih lastnikov (S_o) in dolžniški kapital (D). Vrednost celotnega zunanjega lastniškega kapitala (S) predstavlja vsota S_i in S_o . Krivulja A_{S_o} prikazuje stroške agentov lastniškega kapitala. Če zunanjih lastnikov ni ($S_o = 0$), jih menedžer ne more izkoriščati, zato so stroški agentov lastniškega kapitala enaki nič. Ob povečanju deleža zunanjega lastniškega kapitala v celotnem zunanjem kapitalu pa se povečuje menedžerjev interes za izkoriščanje zunanjih lastnikov (krivulja A_{S_o} narašča). Na drugi strani krivulja stroškov agentov dolžniškega kapitala (A_D) pada, saj želi menedžer kot lastnik pridobiti čim več premoženja imetnikov dolžniških vrednostnih papirjev, zato so stroški agentov največji, kadar je ves zunanji kapital dolžniški kapital ($S_o = 0$). Tretja funkcija A_T je vsota stroškov agentov. V točki E^* , kjer so celotni stroški najmanjši, je optimalna struktura kapitala podjetja.

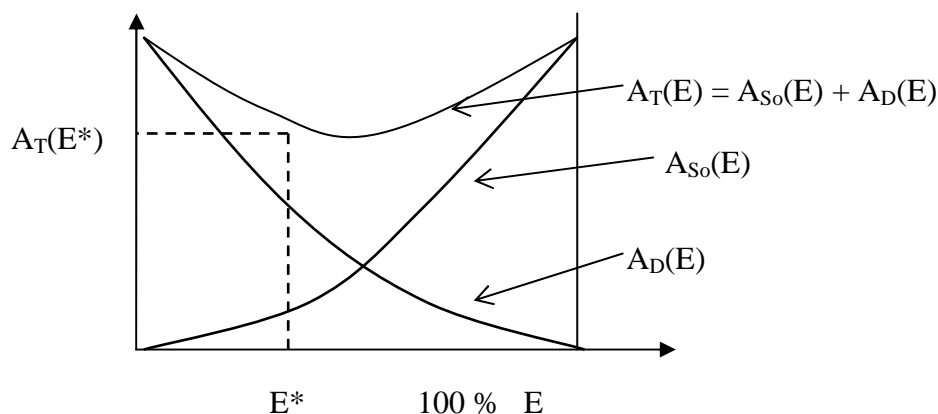
⁷ Skupek klavzul v dolžniških pogodbah imenujemo omejitvene zaveze (ang. *restrictive covenants*); njihov namen je zagotavljati likvidnost podjetja in zmanjšati verjetnost neplačila dolga. Poznamo dve vrsti omejitvenih zavez (Ross, Westerfield, Jaffe, 2002, str. 430, 431): negativne in pozitivne. Negativne zaveze močno omejuje obnašanje menedžmenta. Mednje uvrščamo omejitve glede izplačila dividend, podjetje ne sme zastaviti svojega premoženja za drugega dolžnika, zaveze, ki prepovedujejo združitev z drugimi podjetji, omejitve prodaje ali najema sredstev brez dovoljenja dolžnika, omejitve dodatnega zadolževanja. Primer za pozitivno zavezo je npr. določitev minimalne velikosti obratnega kapitala, ki jo mora podjetje vzdrževati. To je lahko tudi dogovor o periodičnem posredovanju finančnih izkazov posojilodajalcem. Čeprav omejitvene zaveze zmanjšajo fleksibilnost podjetja, lahko povečajo vrednost podjetja. Predstavljajo najcenejšo razrešitev konflikta med imetniki lastniškega in dolžniškega kapitala. Če omejitvenih zavez ne bi bilo, bi imetniki dolžniškega kapitala zaradi višjega tveganja zahtevali višjo stopnjo donosnosti.

⁸ V zvezi s takim obnašanjem se uporabljata izraza moralno tveganje (ang. *moral hazard*) in zamenjava naložb (ang. *asset substitution*).

⁹ Eden od načinov, kako zmanjšati stroške agentov dolžniškega kapitala, je, da lastniki dolžniških vrednostnih papirjev kupujejo tudi lastniške vrednostne papirje. To se izvaja predvsem na Japonskem, kjer velike banke posedujejo tudi velik del lastniškega kapitala v podjetju (Westerfield, Jaffe, 2002, str. 432).

¹⁰ Jensen in Meckling sta pri svoji razlagi uporabljala tudi pojem lastniška struktura (ang. *ownership structure*), s čimer sta poudarila, da je pri njuni analizi pomemben tudi delež lastniškega kapitala v rokah menedžerja.

Slika 6: Stroški agentov v odvisnosti od deleža zunanjega lastniškega kapitala v celotnem zunanjem kapitalu podjetja



Legenda:

$A_{So}(E)$ – stroški agentov lastniškega kapitala

$A_D(E)$ – stroški agentov dolžniškega kapitala

$A_T(E)$ – celotni stroški agentov

E^* – optimalni delež zunanjega lastniškega kapitala v celotnem zunanjem kapitalu

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

2.3. TEORIJA VRSTNEGA REDA

Ker teorija izključevanja ni natančno odgovorila na vprašanje o optimalnem financiranju podjetja, ki bi maksimiralo vrednost za lastnike, so raziskovalci iskali nove rešitve. Na podlagi asimetričnih informacij so razvili teorijo vrstnega reda oziroma teorijo hierarhije financiranja.

2.3.1. Asimetričnost informacij in teorija signaliziranja

Ker imajo menedžerji več informacij o podjetju, njegovih prihodnjih načrtih, tveganjih in sami vrednosti kot zunanji vlagatelji, se pojavlja asimetričnost informacij (ang. *asymmetric information*). Z upoštevanjem tega dejstva opustimo še eno predpostavko popolnega trga kapitala, in sicer popolno obveščenost poslovnih subjektov. Ker imajo vlagatelji nepopolne informacije o podjetju, so nekatera podjetja na trgu napačno ovrednotena. Vlagatelji se tega zavedajo, zato so za vrednostne papirje pripravljeni plačati manj, kakor če bi imeli popolne informacije.

Načinov, s katerimi poskušajo menedžerji trgu sporočiti vrednost podjetja, je več. V nadaljevanju so na kratko predstavljeni trije temeljni prispevki.

Ross (1977) velja za začetnika teorije signaliziranja (ang. *signaling theory*). Pokazal je, da lahko podjetja z izbrano strukturo kapitala signalizirajo trgu dodatne pravilne informacije o vrednosti podjetja. Pogoj, da menedžerji, ki razpolagajo z notranjimi informacijami, trgu

posredujejo pravo informacijo o vrednosti podjetja, je, da so za to ustrezno motivirani. Da jim torej posredovanje pravih informacij prinaša korist, napačnih pa izgubo. Podjetje z velikim deležem dolga v strukturi kapitala na trg pošilja sporočilo, da je podjetje donosno in je zmožno odplačevati obresti in glavnico. Z večjim zadolževanjem se povečuje verjetnost finančne stiske in manj uspešna podjetja ne morejo posnemati donosnih podjetij ter na trg poslati napačno sporočilo v obliki večje zadolženosti, saj bi sama utrpela škodo. Menedžerji so zato motivirani za to, da izberejo tako strukturo kapitala, s katero pošljejo pravo informacijo o vrednosti podjetja. To znižuje stroške asimetričnosti informacij in poveča vrednost podjetja.

Leland in Pyle (1977) sta se v svojem pristopu osredinila na notranje lastnike (ki imajo notranje informacije), ki s svojim ravnanjem trgu sporočajo svoje vrednotenje podjetja. Če notranji lastniki kupujejo lastniške vrednostne papirje podjetja, je za zunanje investitorje to znak, da so notranji lastniki optimistični glede pričakovane donosnosti naložb in da se lastniške vrednostne papirje splača kupiti. Čim večji je delež notranjih lastnikov v kapitalu podjetja, tem močnejši je znak za nakup lastniških vrednostnih papirjev. Posledica tega je dvig cen lastniških vrednostnih papirjev in s tem tržne vrednosti podjetja. Signali menedžerjev podjetja so močnejši (imajo večji pomen), če so sami s svojim premoženjem dovolj izpostavljeni.

Myers in Majluf (1984) sta analizirala vpliv asimetričnih informacij na investicijske odločitve podjetja. Ugotovila sta, da prihaja zaradi asimetričnosti informacij ob izdaji dodatnih lastniških vrednostnih papirjev do razlike med notranjo in prodajno vrednostjo vrednostnih papirjev.¹¹ Zaradi te razlike so lahko investicijske odločitve neoptimalne.

V primeru učinkovitega delovanja trga bi se podjetja odločila za vsako investicijo, katere neto sedanja vrednost bi bila pozitivna. V razmerah, ko vrednost podjetja ne odraža njegove stvarne vrednosti, se podjetja odločajo na osnovi primerjave neto sedanje vrednosti investicije ter razlike med notranjo in prodajno ceno. Podjetje bo izdalo lastniške vrednostne papirje in investiralo samo, če bo neto sedanja vrednost večja ali enaka razliki med notranjo in prodajno vrednostjo vrednostnih papirjev, vendar to lahko vodi tudi v neoptimalne odločitve in zmanjšanje vrednosti podjetja. Predpostavljamo, da je cilj menedžerjev maksimiranje premoženja lastnikov. Podjetje, katerega vrednost je precenjena, se bo odločilo za izdajo lastniških vrednostnih papirjev in investicije, četudi bo neto sedanja vrednost investicije negativna, a še vedno večja od razlike med notranjo in prodajno vrednostjo vrednostnih papirjev. Sedanji lastniki vrednostnih papirjev bodo povečali svoje premoženje, saj bodo stroške prevzeli novi lastniki, ki so vrednostne papirje preplačali. Vrednost podjetja se bo zaradi sprejetja investicije z negativno neto sedanjo vrednostjo zmanjšala.

¹¹ Slednja je nižja.

Če je podjetje podcenjeno, bo prisiljeno opustiti nekatere investicijske projekte, sicer pozitivna neto sedanja vrednost ne bo dovolj velika za pokritje razlike med prodajno in notranjo ceno vrednostnih papirjev. Čeprav bi se vrednost podjetja zaradi pozitivne neto sedanje vrednosti investicije povečala, se menedžment, ki zastopa interese sedanjih lastnikov, za to investicijo ne bo odločil, saj bi stari lastniki utrpeli škodo zaradi prepoceni prodanih vrednostnih papirjev. V primeru precenjenega in podcenjenega podjetja prihaja do neoptimalnih odločitev.

Myers in Majluf sta sklepala, da je za podjetje najbolje, da pridobiva kapital, kjer je razlika med notranjo ceno in ceno, po kateri podjetje ta kapital dobi, čim nižja.¹² Najbolje je, če podjetje novi kapital pridobiva iz virov, katerih tržna cena je pod najmanjšim vplivom asimetričnih informacij – to pa so notranji viri financiranja. Za pridobivanje zunanjih virov naj bi se podjetja odločala, šele ko porabijo vse notranje vire. Ugotovila sta tudi, da je, kar zadeva zunanje financiranje, financiranje z dolžniškim kapitalom cenejše od financiranja z lastniškim kapitalom. Absolutna velikost je zaradi pogodbenih obveznosti podjetja do imetnikov dolžniških vrednostnih papirjev in manjšega tveganja, ki ga ti nosijo, nižja za dolžniški kot lastniški kapital.

