

Dolžniško financiranje in tanka kapitalizacija: študija primera v Sloveniji

LIDIJA HAUPTMAN

Univerza v Mariboru, Slovenija

SAŠO TIČ

Ad vita, d. o. o., Maribor, Slovenija

Ker vsaka oblika financiranja zagotavlja določeno varnost in predstavlja določeno tveganje, so podjetja pogosto v dilemi, v kakšnem razmerju naj za svoje financiranje izberejo lastniške ali dolžniške vire. Da ne bi prišlo do prekomernega izkoriščanja nekaterih oblik dolžniškega financiranja, jih davčna zakonodaja ureja s pravilom tanke kapitalizacije. V prispevku smo predstavili, kako se je spreminjalo razmerje med lastniškim in dolžniškim financiranjem v časovnem obdobju 1997–2012 in kako je uvedba pravila tanke kapitalizacije vplivala na to razmerje pri izbranih obvladujočih družbah v Sloveniji. Analiza razkriva, da se je delež dolžniškega financiranja pred uvedbo pravila tanke kapitalizacije in po njej v celotnem obdobju povečeval.

Ključne besede: notranja zadolženost; tanka kapitalizacija; analiza računovodskih izkazov; dolžniško financiranje

Uvod

Gospodarske družbe so pogosto v dilemi, v kakšnem razmerju za svoje financiranje izbrati lastniške ali dolžniške vire, kajti vsaka oblika financiranja zagotavlja določeno varnost in predstavlja določeno tveganje, na izbiro pa vplivajo številni dejavniki. Z vidika varnosti poslovanja je zagotovo smiselno, da se družba financira z lastniškimi viri, vendar pa obstaja vrsta zakonitih možnosti izkoriščanja razlik v davčnih sistemih, kot je tudi financiranje s posojili med povezanimi osebami, ki prinašajo določene prednosti. Pri tej obliki dolžniškega financiranja lahko družba doseže prihranke v obliki tako imenovanega davčnega štčita, njegovo prekomerno izkoriščanje pa države omejujejo s pomočjo davčne zakonodaje in s pravilom tanke kapitalizacije. Pri slednjem gre za družbenikovo urejanje presežnega zadolževanje družbe, katerega posledica so davčno nepriznani odhodki iz naslova presežka obresti, ki jih družbe ne smejo

vkjučiti v davčno osnovo. Večina držav članic Evropske unije je konec devetdesetih let prejšnjega stoletja sprejele pravila tanke kapitalizacije, vendar so države izbrale različne pristope (Đukić 2011, 83–99): pristop fiksnega razmerja med dolgom in kapitalom, subjektivni pristop, pristop skritega razporejanje dobička in pristop lupljenja dobička. Slovenija sodi v skupino držav, ki so izbrale pristop fiksnega razmerja.

Dosedanja raziskovanja so pokazala, da se je v gospodarskih družbah v državah, kjer je bilo uvedeno pravilo tanke kapitalizacije, finančni vzvod teh družb pomembno zmanjšal. Pravilo tanke kapitalizacije je namreč učinkovito, če je dolžniško financiranje omejeno, saj je v tem primeru investiranje bolj občutljivo na davke (Wamser 2008). Iz omenjenega razloga nas je v prispevku zanimalo, kako se je spreminjalo dolžniško financiranje pri obvladujočih družbah v Sloveniji v časovnem obdobju 1997–2012 in kako se je uvedba pravila tanke kapitalizacije odražala na financiranje.

Struktura prispevka je naslednja. V poglavju dva podajamo pregled literature o tanki kapitalizaciji in njenih vplivih na kapitalsko strukturo, v tretjem poglavju predstavljamo razvoj ureditve tanke kapitalizacije v davčni zakonodaji v Sloveniji in v četrtem poglavju predstavljamo rezultate analize, ki smo jo izvedli pri izbranih obvladujočih družbah v Sloveniji. Zaključne ugotovitve so podane v petem poglavju.

Pregled literature

Gospodarske družbe težijo k povečevanju svoje vrednosti tudi z iskanjem optimalnega razmerja med lastniškim in dolžniškim financiranjem. Na izbiro vira financiranja vplivajo številni dejavniki (Duhovnik 2005, 24–25; Kaya 2011, 199), med drugim faza rasti/razvoja, v kateri je družba trenutno, velikost družbe in cena posameznega vira. Po Modigliano-Millerjevem teoremu (1958; 1963) optimalna struktura kapitala ne obstaja, saj družbe svoje vrednosti ne morejo spreminjati s finančnimi odločitvami, temveč zgolj z investicijskimi. Vir financiranja postane pomemben, če v model vključimo davke (Jovanović 2013, 28–30), kajti v tem primeru financiranje z dolgovi povečuje vrednost družbe (Berens in Cuny 1995, 1185–1208).