2.3.2. Razvoj teorije vrstnega reda

Na podlagi asimetričnih informacij je Myers (1984) razvil teorijo vrstnega reda (ang. *pecking order theory*).¹³ V nasprotju s statično teorijo izključevanja je svojo teorijo zasnoval na dinamičnem konceptu. Njeno bistvo je Myers (1984) strnil v štirih točkah:¹⁴

1. Podjetja dajejo prednost notranjemu financiranju.
2. Ciljna razmerja izplačil dividend podjetja prilagajajo investicijskim priložnostim, čeprav želijo podjetja ta razmerja ohranjati nespremenjena.
3. Politika nespremenjenega deleža dividend povzroča skupaj s spremembami v donosnosti in s spreminjajočimi investicijskimi priložnostmi to, da ima podjetje več ali manj zadržanih dobičkov, kot je potrebno za pokrivanje naložb. Če je zadržanih dobičkov premalo, podjetje najprej zmanjša gotovino ali kratkoročne finančne naložbe. Če je zadržanih dobičkov preveč, podjetje najprej odplača dolg ali investira v gotovino ali kratkoročne finančne naložbe.

¹² Razlika v ceni je zunanje določena in podjetje nanjo nima bistvenega vpliva.

¹³ Zamisel za teorijo vrstnega reda je podal že Donaldson (1961, str. 67), ki je trdil, da se podjetja raje financirajo z notranjimi viri (zadržanimi dobički) kot s financiranjem na trgih kapitala ali bank.

¹⁴ Myersov model temelji na predpostavki popolnega in srednje močnega razvitega trga. Edini nepopolnosti so asimetričnost informacij in transakcijski stroški.

4. Če je potreben zunanji vir financiranja, se podjetje najprej zadolži, nato financira s hibridnimi vrednostnimi papirji (npr. z zamenljivimi obveznicami) in kot zadnji vir financiranja uporabi izdajo novih lastniških vrednostnih papirjev.

Pri teoriji vrstnega reda ne moremo opredeliti optimalne strukture kapitala podjetja, saj lastniški kapital nastopa v dveh oblikah. V obliki zadržanih dobičkov nastopa na začetku vrstnega reda financiranja, v obliki izdaje novih lastniških vrednostnih papirjev pa na koncu. Struktura kapitala tako za vsako podjetje izraža njegovo kumulativno potrebo po zunanjem financiranju v določenem obdobju in jo je zato težko prikazati z matematičnimi formulami.

Myers (1984) je teorijo vrstnega reda zasnoval na podlagi empiričnih raziskav o strukturi kapitala podjetij v ZDA v obdobju med letoma 1973 in 1982.¹⁵ Ugotovil je, da so podjetja z notranjim financiranjem pokrila 62 odstotkov vseh naložb v osnovna in gibljiva sredstva, večina zunanjega financiranja je bila v obliki dolga, izdaje novih lastniških vrednostnih papirjev pa niso nikoli predstavljale več kot 6 odstotkov zunanjega financiranja.

Teorija vrstnega reda razlaga tudi razmerje med dobičkonosnostjo podjetja in velikostjo finančnega vzvoda. Dobičkonosna podjetja so manj zadolžena, ker več črpajo iz notranjih virov. Manj donosna podjetja pa se bolj zadolžujejo, ker nimajo notranjih virov za financiranje naložb (Brealey, Myers, 2000, str. 527).

Manj uspešna je bila teorija vrstnega reda pri pojasnjevanju načina financiranja v odvisnosti od faze zrelosti, v kateri je industrija. Podjetja v hitro rastočih industrijah z veliko investicijami in majhnim denarnim tokom naj bi se zadolževala bolj, vendar je v praksi prisotna drugačna tendenca. Po drugi strani obstajajo zrele industrije, kjer pretežni del dobička ni uporabljen za poplačilo dolga, temveč se skozi dividende izplača investitorjem v lastniške vrednostne papirje (Brealey, Myers, 2000, str. 527).

V skladu s teorijo vrstnega reda podjetja ne vzpostavijo optimalnega razmerja med dolžniškim in lastniškim kapitalom v strukturi kapitala. Pustijo še nekaj rezerve, če bi se pojavil morebiten donosen projekt. Zato vzdržujejo denar in likvidne vrednostne papirje (ang. *financial slack*).

¹⁵ Myers (1984) je dejal, da je mogoče najti podjetja, ki bi se sicer lahko zadolževala, a se financirajo z lastniškim kapitalom, tako da na posameznem primeru ne moremo potrditi teorije vrstnega reda. Ko pa gledamo podjetja kot agregat, lahko potrdimo glavno tezo teorije vrstnega reda o notranjem financiranju z zadržanimi dobički.

2.4. GLAVNE RAZLIKE MED TEORIJO IZKLJUČEVANJA IN TEORIJO VRSTNEGA REDA

Ross, Westerfield in Jaffe (2002, str. 440) so poudarili tri točke, v katerih si teoriji nasprotujeta:

1. **Ciljna struktura kapitala ne obstaja.** Teorija vrstnega reda zagovarja stališče, da ciljna struktura ne obstaja, ker podjetje izbere finančni vzvod na podlagi potreb po financiranju. Pri tem podjetja najprej porabijo notranje vire (zadržani dobiček). To naj bi zmanjšalo obseg dolga, ker donosni, notranje financirani projekti vplivajo na zvišanje tako knjižne kot tržne vrednosti podjetja. Dodatne potrebe so financirane z dolgom; šele če to ne zadošča, podjetje izda nove lastniške vrednostne papirje. Iz tega sledi, da je velikost finančnega vzvoda odvisna od števila investicijskih projektov. Podjetja torej ne sledijo ciljnemu razmerju med dolgom in lastniškim kapitalom.

Nasprotno pa teorija izključevanja pravi, da vsako podjetje tehta koristi dolga (davčni ščit) s stroški dolga (stroški finančne stiske). Optimalna struktura podjetja je tam, kjer so mejne koristi dolžniškega kapitala enake mejnim stroškom dolga.

2. **Dobičkonosna podjetja uporabljajo manj dolžniškega kapitala.** Po teoriji vrstnega reda imajo dobičkonosna podjetja več notranjih virov financiranja (zadržani dobički), zato potrebujejo manj zunanjega financiranja. Teorija izključevanja pa meni ravno nasprotno: več notranjega kapitala vodi k večjemu dolgu. Ta podjetja bodo izkoristila davčni ščit in druge prednosti dolga.
3. **Podjetja si pustijo nekaj rezerve** (ang. *financial slack*). Teorija vrstnega reda temelji na dejstvu, da se je težko financirati po zmernih stroških. Skeptični zunanji investitorji menijo, da so lastniški vrednostni podjetja precenjeni, če jih menedžerji poskušajo izdati več, zato vodi dodatna izdaja vrednostnih papirjev v znižanje cene. Pri dolžniških vrednostnih papirjih pa cena ne pade tako zelo. Posledica tega je, da se menedžerji najprej odločijo za dolžniško financiranje in šele nazadnje z lastniškim kapitalom. So pa v količini izdanih dolžniških vrednostnih papirjev omejena s finančno stisko, ki jim grozi ob prevelikem finančnem vzvodu.

Zamiselnost kapacitete zadolževanja je, da imajo podjetja sredstva pripravljena že vnaprej. Če podjetja pričakujejo, da bodo v prihodnosti (navadno v presledkih) morala financirati dobičkonosne projekte, vnaprej kopičijo likvidna sredstva. Tako so pripravljena in jim ob pojavu investicijskega projekta ni treba izdajati lastniških vrednostnih papirjev. Obstajajo omejitve glede obsega sredstev, ki so jih podjetja pripravljena zbirati v obliki kapacitet zadolževanja. Prevelike kapacitete zadolževanja pa lahko vodijo menedžerje v skušnjava, da jih neoptimalno porabijo (Ross, Westerfield, Jaffe, 2002, str. 440).

2.5. POSKUSI ZDRUŽITVE TEORIJE IZKLJUČEVANJA IN TEORIJE VRSTNEGA REDA

Brigham in **Daves** (2004, str. 546) sta v svojem pogledu združitve obeh teorij poudarila koristi davčnega ščita, ki jih prinaša financiranje z dolgom. Te koristi zmanjšujejo stroški finančne stiske in stroški agentov. Po določeni stopnji zadolžitve stroški finančne stiske in stroški agentov pretehtajo prednosti davčnega ščita. Stroški finančne stiske so še posebno nevarni za podjetja, v katerih prevladujejo neopredmetena sredstva. Taka podjetja naj bi imela manjši delež dolžniškega kapitala v strukturi kapitala kot podjetja s pretežno opredmetenimi sredstvi. Podjetja z nizko rastjo naj bi se v skladu s teorijo vrstnega reda financirala predvsem z notranjimi viri, hitro rastoča podjetja pa naj bi se zaradi nevarnosti finančne stiske financirala tudi z izdajo novih delnic. Zaradi asimetričnosti informacij naj bi podjetja ohranjala določeno možnost najemanja dolga pod sprejemljivimi pogoji za morebitne dobičkonosne investicije v prihodnosti, da jim takrat ne bo treba izdajati lastniških vrednostnih papirjev po nizki ceni. Zaradi te rezerve je dejanski delež dolga v strukturi kapitala nižji, kot predvideva teorija izključevanja. Avtorja dodajata, da je v podjetjih, pri katerih so stroški finančne stiske in stroški agentov že presegli koristi davčnega ščita, izdaja lastniških vrednostnih papirjev primernejša kot zadolževanje.

Združitev obeh teorij na podlagi teorije vrstnega reda je predstavil **Myers** (1984). Novo teorijo je imenoval **modificirana teorija vrstnega reda** (ang. *modified pecking order theory*). Teoriji vrstnega reda je dodal elemente teorije izključevanja, ki so empirično potrjeni. Avtor je opozoril, da je teorija precej poenostavljena, a kljub temu predstavlja bistvo strukture kapitala in je podprta z empiričnimi podatki. Vsebina njegovih izhodišč je strnjena v štirih točkah:

1. Podjetja ne želijo priti v položaj, v katerem bi bila njihova edina možnost pridobivanja finančnih sredstev izdaja delnic ali podobno tveganih vrednostnih papirjev. Želijo se izogniti nevarnosti, da bi se morali odločati med opustitvijo projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostjo ali izdajo podcenjenih delnic.
2. Podjetja ciljno stopnjo izplačevanja dividend določajo tako, da lahko normalne potrebe po lastniškem kapitalu pokrivajo z zadržanimi dobički.
3. Podjetja se lahko odločijo, da bodo del investicij financirala z najemom dolga, vendar le do mere, ki ne predstavlja prevelikega tveganja. Podjetja se nočejo izpostavljati tveganju, da bi zašla v finančno stisko. Po drugi strani pa želijo ohraniti sposobnost najemanja dolga po ugodnih pogojih.

4. Stabilna stopnja izplačevanja dividend in spreminjanje investicijskih priložnosti lahko občasno povzročita, da podjetje izčrpa možnosti najema dolga pod ugodnimi pogoji. Podjetje v tem primeru začne najprej izdajati bolj tvegane dolžniške vrednostne papirje (npr. zamenljive obveznice) in šele nazadnje lastniške vrednostne papirje.

Myers (1984) je opozoril na dve glavni pomanjkljivosti modificirane teorije vrstnega reda. Prva je ta, da teorija ne utemelji, zakaj naj bi bila stopnja izplačevanja dividend stabilna, druga pa je, da ne moremo opredeliti, kdaj in zakaj podjetja izdajajo lastniške vrednostne papirje. Na prvi problem Myers nima odgovora, pri drugemu pa navaja možne razlage, čeprav natančnega odgovora ni podal. Po modificirani teoriji se podjetje, ko se pomika po vrstnem redu financiranja od notranjih virov proti financiranju z novo izdajo delnic, še posebno ko se pri financiranju z dolgom spoprijema z naraščajočimi stroški asimetričnih informacij in stroški finančne stiske. Z izdajo lastniških vrednostnih papirjev se povečujejo stroški asimetričnosti informacij, vendar so manjši stroški finančne stiske. Oceniti je treba mejo, pri kateri naj se podjetje odloči za financiranje z lastniškimi vrednostnimi papirji. Podjetje se lahko odloči za financiranje z lastniškim kapitalom že takrat, ko bi se sicer lahko financiralo še s cenejšim dolžniškim kapitalom. Dejstvo je, da bo v prihodnosti podjetje moralo izdajati nove lastniške vrednostne papirje, kar bo povezano z višjimi stroški. Ker podjetje noče preložiti vseh stroškov izdaje novega lastniškega kapitala na prihodnost, začne izdajati nove lastniške vrednostne papirje, še preden je to nujno potrebno. Prednost take fleksibilnosti je tudi možnost izdaje lastniških vrednostnih papirjev, ko je njihova vrednost visoka. Myers na koncu priznava, da je najprimernejši čas za izdajo lastniških vrednostnih papirjev zaradi vpliva asimetričnih informacij težko določiti.

2.6. NOVEJŠI POGLEDI NA TEORIJU STRUKTURE KAPITALA

Odločitev o strukturi kapitala ima pomemben vpliv ne samo na maksimiranje vrednosti za lastnike, ampak tudi na sposobnost podjetja, da se obdrži v konkurenčnem okolju. To, da nobenemu raziskovalcu do zdaj ni uspelo najti nedvoumnega odgovora na vprašanje, kakšno naj bi bilo razmerje med dolgom in kapitalom, kaže na dejstvo, da to vprašanje morda ni bilo pravilno postavljeno in da bi se morali vprašati, pod katerimi pogoji finančni vzvod maksimira vrednost za lastnike. V zadnjem času se pojavljajo na teorijo strukture kapitala številni novi pogledi, ki pomenijo resen izziv za omenjeno teorijo. Dramatične spremembe, ki jih je prinesla globalna ekonomija, pa nove ideje le še spodbujajo.

Baker in Wurgler (2002, str. 1–30) sta oblikovala **teorijo tempiranja trga** (ang. *market timing theory*). Hotela sta odgovoriti na vprašanje, kako tempiranje izdaje lastniških vrednostnih papirjev vpliva na strukturo kapitala in ali je ta učinek kratkoročen ali dolgoročen. Njuni rezultati so se ujemali s postavljeno hipotezo, da ima tempiranje trga izdaje lastniških vrednostnih papirjev močan in dolgoročen vpliv na strukturo kapitala. Ključna ugotovitev raziskave je bila, da imajo majhen delež dolžniškega kapitala tista

podjetja, ki so finančne vire potrebovala v času, ko so bili njihovi lastniški vrednostni papirji precenjeni, velik delež dolžniškega kapitala pa podjetja, ki so vire financiranja potrebovala v času, ko so bili njihovi lastniški vrednostni papirji podcenjeni. Navajata, da pretekla gibanja tržne vrednosti lastniških vrednostnih papirjev ključno vplivajo na strukturo kapitala. Struktura kapitala v podjetju naj bi bila kumulativni izid preteklih poskusov tempiranja trga, kar pomeni, da podjetja ne oblikujejo optimalne/ciljne strukture kapitala.

Baker in Wurgler (2002, str. 1–2) ugotavljata, da teorijo tempiranja potrjujejo tudi štiri empirično dokazane značilnosti finančnih odločitev podjetij:

1. Podjetja se odločijo za financiranje z lastniškim kapitalom namesto z dolžniškim, kadar je tržna cena njihovih lastniških vrednostnih papirjev visoka v primerjavi s knjigovodsko vrednostjo in preteklimi tržnimi cenami.
2. Podjetja izdajajo lastniške vrednostne papirje, kadar so stroški le-teh nizki, in odkupujejo lastniške vrednostne papirje, ko so njihovi stroški sorazmerno visoki.
3. Podjetja izdajajo lastniške vrednostne papirje takrat, ko so pričakovanja vlagateljev o dobičkih in zasluških neracionalna.
4. Menedžerji so v anonimnih anketah priznali, da poskušajo tempirati trg.¹⁶

Teorijo tempiranja trgov sta Backer in Wurgler (2002, str. 27–28) pojasnila z dvema primeroma, ki vodita do podobne dinamike strukture kapitala. V prvem primeru sta predpostavljala racionalno obnašanje menedžerjev in investitorjev ter prisotnost stroškov asimetričnih informacij, ki se razlikujejo po podjetjih in se spreminjajo v času. Predpostavljala sta, da občasne spremembe v razmerju med tržno in knjigovodsko vrednostjo podjetij odražajo spremembe v obsegu asimetričnih informacij. Menedžerji si prizadevajo zmanjšati asimetrične informacije. Če so stroški zaradi odmika od optimalne strukture kapitala manjši od stroškov izdaje novih lastniških vrednostnih papirjev, bodo imele spremembe med tržno in knjižno vrednostjo dolgoročni vpliv.

V drugem primeru sta predpostavljala neracionalno delovanje vlagateljev in napačno ocenjevanje vrednostnih papirjev, ki se spreminja v času. Menedžerji izdajajo lastniške vrednostne papirje, ko verjamejo, da so stroški pridobivanja novega lastniškega kapitala neracionalno nizki, ter odkupujejo lastniške vrednostne papirje, ko verjamejo, da so stroški

¹⁶ Raziskavo so izvedli Graham in Harvey (2001, str. 216) ter Bancel in Mittoo (2004). Dve tretjini predsednikov uprave je potrdilo, da je višina podcenjenosti ali precenjenosti delnic pomemben dejavnik pri izdaji novih lastniških vrednostnih papirjev. V tej raziskavi so trenutne tržne cene lastniških vrednostnih papirjev pomembnejši dejavnik pri odločitvi za izdajo novih lastniških vrednostnih papirjev kot vseh drugih devet od desetih preučevanih dejavnikov.

lastniškega kapitala neracionalno visoki. Menedžerji poskušajo izkoristiti previsoka pričakovanja vlagateljev, zato bo izdaja novih lastniških vrednostnih papirjev pozitivno povezana z razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo. Če optimalne strukture kapitala ni, menedžerjem ni treba prilagajati svojih odločitev, ko se tržna vrednost izenači s knjigovodsko vrednostjo podjetja. Občasna nihanja v razmerju med tržno in knjigovodsko vrednostjo imajo dolgoročen vpliv na stopnjo zadolženosti podjetja.

Baker in Wurgler (2002, str. 25–27) sta teorijo tempiranja trga primerjala s teorijo izključevanja in teorijo vrstnega reda. Teorija izključevanja zagovarja obstoj optimalne strukture kapitala in stališče, da morajo podjetja vse odmike čim prej odpraviti. Zagovorniki teorije utemeljujejo, da posamezna dejanja podjetja na kapitalskih trgih ne morejo dolgoročno vplivati na strukturo kapitala. S tem se ne strinjajo zagovorniki teorije tempiranja, ki menijo, da podjetje ne teži k neki optimalni strukturi kapitala in da imajo pretekle spremembe v tržnih vrednostih na strukturo kapitala od vseh dejavnikov, ki naj bi pojasnjevali obstoj ciljne strukture kapitala, največji vpliv. Po drugi strani teorija tempiranja trga nasprotuje tudi teoriji vrstnega reda, ki razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala razlaga kot kazalnik investicijskih priložnosti podjetja. Velik vpliv pri oblikovanju strukture kapitala pripisuje prihodnjim investicijskim priložnostim, medtem ko teorija tempiranja sklepa, da je struktura kapitala odvisna predvsem od preteklih dogajanj na trgu.

Podobno kot Baker in Wurgler (2002) navaja **Titman** (2002, str. 101–115), da se menedžerji podjetja odločajo o izdaji lastniških ali dolžniških vrednostnih papirjev na podlagi pogojev na trgu. Podjetja iščejo **okna priložnosti** (ang. *windows of opportunity*) in se odločajo za vire financiranja, ki so v določenem obdobju najcenejši. Menedžerji se pri svojih odločitvah o optimalni strukturi kapitala ne ozirajo toliko na prednosti davčnega štita in slabosti finančne stiske kot pri teoriji izključevanja, temveč so pozornejši na spremembe na trgu kapitala in iskanje odgovora, kako spremembam na trgu prilagoditi financiranje podjetja.

Večina raziskav strukture kapitala je strukturo podjetja analizirala z dejavniki, ki delujejo znotraj podjetja (stroški agentov, stroški finančne stiske), Titman pa se je usmeril na dejavnike, ki nastopajo v povezavi med podjetjem in finančnimi trgi. Velik pomen je pripisal delovanju finančnih trgov in se osredinil na pojasnjevanje njihovega vpliva. Ugotovil je, (1) da so trgi kapitala nepopolni ter (2) da trgi lastniškega in dolžniškega kapitala med seboj niso močno povezani (ang. *integrated markets*), kar vodi k različnemu nagrajevanju posameznih trgov za enake stopnje tveganja. Nepovezanost posameznih trgov so potrdile tudi empirične raziskave.

Od številnih nepopolnosti, ki obstajajo na finančnih trgih, Titman (2002) omenja predvsem transakcijske stroške in problem nerazvitosti trga ob uvajanju novega instrumenta. Za določene instrumente, ki bi sicer zaradi svojih značilnosti lahko bili zanimivi za podjetja in vlagatelje na trgu, ni dovolj strokovno usposobljenih analitikov. To povzroča visoke stroške

izdaje ter posledično majhno ponudbo in visoko ceno, ki vodi v majhno povpraševanje. To povzroča, da je trg s takimi instrumenti sorazmerno neučinkovit in nelikviden. Podobnim nepopolnostim so, sicer v milejši obliki, izpostavljeni tudi najbolj likvidni viri kapitala.

Heaton (2002, str. 33–45) je razvil **teorijo optimizma menedžerjev** (ang. *managerial optimism theory*). Predpostavil je neracionalno obnašanje posameznika in se osredinil predvsem na dvoje: pretirano samozavest (ang. *overconfidence*) in optimizem menedžerjev (ang. *managerial optimism*).

Heaton predpostavlja, da menedžerji niso niti lojalni niti nelojalni, temveč optimistični. Po eni strani optimistični menedžerji verjamejo, da trg kapitala podcenjuje vrednost vrednostnih papirjev in lahko zavrne projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo, ki terjajo zunanje financiranje. Po drugi strani pa lahko optimistični menedžerji precenjujejo denarne tokove oziroma podcenjujejo tveganja pri novih projektih podjetja in zato investirajo v projekte z negativno neto sedanjo vrednostjo. Osnova za Heatonovo razlago je teorija izključevanja, ki jo je razširil s premalo ali preveč investicijami (ang. *underinvest-overinvest tradeoff*).