Vidiki raziskanja problematike dolžniškega financiranja in tanke kapitalizacije so zelo različni. Obširnejši pregled empirične literature o vplivu davka na dolžniško financiranje podajo Feld, Heckemeyer in Overesch (2013, 2850–2866) in na osnovi analize 48 študij zaključijo, da je vpliv davka na zadolženost pomemben.

Huizing, Laeven in Nicodeme (2008, 80–118) so svoj model obliko-

vali na predpostavki, da je zadolženost multinacionalne družbe odvisna od tehtanega povprečja nacionalnih davčnih stopenj in razlik med nacionalno in tujo davčno stopnjo. Prav te razlike so tiste, ki v multinacionalnih družbah pomembno vplivajo na premik dolgov v države z visoko davčno stopnjo. Ugotovijo, da na kapitalsko strukturo tujih odvisnih družb vplivajo lokalna davčna stopnja in davčne razlike glede na obvladujočo družbo.

Haufler in Runkel (2012, 1087–1103) proučita tanko kapitalizacijo in njen vpliv na spodbujanje davčne konkurenčnosti na področju obdavčitve dohodkov. Za razvite davčne sisteme oblikujeta model, s katerim želita pojasniti, kako domače in tuje mednarodne družbe izbirajo davčno učinkovite finančne strukture in kako države s pomočjo davčnih stopenj in pravila tanke kapitalizacije, s katerim omejujejo davčno priznavanje notranjega zadolževanja, tekmujejo za multinacionalne družbe. Dokažeta, da koordinirano zaostrovanje pravila tanke kapitalizacije koristi državam, četudi se konkurenca na področju davčnih stopenj zaostri. Če se države razlikujejo po velikosti, manjše države praviloma izberejo nižjo davčno stopnjo in bolj prizanesljivo pravilo tanke kapitalizacije.

Buettner idr. (2006) preučijo vpliv instituta tanke kapitalizacije na preprečevanje presežnega dolžniškega financiranja nemških multinacionalk med leti 1996 in 2004 ter dokažejo (Büttner idr. 2008; 2012, 930–938), da pravilo tanke kapitalizacije učinkovito zmanjšuje spodbujanje uporabe notranjega zadolževanja v okviru davčnega načrtovanja, vendar pa ima to za posledico večje zunanje zadolževanje. Overesch in Wamser (2006) na vzorcu nemških družb tudi dokažeta pomemben vpliv različnih davčnih stopenj na izkoriščanje oziroma uporabo notranjih dolgov v obdobju 1996–2004 ter zaključita, da je s pravilom tanke kapitalizacije moč uspešno omejiti davčno načrtovanje. Weichenrieder in Windischbauerjeva (2008) proučita vpliv zaostrovanja določil tanke kapitalizacije v nemški davčni zakonodaji na delež investiranja v multinacionalnih družbah. Pri tem ugotovita, da zaostrovanje zakonodajnih določil vodi v davčno načrtovanje in optimiranje novih poslovnih rešitev, saj se v takih situacijah multinacionalne družbe preoblikujejo v holdinške oblike. Kollruss (2010, 87–99) v nemškem modelu tanke kapitalizacije razkriva pravne možnosti za izogibanje pravilu tanke kapitalizacije. Maßbaum in Sureth (2009, 147–169) pa na primeru nemškega, belgijskega in italijanskega modela tanke kapitalizacije proučita vpliv tanke kapitalizacije na dividendno politiko in finančne odločitve ter ugotovita, da so finančni učinki močno odvisni od davčnega sistema.

Po mnenju Hsuna (2012, 123–133) strožje pravilo tanke kapitaliza-

cije zmanjšuje spodbude za investiranje in je zato škodljivo za rast. Gajewski (2012, 78–84) proces tanke kapitalizacije opazuje v državah članicah OECD in oceni ter primerja metode lastniškega financiranja glede na tanko kapitalizacijo. Garbarino (2013) analizira notranji kapital in notranje transakcije na ravni EU v povezavi s skupno konsolidirano davčno osnovo in problematiko tanke kapitalizacije, v katerih je odločalo Evropsko sodišče o izplačilu obresti med povezanimi osebami. Desai, Foley in Hines (2004, 2452) ugotovijo, da je stopnja občutljivosti kapitalne strukture na davčne spodbude izredno težko dokazati, vendar pa opažajo pozitivno povezavo med visoko stopnjo obdavčitve dohodkov in deležem dolga. Optimalno kombinacijo lastniškega in dolžniškega kapitala v izkazih dosežemo, če s povečevanjem dolgov ne povečujemo vrednosti družbe in se davčne ugodnosti izravnavajo z dodatnimi stroški. Jovanovičeva (2013) meri vplive pravil proti davčnemu izogibanju v Evropski uniji na obdavčenje mednarodnih podjetij in na primeru tanke kapitalizacije v Sloveniji razkriva povezave med notranjo in zunanjo zadolženostjo.