Optimizem menedžerjev se kaže v precenjevanju verjetnosti dobrega izida poslovanja podjetja in podcenjevanju verjetnosti morebitnih slabih poslovnih rezultatov. To predpostavko potrjuje psihološka literatura, ki pravi, da so ljudje na splošno optimistični. Optimizem je zanimiv predmet preučevanja raziskovalcev poslovnih financ zaradi dveh prodornih ugotovitev. Po prvi so ljudje optimistični glede rezultatov, na katere imajo vpliv. Iz tega izhaja, da menedžerji podcenjujejo negotovost, prepričani so, da imajo velik nadzor nad delovanjem podjetja (March, Shapira, 1987). Po drugi ugotovitvi so ljudje bolj optimistični glede izidov, katerim so bolj predani. V skladu s tem si menedžerji prizadevajo za uspeh podjetja zaradi osebnega bogastva, profesionalnega ugleda in možnosti redne zaposlitve (Gilson, 1989). Heaton (2002) je presenečen, ker je tako malo raziskovalcev strukture kapitala opustilo predpostavko popolne racionalnosti menedžerjev.

Gervais, Heaton in Odean (2003) so razmišljali o vplivu optimizma na vrednost podjetij. Ugotovili so, da lahko optimizem menedžerjev pozitivno vpliva na vrednost podjetja, ker menedžerje spodbuja, da ne odlagajo odločitev o investiciji in se odločijo tudi za bolj tvegane naložbe. Poleg tega ima optimizem menedžerjev mnogo drugih ugodnih učinkov, saj so optimistični ljudje bolj veseli, bolj priljubljeni in vztrajnejši. Po njihovem mnenju lastniki raje zaposlujejo optimistične menedžerje kot racionalne, ki bi jih bilo treba dodatno motivirati, da bi spremenili svoje odločitve. Navaja celo, da naj bi lastniki dajali prednost manj sposobnim optimističnim menedžerjem pred racionalnimi in sposobnejšimi menedžerji.

3. STRUKTURA KAPITALA V SLOVENSKIH PODJETJIH

Z osamosvojitvijo je Slovenija naredila velik premik od socialističnega načina gospodarjenja v tržni sistem ekonomije. Postopoma je postajala del globaliziranega sveta in se vključevala v evropske integracije. Zdaj, ob koncu tranzicije, je zanimivo raziskovati, kakšna je struktura kapitala podjetij v Sloveniji in kako je ta primerljiva s strukturo kapitala podjetij razvitih držav z dolgotrajnim tržnim načinom poslovanja.

3.1. CILJI MENEDŽERJEV V SLOVENSKIH PODJETJIH

Za uspešno dolgoročno delovanje podjetja in uspešno tekmovanje s konkurenco je za podjetje ključno, da določi prave cilje. Napačno izbran cilj je lahko omejitvev pri poslovanju podjetja in njegovih finančnih odločitvah, posredno pa ima vpliv tudi na strukturo kapitala v podjetju.

V tržnih gospodarstvih si podjetja prizadevajo dosegati predvsem maksimiranje vrednosti premoženja lastnikov. Velja, da je vrednost premoženja lastnikov tem večja, čim večje denarne donose pričakujejo lastniki v prihodnosti (dividende, kapitalski dobički), čim prej bodo ti denarni donosi nastopili in čim manjše je tveganje, da dejanski denarni donosi ne bodo enaki pričakovanim. Izkazalo se je, da če si podjetje prvotno prizadeva za maksimiranje vrednosti premoženja za lastnike, lahko v tržnem gospodarstvu dolgoročno obstaja in raste ter hkrati zagotavlja, da se dosežejo tudi cilji drugih interesnih skupin (zaposlenih, menedžerjev, kreditodajalcev, države, dobaviteljev, kupcev). V obsežni literaturi, ki se ukvarja s problematiko učinkovitega obvladovanja podjetij, je dokazano, da je najučinkovitejše tisto podjetje, v katerem lastniki najbolj obvladujejo poslovanje podjetja in je maksimiranje vrednosti premoženja lastnikov prvotni cilj (Brigham, 2004).

Elementi prejšnjega ekonomskega sistema (socializma) so v obdobju tranzicije še vedno prisotni. Socializem je izhajal iz konceptov delavskega samoupravljanja in socialnega kapitala (ang. *social capital*).¹⁷ Finančno vedenje (ang. *financial behaviour*)¹⁸ podjetja v socializmu je bila tema številnih raziskav, a kljub temu ne moremo reči, da glede tega obstaja široko sprejeta teoretična razlaga. Očitna pa je ugotovitev, da so samoupravljana podjetja sledila cilju maksimiranja plač. Slovenija je v zadnjem desetletju naredila velik korak proti tržnemu gospodarstvu, čeprav so prva leta z vidika poslovanja podjetij prinesla le malo sprememb. Prvotni cilj podjetij je tako še vedno bil interes zaposlenih (Mramor, Valentinčič, 2001, str. 65). Do sprememb je prihajalo postopoma z nastankom novih podjetij, podjetij, ki

¹⁷ Pojem socialni kapital je ekvivalent za lastniški kapital v podjetjih v tržnih gospodarstvih s to razliko, da v primeru socialnega kapitala ne poznamo točnega lastnika, ker so lastniki vsi delavci (Mramor, Valentinčič, 2001, str. 90).

¹⁸ S finančnim vedenjem podjetja so mišljeni financiranje podjetij in odločitve o investicijah.

so šla skozi reorganizacijske postopke in v manjši meri zaradi zahtev zunanjih lastnikov oziroma njihovih pooblaščenecv.

Pričakovati je bilo, da bodo podjetja postopoma povečevala delež dolga v strukturi kapitala, saj so na začetku devetdesetih let slovenska podjetja uporabljala zelo nizek delež dolga v strukturi kapitala. Pričakovati je bilo, da bodo podjetja ob prehodu v nov sistem spremenila način upravljanja (ang. *corporate governance*) in da bodo v podjetju dobili oblast lastniki ter da se bo tako povečala učinkovitost podjetij.

Mramor in Valentinčič (2001) sta v svoji raziskavi o finančnem vedenju slovenskih podjetij prišla do presenetljivih rezultatov. Raziskava se je nanašala na tri skupine podjetij. Prvi niz podatkov sta zbrala z vprašalnikom za finančne direktorje podjetij v okviru petletnega raziskovalnega projekta Ekonomske fakultete na temo vedenja slovenskih podjetij v tranziciji, ki se je začel leta 1996. Vzorec je obsegal podatke 51 privatiziranih slovenskih podjetij, zbrani so bili v letu 1998. Drugi in tretji sklop podatkov sta bila pridobljena iz baze Agencije za plačilni promet za obdobje od leta 1994 do leta 1999. Drugi niz podatkov je vključeval 134 podjetij, ki so kotirala na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev (LJSE). Ta podjetja sta avtorja razdelila na skupino podjetij iz borzne kotacije in na podjetja s prostega trga, saj sta predpostavila, da je pritisk trga kapitala pri podjetjih iz kotacije večji kot pri podjetjih s prostega trga. Tretji niz podatkov zajema finančne podatke 1334 privatiziranih podjetij, ki ne kotirajo v borzni kotaciji. Ta podjetja so v glavnem v lasti menedžerjev in zaposlenih, zato sta avtorja predpostavila, da so njihovi cilji drugačni.

Rezultate podatkov prvega niza prikazuje Tabela 1 (na str. 24). Razbrati je mogoče, da so vodilni menedžerji kot najpomembnejše cilje opredelili dolgoročno preživetje podjetja, visoko kreditno sposobnost, finančno neodvisnost in stabilne vire financiranja. To odraža drugačno opredeljenost cilja poslovanja. V tujini so se finančniki za ta cilj poslovanja odločali, ko usmeritev podjetja ni bila jasna ali je bilo podjetje v velikih težavah (Mramor, Groznik, Valentinčič, 1999, str. 3). V raziskavi Mramorja in Valentinčiča (2001) sta cilja maksimiranje tržne vrednosti podjetja in primerljivost financiranja z drugimi podjetji v panogi razvrščena na zadnje mesto. Enako je ugotovil tudi Berk (2003).

Tabela 1: Cilj poslovanja podjetja – rezultati ankete Raziskovalnega centra Ekonomske fakultete (1997) in rezultati ankete Slovenskega instituta za revizijo in Raziskovalnega centra Ekonomske fakultete (2002)

CILJ POSLOVANJA	POVPREČNA POMEMBNOST	
	Mramor, Valentinčič (2001)	Berk (2003)
Dolgoročno preživetje podjetja	5,47	4,17
Visoke kreditne sposobnosti (bonitete)	4,75	
Finančna neodvisnost	4,46	3,38
Vzdrževanje stabilnih virov financiranja	4,46	
Maksimiranje vrednosti delnice	3,6	3,20
Z dejavnostjo primerljiva finančna struktura	1,92	
Plačilna sposobnost		5,19
Dobičkonosnost poslovanja		5,26
Drugo		2,45

Rezultati so zaradi primerljivosti prilagojeni za šeststopenjsko lestvico (1 – najmanj pomembno, 6 – najpomembnejše).

Vir: Mramor, Valentinčič, 2001, str. 78; Berk, 2003, str. 24-28.

Cilji podjetja so lahko drugačni od tistih, za katere so se opredelili finančni direktorji slovenskih podjetij. Če dejanski cilji vodijo v nelikvidnost ali celo nesolventnost, si menedžerji podjetij prizadevajo za cilje, našteje v Tabeli 1, v smislu, da vzdržujejo likvidnost in solventnost z vzdrževanjem višje zadolženosti. Da bi avtorja ugotovila dejanske cilje slovenskih podjetij, sta preučila finančne izkaze poslovanja za obdobje od leta 1995 do leta 1998 (Mramor, Valentinčič, 2001, str. 78–81). Primerjala sta razlike med stopnjo rasti plač in stopnjo rasti storilnosti na delavca, donosnost sredstev in donosnost lastniškega kapitala. V letu 1995 so plače naraščale hitreje kot storilnost delavcev, saj so bila podjetja upravljana na enak način kot v preteklem ekonomskem sistemu. V naslednjih dveh letih se je povečala dobičkonosnost sredstev in lastniškega kapitala, poleg tega se je zmanjšala rast plač, kar pomeni, da so v podjetjih začeli upoštevati zahteve dejanskih lastnikov. V letu 1998 je stopnja rasti plač ponovno precej presegla stopnjo rasti storilnosti. Zanimiv je podatek, da je dobičkonosnost lastniškega kapitala zelo nizka in da je bila v letu 1998 celo nižja kot v letu 1997. Iz tega je mogoče sklepati, da je cilj večine slovenskih podjetij maksimiranje plač oziroma da se podjetja neustrezno (prepočasi) odzivajo na zaostrene razmere na trgu.

Politika distribucije dohodkov z namenom doseči čim večje plače lahko ogrozi dolgoročni obstoj podjetja, lahko vodi k likvidnostnim in solventnostnim težavam, s katerimi se morajo spopadati finančni direktorji. To je po mnenju Mramorja in Valentinčiča (2001, str. 85) tudi glavni razlog, zakaj so menedžerji slovenskih podjetij določili za svoj glavni cilj dolgoročno preživetje podjetja – cilj, ki se ujema s postkeyneziansko teorijo (glej Tabelo 3 na str. 26); v stvarnosti pa večina podjetij sledi cilju maksimiranja plač.

Tabela 2: Značilnosti podjetij po skupinah (za leto 1998)

Vzorec	Prodaja	Sredstva	Zaposleni	ROA (%)	ROE (%)	Dolg v sredstvih (%)
A) 51 od 100 največjih podjetij (vprašalniki)	7,83	4,73	7,69	5,265	3,180	35,450
B) 134 podjetij, ki kotirajo na borzi (<i>traded firms</i>)	13,26	12,34	10,38	4,518	2,817	26,428
– podjetja s prostega trga (<i>free market firms</i>)	4,39	8,21	5,70	3,526	1,146	25,907
– podjetja iz kotacije (<i>listed firms</i>)	7,95	8,21	4,68	7,935	7,360	32,705
C) 1334 olastninjenih podjetij (<i>privatized firms</i>)	37,91	40,12	43,77	3,508	1,345	34,914

Vir: Mramor, Valentinčič, 2001, str. 76, 79.

V letu 2002 sta podobno raziskavo ciljev slovenskih podjetij izvedla Sekcija za poslovne finance Slovenskega inštituta za revizijo in Raziskovalni center Ekonomske fakultete. Vzorec je tokrat zajemal 135 podjetij, ki so bila razdeljena na velika (21 podjetij), srednja (29 podjetij) in mala podjetja (85 podjetij).¹⁹

Iz Tabele 1 (na str. 24), ki prikazuje rezultate ankete, je mogoče razbrati, da so menedžerji na prvo mesto postavili plačilno sposobnost podjetja. Dolgoročno preživetje podjetja, ki je bilo v letu 1997 na prvem mestu, je zdaj šele na tretjem. Vzrok za to bi lahko bil ta, da so podjetja pod vplivom liberalizacije trga in močnimi konkurenčnimi pritiski morala izvesti prestrukturiranje poslovanja in si zagotoviti dolgoročni obstoj. Dejavnik, ki je povzročil uvrstitev plačilne sposobnosti na prvo mesto, je dopolnjen Zakon o finančnem poslovanju podjetij, ki naj bi sankcioniral plačilno nesposobna podjetja. Zakonodaja o nesolventnosti je bila sprejeta sicer že leta 1993, vendar je bil zakon zaradi neizvajanja določil o skrbnem finančnem poslovanju podjetij, neopredeljenih sankcij in slabega poznavanja pravic upnikov leta 1999 dopolnjen. Podjetja naj bi zaradi dopolnjenega zakona namenjala večjo pozornost zagotavljanju stabilnega poslovanja. Zmanjšalo naj bi se tudi število podjetij z blokiranimi računi (Berk, 2002, str. 2).

¹⁹ Značilnosti podjetij:

Od 135 podjetij je imelo večinsko domače lastništvo 115 podjetij, 20 jih je bilo pretežno v tuji lasti. Večina podjetij so bila družbe z omejeno odgovornostjo ali zaprte delniške družbe, javnih delniških družb je bilo v vzorcu devet. 85 odstotkov podjetij iz vzorca je ustvarjalo pozitiven rezultat iz poslovanja, v letu 2000 pa niso bila v finančni stiski. Anketirana podjetja so v povprečju na tujih trgih dosegla 39 odstotkov realizacije: mala 24 odstotkov in večja 56 odstotkov. Polovica malih podjetij je izvozila manj kot 9 odstotkov celotne proizvodnje, medtem ko tega deleža ni doseglo le pet odstotkov večjih podjetij. Polovica anketiranih večjih podjetij je na tujih trgih ustvarila kar tri četrtine vseh prihodkov (Berk, 2003, str. 3–4).

Tabela 3: Pogled na cilje podjetja skozi različne spremenljivke treh teorij: neoklasične, postkeynezijske in teorije upravljanja podjetja s strani zaposlenih

	NEOKLASIČNA TEORIJA	POSTKEYNESIJSKA TEORIJA	TEORIJA UPRAVLJANJA PODJETJA S STRANI ZAPOSLENIH
Prevladujoča interesna skupina	delničarji	menedžerji	delavci
Cilj podjetja	maksimiranje vrednosti delnic	maksimiranje verjetnosti dolgoročnega preživetja	maksimiranje plač (kratkoročni vidik)
Razlika med stopnjo rasti storilnosti in plač	pozitivna	pozitivna	negativna
ROA	visoka	visoka	majhna
ROE	visoka	visoka	majhna

Vir: Mramor, Valentinčič, 2001, str. 74.

3.2. PRIVLAČNOST RAZLIČNIH VIROV FINANCIRANJA ZA SLOVENSKA PODJETJA

Naloga finančne funkcije v podjetju je, da financira podjetje tako, da bodo stroški vseh virov financiranja najmanjši. Raziskave so pokazale, da so v Sloveniji podjetja, ki se dejavno ukvarjajo z vprašanjem optimalne strukture kapitala, redka (Mramor, Valentinčič, 2001, str. 73). To je slabo, sploh če pri tem upoštevamo dejstvo, da so bili stroški financiranja v Sloveniji v preteklih letih bistveno višji kot v razvitem svetu.

Da bi lahko razumeli stanje na področju strukture kapitala v Sloveniji, moramo upoštevati celoten splet okoliščin, ki so prizadevale Slovenijo v njenem razvoju. Upoštevati je treba, da so se podjetja spoprijemala z mnogimi omejitvami: obrestne mere v Sloveniji so bile zelo visoke, domači in tuji dolgoročni krediti so bili dosegljivi le za nekatera podjetja. Iz monetarnih razlogov je Banka Slovenije uvedla globalne omejitve zadolževanja v tujini (Mramor, Valentinčič, Groznik, 1999, str. 229-235).

V letih od 1991 do 1993, torej pred začetkom odprave družbene lastnine, so bila podjetja glede na to, kaj bi bilo optimalno, dolgoročno različno financirana. V malo ali nič zadolženih podjetjih je veljalo prepričanje, da z njihovim dolgoročnim načinom financiranja ni nič narobe. V bolj zadolženih podjetjih so se zavedali, da so glede na razmere prezadolženi. Njihov problem je bil močno omejen primarni trg lastniškega kapitala, saj so težko pridobila nov lastniški kapital. Tudi rezultati poslovanja so bili slabi, zato se niso mogla financirati z zadržanimi dobički. Poleg tega podjetja niso hotela povečati obsega in s tem deleža

družbenega kapitala. Razlog za to je bil Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij, ki je spodbujal zaposlene k čim nižji vrednosti družbenega kapitala. Če je bilo družbenega kapitala malo, so lahko zaposleni prevzeli večinski delež. Dodaten pomemben dejavnik so bili v Sloveniji v tem obdobju tudi majhni stroški finančne stiske (Mramor, Valentinčič, Groznik, 1999, str. 230- 235).

Tabela 4 prikazuje privlačnost virov financiranja, kot sta jih izmerili raziskavi, izvedeni s petletnim zamikom. Vidimo, da je bil v letu 1997 za menedžerje slovenskih podjetij najprivlačnejši notranji lastniški kapital, sledi mu dolgoročno bančno posojilo. Raziskava v letu 2002 pa je pokazala večjo privlačnost dolgoročnega bančnega posojila, zadržani dobiček je na drugem mestu. Glede na to, da so slovenska podjetja nizko zadolžena, in glede na ugotovljeno višino stroškov posamezne sestavine kapitala je rezultat nenavaden.

Tabela 4: Privlačnost virov financiranja – rezultati ankete Raziskovalnega centra Ekonomske fakultete (1997) in rezultati ankete Slovenskega instituta za revizijo in Raziskovalnega centra Ekonomske fakultete (2002)

VIRI FINANCIRANJA	POVPREČNA PRIVLAČNOST	
	Mramor, Valentinčič (2001)	Berk (2003)
Notranji lastniški kapital (zadržani oz. preneseni dobiček)	3,50	3,56
Dolgoročno bančno posojilo	2,50	3,68
Zunanji lastniški kapital	2,20	2,84
Zamenljiv dolg	1,50	2,22
Zamenljive prednostne delnice	1,10	1,88
Prednostne delnice in vplačilo prednostnega lastniškega kapitala		3,41
Dolgoročni finančni najem		2,70
Dolgoročni poslovni najem		2,45
Drugo		1,29

Uporabljena je petstopenjska lestvica: 1 – neugodno, 5 – zelo ugodno.

Vir: Mramor, Valentinčič, 2001, str. 84; Berk, 2003, str. 28-34.

3.2.1. Zakaj so slovenska podjetja nizko zadolžena?

Podjetja v Sloveniji so bila v obdobju od začetka tranzicije do danes nizko zadolžena, mnogo nižje kot države v razvitih tržnih gospodarstvih. Vzrokov za to stanje je več. Eden je prav gotovo **neučinkovitost slovenskega trga kapitala**. Podatki, ki so na voljo, so včasih povsem neuporabni (Deželan, 1999, str. 2-3). To je razumljivo, saj gre za razmeroma mlad trg. Slovenski trg kapitala se je začel razvijati z reformo ekonomskega sistema v letih 1988/89. Takrat je Slovenija potrebovala dobro organiziran, transparenten in likviden trg kapitala, ki bi

deloval z nizkimi stroški in bi stimuliral finančni sektor. Pomemben korak pri razvoju slovenskega trga kapitala se je zgodil leta 1989, ko je bila ustanovljena Slovenska borza vrednostnih papirjev. Učinkovitost kapitalnega trga se je povečala s privatizacijo, ko so vsi državljani Republike Slovenije dobili certifikate, ki so jih lahko investirali v podjetja, in tako postali delničarji podjetij. Obenem so se razvili določeni finančni posredniki, kot so pooblašcene investicijske družbe, investicijski skladi in drugi.

Drugi razlog je **premajhno znanje vodilnih menedžerjev**. Menedžerji, ki so podjetja desetletja vodili v prejšnjem ekonomskem sistemu, so nenadoma postali menedžerji v drugem ekonomskem sistemu. Na splošno bi menedžerji potrebovali več analitičnega znanja, bolj bi morali poznati finančni trg in posledice vključevanja v mednarodne organizacije (Mramor, Valentinčič, 2001, str. 89).

Naslednji razlog so **predstave vodilnih menedžerjev o stroških kapitala in pomanjkanje znanja o upravljanju podjetij**. Mramor, Valentinčič, Groznik (1999, str. 229-233) so v raziskavi ugotovili, da je v letu 1997 90 odstotkov vodilnih slovenskih menedžerjev menilo, da sta strošek zadržanih dobičkov in strošek navadnega lastniškega kapitala v celoti enak nič. Menedžerji so menili, da ni z zelo nizkim zadolževanjem nič narobe. V medijih so izjavljali, da je treba drag dolžniški kapital zamenjati s poceni lastniškim kapitalom. Razmere so se do raziskave v letu 2002 (Berk, 2003, str. 27-34) že nekoliko spremenile. Iz Tabele 5 je mogoče razbrati, kako menedžerji ocenjujejo stroške virov financiranja pet let pozneje. Strošek navadnega lastniškega kapitala je na ravni kratkoročnega dolga. Dolgoročni najem se je izkazal kot dražji vir kakor navadni lastniški kapital, kar je v nasprotju s prakso držav z daljšo tradicijo tržnega gospodarstva, kjer je strošek navadnega lastniškega kapitala največji od vseh stroškov finančnih virov.

Tabela 5: Ocene realnih letnih stroškov virov financiranja podjetja – rezultati ankete Slovenskega instituta za revizijo in Raziskovalnega centra Ekonomske fakultete (2002)

VIRI FINANCIRANJA	POVPREČJE		
	VSA PODJETJA	Manjša	Večja
Prednostni lastniški kapital	10,00		10,00
Dolgoročni najem	8,92	9,57	8,17
Dolgoročne rezervacije	7,60	3,00	8,75
Navadni lastniški kapital	6,91	8,57	6,13
Kratkoročna posojila – domača	6,76	7,23	6,00
Kratkoročna posojila – tuja	6,33	8,00	3,00
Dolgoročna posojila – domača	5,44	5,29	6,00
Dolgoročna posojila – tuja	5,27	6,33	4,88

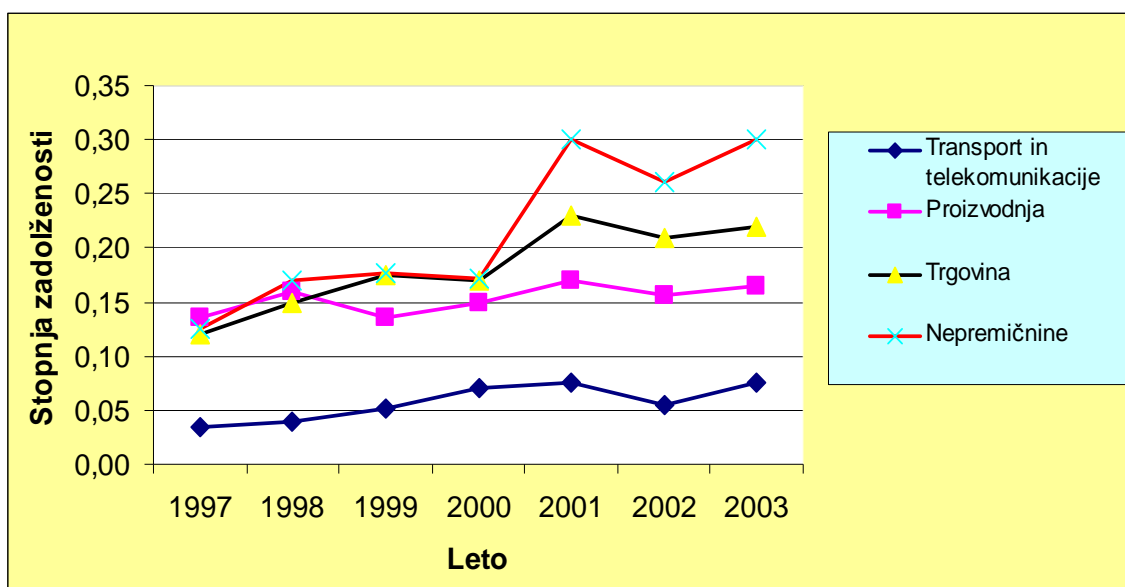
Vir: Berk, 2003, str. 27-34.

Objektiven razlog nizke zadolženosti je tudi **omejen dostop do dolgoročnega dolžniškega financiranja doma in v tujini**. Večini podjetij je bilo težko pridobiti dolgoročno posojilo za odkup lastnih delnic; če pa so možnost imela, so bili stroški zadolžitve zelo visoki. Ključni pogoj za znižanje stroškov dolgoročnega financiranja podjetja z dolgom je tudi donosnost sredstev, ki je višja od obrestne mere teh dolgoročnih posojil. Ta pogoj pri večini podjetij ni bil izpolnjen in v nekaterih podjetjih še danes ni. Izjema so podjetja, ki so lastne delnice odkupila po zelo nizkih cenah (tržna vrednost lastniškega kapitala je bila nižja od knjigovodske) (Mramor, Valentinčič, Groznik, 1999, str. 230-240).

3.3. STRUKTURA KAPITALA PO INDUSTRIJSKIH PANOGAH

Empirične raziskave so pokazale, da se struktura kapitala med podjetji znotraj industrijske dejavnosti razlikuje manj kot struktura kapitala med podjetji v različnih dejavnostih. Torej na strukturo kapitala močno vpliva dejavnost podjetja. Haris in Raviv (1991) menita, da je splošno znano, da imajo podjetja v isti dejavnosti podobno razmerje med dolgom in kapitalom. Združila sta spoznanja štirih študij ki so preučevali finančni vzvod za izbrane industrije: Bowen, Daely in Huber (1982), Bradley, Jarrel in Kim (1984), Long in Malitz (1985) in Kester (1986). Te študije so pokazale, da imajo specifične industrijske panoge skupno stopnjo finančnega vzvoda, ki ostaja skozi čas tako rekoč nespremenjena.

Slika 6: Stopnja zadolženosti največjih slovenskih podjetij po posameznih panogah za obdobje od 1997 do 2003



Vir: Berk, 2005, str. 6.

Slika 6 prikazuje gibanje strukture kapitala, in sicer za 44 večjih podjetij z borzne kotacije in prostega trga po posameznih dejavnostih, v obdobju od 1997 do 2003. Zadolženost²⁰ največjih podjetij se v Sloveniji počasi povečuje. To kaže, da se največja slovenska podjetja postopoma odmikajo od prvotnega stanja zelo nizke zadolženosti slovenskih podjetij.

S slike je nazorno razvidno, da dejavnost opredeljuje tudi podjetja v Sloveniji. Največji delež dolga imajo podjetja v dejavnosti nepremičnin (30,4 %), sledijo dejavnost trgovine (22,6 %), proizvodnja (16,9 %), najmanj dolga (7,4 %) pa so v povprečju imela podjetja v dejavnosti transporta in telekomunikacij (Berk, 2005, str. 6).

Podjetja znotraj panoge imajo različne strukture kapitala, zelo homogena pa so podjetja v proizvodni panogi. Ta podjetja imajo zelo majhno spremenljivost v razmerju dolg-kapital. Poleg tega to razmerje ostaja skozi čas dokaj stabilno, medtem ko je v drugih panogah prisotna večja spremenljivost. Podjetja se ne držijo enake politike strukture kapitala, imajo različno dinamiko v času, vendar se izkazujejo smernice povečevanja zadolženosti (Berk, 2005, str. 5).

3.4. PRIMERJAVA SLOVENSКИH PODJETIJ S PODJETJI IZ DRUGIH DRŽAV EU GLEDE STRUKTURE KAPITALA

V zvezi s primerjavami finančnega vzvoda med državami je bilo narejenih že veliko študij. Večina teh primerja zadolženost ZDA, celinske Evrope in Japonske. Velja, da so z nekaterimi izjemami države celinske Evrope in Japonska bolj zadolžene od ZDA (Rajan, Zingales, 1995). Upoštevati je treba, da je zaradi razlik v pravnem in institucionalnem sistemu ter tudi zaradi razlik v računovodskih standardih države med sabo težko primerjati (Bancel, 2004). Kljub temu lahko določimo osnovno usmerjenost.

Iz Tabele 6 (na str. 29) je mogoče razbrati, da se dolžniško financiranje slovenskih podjetij v povprečju močno razlikuje od dolžniškega financiranja podjetij iz Evropske unije. Slovenska podjetja ne dosegajo polovice zadolženosti podjetij EU. Evropska podjetja v panogi transport in komunikacije imajo celo devetkrat večjo zadolženost od slovenskih podjetij v tej panogi.

Zanimivo je, da panoga v drugih državah EU drugače vpliva na strukturo kapitala kot v slovenskih podjetjih. Konec leta 2002 so si v slovenskih podjetjih glede na stopnjo zadolženosti sledile dejavnosti (od najvišje zadolženosti do najnižje): nepremičnine, trgovina, predelovalne dejavnosti, transport in komunikacije. V preučevanih državah EU je bilo zaporedje naslednje: transport in telekomunikacije, nepremičnine, trgovina in predelovalne dejavnosti. Podjetja iz dejavnosti transport in komunikacije so v Sloveniji najmanj zadolžena, v preučevanih državah EU pa najbolj.

²⁰ Dolg je bil izračunan kot delež dolgoročnih finančnih in poslovnih obveznosti, dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev in kratkoročnih obveznosti do bank v celotnem kapitalu podjetja.

Tabela 6: Primerjava stopnje zadolženosti podjetij v Sloveniji s podjetji iz nekaterih držav EU na dan 31. 12. 2002

	Proizvodnja	Trgovina	Transport	Nepremičnine	Vse panoge
Nizozemska	33	42	71	33	45
Belgija	41	29	55	40	41
Francija	33	39	72	28	43
Španija	35	25	58	47	41
Italija	42	46	36	60	46
Avstrija	40	48	30	72	47
Portugalska	28	45	63	61	49
Finska	30	25	45	25	31
Povprečje EU	35	39	54	46	43
SLOVENIJA	16	21	6	26	17

Vir: Berk, 2005, str. 7.

3.5. DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA STRUKTURO KAPITALA

Od leta 1958, ko je izšel Modigliani-Millerjev članek s teoremom irelevantnosti, se je teorija strukture kapitala torej razvijala v dve smeri. Prva smer je bila teorija izključevanja, ki je poudarjala, da optimalna struktura kapitala obstaja ter da se podjetje odloča med prednostmi davčnega štita in stroški stečaja in stroški agentov. Druga je bila teorija vrstnega reda, ki navaja, da ni natančno opredeljene optimalne strukture kapitala in da menedžerji dajejo prednost financiranju z notranjimi viri, sledi financiranje z dolžniškim kapitalom in šele na koncu financiranje z lastniškim kapitalom. V skladu s tema konkurenčnima teorijama navajam dejavnike strukture kapitala, ki jih je mogoče empirično preveriti. Pri vsakem ocenjujem smer vpliva na zadolženost.²¹

Opredmetenost sredstev (ang. *tangibility of assets*).²² Teorija izključevanja utemeljuje, da ima pozitiven vpliv na zadolževanje. Če ima podjetje velik delež stalnih sredstev v celotnih sredstvih, so ta sredstva lahko uporabljena kot zavarovanje bančnega dolga (ang. *collateralization*), utemeljujejo Jensen in Meckling (1976) ter Myers (1977). Zavarovanje bančnega dolga s stalnimi sredstvi zmanjša nasprotje interesov, saj si lastniki (oziroma menedžerji v njihovem imenu) podjetja ne bodo upali več sprejemati zelo tveganih projektov in tako prelivati premoženja upnikov v svojo korist. Podjetja, ki nimajo dovolj stalnih sredstev, s katerimi bi zavarovala dolg, manj uporabljajo financiranje z dolgom, ker je ta zanje dražji. Empirične študije so potrdile pozitivno povezavo med opredmetenostjo sredstev

²¹ Dejavniki so v večji meri povzeti po raziskavi za slovenska podjetja (glej Berk, 2005, str. 8-14).

²² Opredmetenost sredstev je opredeljena kot razmerje med stalnimi sredstvi in celotnimi sredstvi.

in deležem dolga v strukturi kapitala (Rajan, Zingales, 1995). Kljub temu ne moremo *a priori* trditi, da je povezava pozitivna.

Stopnja rasti prodaje. Predpostavlja se, da ima pozitiven vpliv na delež dolžniškega kapitala v strukturi kapitala (Baskin, 1989). Podjetja z večjo rastjo prodaje večinoma potrebujejo več tekočih in stalnih sredstev, za kar potrebujejo več virov za financiranje. Potem ko zmanjka notranjih virov financiranja, začne podjetje v skladu s teorijo vrstnega reda uporabljati dolžniške vire financiranja.

Razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo (ang. *market-to-book ratio*) je nadomestna spremenljivka (ang. *proxy*) **priložnosti za prihodnjo rast**. Empirične raziskave ponujajo mešane odgovore. Po eni strani priložnosti za rast pomenijo večjo prihodnjo prodajo, ki zahteva več financiranja z dolgom. Po drugi strani priložnosti za rast pomenijo tudi večjo vrednost lastniških vrednostnih papirjev, kar je lahko spodbuda za financiranje z lastniškim kapitalom. Goyal et al. (2002), Rajan in Zingales (1995) so ugotovili negativno povezavo, Titman in Wessels (1988) pa sta ugotovila pozitivno povezavo.

Velikost podjetja oziroma obseg prodaje.²³ Večja podjetja naj bi imela bolj razpršena sredstva in imajo stabilnejši denarni tok, zato je verjetnost finančne stiske manjša kot pri manjših podjetjih. Zato naj bi banke tem podjetjem odobrile več posojila, ta podjetja naj bi imela večji delež dolga v strukturi kapitala (Rajan, Zingales, 1995). Po drugi strani je zelo verjetno, da imajo velika podjetja manjšo asimetričnost informacij, saj so njihovi podatki poslovanja dostopnejši javnosti kot pri manjših podjetjih. Zato naj bi velika podjetja uporabljala bolj financiranje z lastniškim kapitalom kot z dolžniškim. Empirične študije so večinoma pokazale pozitivno povezavo.

Stopnja poslovnega vzvoda (ang. *degree of operating leverage*) je uporabljena kot nadomestek za nestanovitnost prihodkov (ang. *earnings volatility*). Ocenjeno je, da je povezava s finančnim vzvodom negativna. Za podjetja z nestanovitnimi prihodki velja, da investitorji težje določijo njihove prihodnje donose na podlagi javno dostopnih informacij. Posojilodajalci bodo za tako podjetje zahtevali višjo premijo za tveganje, kar bo povečalo stroške dolžniškega kapitala (DeAngelo, Masulis, 1980). To je v skladu s teorijo vrstnega reda. Teorija izključevanja potrjuje negativno povezavo, vendar jo razlaga nekoliko drugače. Pravi, da nestanovitni prihodki povečujejo verjetnost finančne stiske.

Dobičkonosnost. Sprva je veljalo prepričanje, da je v skladu s teorijo izključevanja dobičkonosnost pozitivno povezana s finančnim vzvodom. Dobičkonosnost naj bi zaradi prednosti davčnega ščita povečevala zadolženost. Poleg tega se z večjo dobičkonosnostjo zmanjšujejo stroški finančne stiske (Jensen, Solberg in Zorn, 1992). Ko so razmerje med

²³ Obseg prodaje se uporablja kot nadomestek za velikost podjetja, ker veliko podjetij prikazuje manjšo vrednost sredstev, kot je dejanska, npr. s pogodbami o zakupu (Titman, Wessels, 1988).

dobičkonosnostjo in finančnim vzvodom empirično testirali, so ugotovili, da je povezava negativna skladno s teorijo vrstnega reda. V skladu s teorijo vrstnega reda naj bi podjetja v nove projekte najprej investirala z zadržanimi dobički, nato z dolgom in naposled z lastniškim kapitalom. Zato naj bi imela bolj dobičkonosna podjetja manj dolga. Titman in Wesels (1988), Rajan in Zingales (1995) ter Pandey (2001) so potrdili negativno povezavo (v skladu s teorijo vrstnega reda). Wald (1999), ki je prav tako potrdil negativno povezavo, celo trdi, da ima dobičkonosnost največji vpliv na razmerje med dolgom in kapitalom.

Vrednost nedolžniškega davčnega štita (ang. *non-debt tax shield*) naj bi bila negativno povezana s stopnjo dolžniškega kapitala v strukturi kapitala. DeAngelo in Masulis (1980) menita, da je nedolžniški davčni štiti nadomestek za davčne koristi pri financiranju z dolžniškim kapitalom in da se zato pričakuje, da bodo imela podjetja z večjimi nedolžniškimi davčnimi štiti manj dolžniškega kapitala. Ross (1985) nadalje trdi, da bi podjetje, če bi kljub visokim nedolžniškim davčnim štitom uporabljalo zelo visoko financiranje z dolžniškim kapitalom, postalo »davčno izčrpano«, v smislu, da ne bi moglo izkoristiti celotnega potencialnega davčnega štita. Nedolžniški davčni štiti torej zmanjšuje interese podjetja za večje zadolževanje, kar v glavnem potrjujejo tudi empirične študije.

3.6. PRIMERJAVA RAZISKAV, KI SO PREUČEVALE DEJAVNIKE, KI VPLIVAJO NA STRUKTURO KAPITALA PODJETIJ V SLOVENIJI

Berk (2005) je empirično testiral dejavnike strukture kapitala v 44 največjih podjetjih, ki kotirajo na Ljubljanski borzi. Uporabil je naslednji multipli regresijski model (najmanjša vsota kvadratov odklonov):

$$LEV_i = \alpha + \beta_1 TANG_i + \beta_2 g(S)_i + \beta_3 MtB_i + \beta_4 \ln(S)_i + \beta_5 DOL_i + \beta_6 ROIC_i + \beta_7 NDTS_i + \beta_8 D_{TRADE,i} + \beta_9 D_{MANUFACT,i} + \varepsilon_i. \quad (3)$$

Legenda:

LEV_i – finančni vzvod

$TANG$ – opredmetenost sredstev

$g(S)$ – rast prodaje

MtB – razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo podjetja

$\ln(S)$ – prodaja (nadomestek za velikost podjetja)

DOL – stopnja finančnega vzvoda iz poslovanja (nadomestek za nestanovitnost prihodkov)

$ROIC$ – donosnost investiranega kapitala (ang. *return on invested capital*) (nadomestek za dobičkonosnost)

$NDTS$ ²⁴ vrednost nedolžniškega davčnega štita

D_{TRADE} – binarna spremenljivka (ang. *dummy variable*) za trgovino

²⁴ $NDTS$ je opredeljen kot: $NDTS = EBIT - I - \frac{T}{0,125}$.

$D_{MANUFACT}$ – binarna spremenljivka za proizvodnjo

ε – naključen vpliv

Vir: Berk, 2005, str. 9–10.

Analiza je pokazala (glej Tabelo 7), da obstaja močna negativna povezava med opredmetenostjo sredstev in finančnim vzvodom. To je glede na teorijo presenetljivo, saj bi pričakovali, da imajo podjetja z več stalnimi sredstvi večji finančni vzvod, ker lahko prek stalnih sredstev zavarujejo dolg in so s tem nižje premije za tveganje. Negativno povezavo sta ugotovila tudi Mramor in Valentinčič (2001, str.86). Navajata, da to kaže na dejstvo, da slovenska podjetja iz borzne kotacije sledijo postkeynesianski teoriji, kjer se manj tvegani projekti (tj. projekti z manj stalnimi sredstvi) ne financirajo toliko z dolžniškim kapitalom, ampak bolj z lastniškim kapitalom. Berk (2005, str. 12) navaja tudi drugi možni razlog, ki sicer ni bil empirično testiran, to je prevrednotenje stalnih sredstev. Računovodski standardi so do nedavnega dovoljevali prevrednotenje stalnih sredstev z namenom kompenziranja inflacije.

Tabela 7: Prikaz dejavnikov strukture kapitala za obdobji 2000–2001 in 2002–2003

	Odvisna spremenljivka LEV_{2001}				Odvisna spremenljivka LEV_{2003}			
	Povprečja neodvisnih spremenljivk (2000–2001)				Povprečja neodvisnih spremenljivk (2002–2003)			
	z interceptom		brez intercepta		z interceptom		brez intercepta	
	koeficient	t-test	koeficient	t-test	koeficient	t-test	koeficient	t-test
intercept	-0,618	-0,880			-0,1746	-0,4933		
TANG	-0,562	-2,208	-0,612*	-2,211	-0,6423*	-3,3655	-0,485*	-2,588
g(S)	-0,011	-1,366	-0,031	-0,865	0,0502	1,7636	0,0149	0,5315
MtB	7,38E-5*	2,107	6,68E-5*	2,450	3,49E-05	1,6072	5,316E-5*	2,4937
ln(S)	0,069	1,583	0,073	0,830	-0,1746	1,7278	0,0096	0,4516
DOL	0,223	1,326	0,223	1,893	0,1381	0,9235	0,1876	1,2793
ROIC	-3,033**	-2,905	-3,033**	-2,905	-1,2411	-1,4499	-1,6090*	-2,0161
NDTS	9,01E-08	1,670	9,01E-08	1,670	4,76E-09	0,1982	-3,6198E-09	-0,1535
D_{TRADE}	0,034	0,301	0,050	0,200	-0,0180	-0,2277	0,1997	0,5256
$D_{MANUFACT}$	-0,556	-0,890	-0,710	-0,760	0,2010	0,9820	0,1709	0,4922
R^2 (F-test)	0,532 (2,77)		0,786 (5,88)		0,432 (2,45)		0,733 (7,98)	

Legenda:

* pomembna/značilna korelacija

** pomembna/značilna korelacija

Vir: Berk, 2005, str. 11, 13.

Močna je tudi pozitivna povezava med priložnostmi za rast (testirana je bila nadomestna spremenljivka, razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo) in finančnim vzvodom. To pomeni, da se podjetja, kjer je več priložnosti za rast, bolj financirajo z dolžniškim kapitalom. Ta ugotovitev prikazuje stvarno sliko poslovnih financ v Sloveniji, ko podjetja ne izdajajo novih delnic, razen če ne gre za prvo izdajo (Berk, 2005, str. 12). Glede tega se Slovenija močno razlikuje od evropskih podjetij, kjer struktura kapitala temelji na trenutnih pogojih na

trgu in kjer poskušajo podjetja vzdrževati fleksibilnost ter uporabiti poceni lastniške vire financiranja, ko so cene lastniških vrednostnih papirjev visoke (Bancel, Mitto, 2003).

Med dobičkonosnostjo (nadomestek je donos na investirani kapital) in finančnim vzvodom je opaziti negativno povezavo. Do podobnih rezultatov sta prišla tudi Mramor in Valentinčič (2001, str. 86). Njune rezultate prikazuje Tabela 8.

Tabela 8: Regresijska analiza podatkov iz finančnih izkazov, ki zadevajo odločitve o strukturi kapitala za različne vrste slovenskih podjetij

Odvisna spremenljivka	Vzorec podjetij iz treh sklopov	Neodvisna spremenljivka	
		Neoklasična teorija	
		ROA (nadomestek za dobičkonosnost)	Opredmetenost sredstev
Delež dolga v sredstvih	A) 51 od 100 največjih podjetij (vprašalniki)	-0,557	-0,392
	B) 134 podjetij, ki kotirajo na borzi	-0,507	-0,442
	– podjetja s prostega trga	-0,735	-0,393
	– podjetja iz kotacije	-0,346	0,718
	C) 1334 olastninjenih podjetij	30,767	-5,848

Vir: Mramor, Valentinčič, 2001, str. 86.

Izsledki obeh raziskav (Berk, 2005, str. 8-14, 18-19 in Mramor, Valentinčič, 2001, str. 78-90) so skupaj s pričakovanimi odvisnostmi prikazani v Tabeli 9 (na str. 36). Na podlagi obeh študij lahko ugotovimo, da se podjetja v Sloveniji bolj držijo teorije vrstnega reda kot teorije izključevanja.

Tabela 9: Prikaz vpliva posameznih dejavnikov strukture kapitala na finančni vzvod po teoriji izključevanja, teoriji vrstnega reda in raziskavah Mramorja, Valentinčiča in Berka

	Teorija izključevanja	Teorija vrstnega reda	Berk (2005)		Mramor, Valentinčič (2001)
			2001–2002	2002–2003	1997
Opredmetenost sred.	+		–	–	–
Rast	–	+(-)	–	+	
Velikost	+	–	+	+	
Nest. prih	–	–	+	+	
Dobičkonosnost	+	–	–	–	–
Nedolž. davč. ščit	–		+	+	

Vir: Jensen, Meckling, 1976; Baskin, 1989; Rajan, Zingales, 1995; Jensen, Solberg, Zorn, 1992; Pandey, 2001; DeAngelo, Masulis, 1980; Mramor, Valentinčič, 2001; Berk, 2005.

4. SKLEP

Po analizi dosedanjih spoznanj s področja strukture kapitala je mogoče skleniti, da natančen odgovor, kako naj podjetja izbirajo ustrezno razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom, še ni bil podan in da bo ta problematika še vnaprej spodbujala domišljijo številnih raziskovalcev in tudi vodilnih menedžerjev podjetij, saj so le-ti odgovorni za uspeh podjetja v konkurenčnem tržnem gospodarstvu. Uspešna bodo samo tista podjetja, ki bodo zasledovala strukturo kapitala, ki je glede na razmere najustreznejša. Pri tem mora podjetje upoštevati, da na strukturo kapitala vpliva kompleksen sklop dejavnikov, med katerimi je nekatere težko ovrednotiti.

Slovenija se je v svojem razvoju spoprijemala z značilnimi tranzicijskimi težavami. Menedžerji so morali najprej spremeniti cilje poslovanja. Na začetku je bil zelo očiten vpliv zaposlenih, saj so podjetja sledila cilju maksimiranja plač in ne cilju maksimiranja vrednosti za lastnike, kakor je to običajna praksa v državah z daljšo tradicijo tržne ekonomije. Slovenska podjetja so bila zelo nizko zadolžena. Po eni strani so podjetja zelo težko pridobila tako domača kot tuja posojila, saj so večinoma poslovala z izgubo, po drugi strani pa so vodilni menedžerji menili, da s takim načinom financiranja ni nič narobe, ker so smatrali, da je dolžniški kapital mnogo dražji, saj so menili, da je lastniški kapital tako rekoč brezplačen. V naslednjih letih se je položaj precej spremenil, z drugačnimi razmerji pri obvladovanju podjetij je postopoma začel naraščati delež dolga v strukturi kapitala, čeprav po deležu dolga v strukturi kapitala Slovenija še vedno zaostaja za povprečjem drugih držav Evropske unije. Povečal se je tudi strošek lastniškega kapitala in je primerljiv s stroškom kratkoročnih posojil (nekaj več kot 6 odstotkov), čeprav je še vedno manjši kot običajno v razvitih okoljih.

Rezultati empiričnega testa (Berk, 2005) so pokazali, da v največjih delniških družbah, ki kotirajo na borzi, obstaja močna negativna povezava med opredmetenostjo sredstev in finančnim vzvodom, negativna povezavo med dobičkonosnostjo in finančnim vzvodom ter močna pozitivna povezava med priložnostmi za rast in finančnim vzvodom. V zvezi z vplivom opredmetenosti sredstev in dobičkonosnosti sta podobno ugotovila tudi Mramor in Valentinčič (2001). Na podlagi teh rezultatov je mogoče sklepati, da se slovenska podjetja bolj kot v skladu s teorijo izključevanja obnašajo v skladu s teorijo vrstnega reda.

LITERATURA

1. Altman Edward I.: A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. *The Journal of Finance*, New York, 39(1984), 4, str. 1067-1089.
2. Baker Malcolm, Wulglar Jeffrey: Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, New York, 57(2002), 1, str. 1–32.
3. Bancel Franck, Usha R. Mittoo: The Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. *Financial Management*, New York, 33(2004), 4, str. 103–133.
4. Baskin J.: Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*, New York, 1(1989), 1, str. 26–35.
5. Berens James L., Cuny Charles J.: The Capital Structure Puzzle Revisited. *The Review of Financial Studies*, New York, 8(1995), 4, str. 1185–1208.
6. Berk Aleš: Addressing the inability to pay and restructuring of financially distressed enterprises in Slovenia. *Economic Business Review for Central and South-Eastern Europe*, Ljubljana, 5(2003), 4, str. 255–283.
7. Berk Aleš: Drivers of Leverage in Slovene Blue-Chip Firms and Stock Performance Following Substantial Debt Increases. Working Paper RCEF No.172. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 22 str.
8. Berk Aleš: Razvitost finančne funkcije v slovenskih podjetjih. 1. poslovnofinančna konferenca Slovenskega inštituta za revizijo. Zbornik referatov. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2003a, str. 17–43.
9. Berk Aleš: Učinki zakonodajnega urejanja plačilne nediscipline v slovenskem gospodarstvu. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 107 str.
10. Bowen R.M., Daley L.A., Huber C.C., Jr.: Evidence on the Existence and Determinants of Inter-Industry Leverage Differences. *Financial Management*, New York, 11(1982), 4, str. 10–20.
11. Bradley Michael, Jarrell Gregg, Kim E. Han: On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, New York, 39(1984), 3, str. 857–878.

12. Brealey Richard A., Myers Stewart C.: Principles of Corporate Finance. Sixth edition. Boston : McGraw-Hill, 2000. 1093 str.
13. Brigham Eugene F., Daves Phillip R.: Intermediate Financial Management. 8th. Masson (Ohio) : Thomson Learning-South Western. 2004. 1037 str.
14. DeAngelo Harry, Masulis Ronald W.: Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. Journal of Financial Economics, Amsterdam, 8(1980), 1, str. 3–30.
15. Deželan Silva: Efficiency of the Slovenian Capital Market. Working Paper RCEF. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 27 str.
16. Donaldson Gordon: Corporate Debt Capacity. Boston : Harvard School of Business Administration, Division of Research, 1961. 121 str.
17. Gervais Simon, Heaton J. B., Odean Terrance: Overconfidence, Investment Policy, and Executive Stock Options. Working Paper No. 15-02. Philadelphia : Rodney L. White Center for Financial Research. 2003. 36 str.
18. Gilson S.: Management Turnover and Financial Distress. Journal of Financial Economics, Amsterdam, 25(1989), 2, str. 241–262.
19. Goyal K. Vidhan, Lehn Kenneth, Racic Stanko: Growth Opportunities and Corporate Debt Policy: The Case of the U.S. Defence Industry. Journal of Financial Economics. Amsterdam, 64(2002), 1, str. 35–59.
20. Graham John R., Campbell R. Harvey: The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. Journal of Financial Economics, Amsterdam, 60(2001), 2/3, str. 187–243.
21. Harris Milton, Raviv Arthur: The Theory of Capital Structure. Journal of Finance, New York, 46(1991), 1, str. 297–355.
22. Heaton J. B.: Managerial Optimism and Corporate Finance. Financial Management, New York, 31(2002), 2, str. 33–45.
23. Jensen M., Solberg D., Zorn T.: Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies. Journal of Financial and Quantitative Analysis, Seattle, Washington, 27(1992), 2, str. 247–263.

24. Jensen Michael C., Meckling William: The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 3(1976), 4, str. 305–360.
25. Kester Carl W.: Capital and Ownership structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. *Financial Management*, New York, 15(1986), 1, str. 5–16.
26. Leland Hyne E., Pyle David H.: Informational Asymetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, New York, 32(1977), 5, str. 371–387.
27. Long Michael, Malitz Ileen: The Investment-financing Nexus: Some empirical Evidence. *Midland Corporate Finance Journal*, B.k., 3(1985), 3, str. 53–59.
28. March James G., Shapira Zur: Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking. *Management Science*, Evanston, 11(1987), 11, str. 1404–1418.
29. Miller Merton H.: Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, New York, 32(1997), 5, str. 262–275.
30. Modigliani Franco, Miller Merton H: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, Nashville, 53(1963), 3, str. 433–443.
31. Modigliani Franco, Miller Merton H: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, Nashville, 48(1958), 3, str. 261–297.
32. Mramor Dušan, Groznik Peter, Valentinčič Aljoša: Stanje in dileme poslovnih financ v Sloveniji. Prašnikar Janez, urednik, *Poprivatezacijsko obnašanje slovenskih podjetij*. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1999, str. 221–248.
33. Mramor Dušan, Valentinčič Aljoša: When Maximizing Shareholder's Wealth is Not The Only Choice. *Eastern European Economics*, Armonk, New York, 39(2001), 6, str. 64–93.
34. Mramor Dušan: Finančna politika podjetja: teoretični prikaz. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1991. 145 str.
35. Myers Steward C.: The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, New York, 39(1984), 3, str. 187–221.

36. Myers Stewart C., Majluf S. Nicholas: Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investeors do not have. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 13(1984), 2, str. 187–221.
37. Myers Steward C.: Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 5(1977), 2, str. 147–176.
38. Pandey, I. M.: Capital Structure and the Firm Characteristics: Evidence from Emerging Market. Working Paper, No. 2001-10-04. Ahmedabad : Indian Institute of Management. 19 str.
39. Rajan Raghuram G., Zingales Luigi: What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, New York, 50(1995), 5, str. 1421–1460.
40. Ross Stephen A., Westerfield Randolph W., Jaffe Jeffrey F.: *Corporate Finance*. Sixth Edition. Boston : McGraw-Hill. 2002. 932 str.
41. Ross Stephen A.: The Determinants of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, New York, 8(1977), 1, str. 23–40.
42. Ross Stephen A.: Debt and Taxes and Uncertainty. *Journal of Finance*, New York, 40(1985), 3, str. 637–657.
43. Titman Sheridan: The Modigliani and Miller Theorem and the Integration of Financial Markets. *Financial Management*, New York, 31(2002), 1, str. 101–115.
44. Titman Sheridan, Roberto Wessels: The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, New York, 43(1988), 1, str. 1–19.
45. Wald John K.: How firm characteristics affect capital structure: an International Comparison. *Journal of Financial Research*, New York, 22(1999) 2, str. 161–187.
46. Warner Jerold: Bankruptcy Costs: Some Evidence. *Journal of Finance*, New York, 32(1977), 2, str. 1–71.

Slovarček slovenskih prevodov tujih izrazov

TUJ IZRAZ

agency problem
agency relationship
asset substitution
asymmetric information
business risk
collateralization
corporate governance
degree of operating leverage
dummy variable
earnings volatility
financial behaviour
financial risk
financial slack
integrated markets
managerial optimism theory
managerial optimism
market-to-book ratio
modified pecking order theory
moral hazard
non-debt tax shield
overconfidence
ownership structure
pecking order theory
perquisites
proxy
restrictive covenants
return on invested capital
signaling theory
social capital
tangibility of assets
tax shield
windows of opportunity

SLOVENSKA RAZLAGA

problem agenta
agentski odnos
zamenjava naložb
asimetričnost informacij
poslovno tveganje
zastava naložb
obvladovanje podjetja
stopnja poslovnega vzvoda
binarna spremenljivka
nestanovitnost prihodkov
finančno vedenje
finančno tveganje
kapaciteta zadolževanja
medsebojno povezani trgi
teorija optimizma menedžerjev
optimizem menedžerjev
razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo
prilagojena teorija vrstnega reda
moralno tveganje
vrednost davčnega štita, ki ne izvira iz dolga
pretirana samozavest
lastniška struktura
teorija vrstnega reda
postranske ugodnosti
nadomestna spremenljivka
omejitvene zaveze
donosnost investiranega kapitala
teorija signaliziranja
socialni kapital
opredmetenost sredstev
davčni štít
okna priložnosti