Razvoj tanke kapitalizacije v Sloveniji

Prva določila, ki so se nanašala na obdavčitev obresti iz naslova posojil, prejetih od povezanih oseb, so bila v Sloveniji opredeljena v Zakonu o davku od dobička pravnih oseb iz leta 1993 (ZDDPO 1993), ki pa ni neposredno opredelil pravila tanke kapitalizacije, temveč je navajal določbe, ki so se nanašale na davčno priznavanje odhodkov iz naslova obresti za prejeta posojila. V 18. členu je ZDDPO predpisal, da je pri ugotavljanju odhodkov zavezanca treba upoštevati transferne cene s povezanimi osebami, vendar največ do višine povprečnih cen, ki veljajo za določeno vrsto blaga in storitev na domačem ali primerljivem tujem trgu. Kot povezane osebe so bili opredeljeni lastniki in njihovi ožji družinski člani, druge osebe, ki so z zavezancem kapitalno ali poslovno povezane in imajo možnost vplivati na poslovne odločitve, pravne osebe in zasebniki, pri katerih sodeluje v kapitalu ista fizična oseba ali njeni ožji družinski člani, če imajo status zasebnikov ali večinskih lastnikov kapitala, ali ista pravna oseba kot pri davčnem zavezancu.

19. člen ZDDPO je urejal odhodke iz naslova obresti in predpostavil, da se med odhodke priznajo obračunane obresti, razen obresti na prejeta posojila od lastnikov ali povezanih oseb, ki se priznajo največ v višini zadnje znane, ob času odobritve posojila skupne povprečne ponderirane medbančne letne obrestne mere, ki jo objavlja Banka Slovenije. ZDDPO ni omenjal presežka in njegove obdavčitve, temveč je zgolj v 27. členu navajal, da se, če je obrestna mera med

povezanimi osebami nižja od zadnje znane, davčna osnova poveča za razliko med obrestmi po priznani obrestni meri in tistimi, ki so bile zaračunane lastnikom.

V Sloveniji do razveljavitve 12. člena ZDDPO ni bilo posebej zapisane določbe glede nepriznavanja obresti zaradi tanke kapitalizacije. Odhodki so bili davčno presojsani le glede na 12. člen o davčno nepriznanih odhodkih, ki pa ga je Ustavno sodišče razveljavilo. Prve določbe o nepriznavanju obresti so bile uvedene šele z uveljavitvijo Pravilnika o davčno nepriznanih odhodkih (2003), ki je urejal tudi področje tanke kapitalizacije. Ta pravilnik sicer ni določal dopustnega razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom, je pa vseboval vsebinska merila za presojo posojil družbenikov. Kot davčno nepriznane so se šteli obresti od prejetih posojil, če je iz okoliščin izhajalo, da po vsebini niso posojila, na primer (Jerman 2008, 2): da so posojila prejeta od lastnikov ali povezanih oseb, da imajo obresti pravno drugačno podlago kot plačilo za uporabo denarja in da je to posojilo v slabšem položaju kot ostala (dajalec posojila je lahko udeležen pri morebitnih izgubah, posojilo nima določene dospelosti).

Z davčno reformo leta 2004 je bilo vneseno pravilo tanke kapitalizacije, ki je urejalo nepriznavanje odhodkov obresti od presežka posojil, prejetih od delničarjev ali družbenikov s kvalificirano udeležbo. Ta je bila z Zakonom o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-1 2004) fiksirana kot štirikratnik zneska deleža v kapitalu zavezanca (Đukić 2009, 7). S tem pravnim aktom je bila uzakonjena tanka kapitalizacija in sprejeta so bila merila za ugotavljanje odhodkov od obresti od posojil, danih med povezanimi osebami, prav tako pa so bila podrobneje opredeljena merila za določanje povezanih oseb ter metode za določanje transfernih cen (Drobnič in Guzina 2003, 7). ZDDPO-1 je vsebinska merila za presojo, ali je družbenik družbi zagotovil posojilo ali kapital, nadomestil z določenim dopustnim razmerjem med dolžniškim in lastniškim kapitalom. 15. člen ZDDPO-1 je podrobneje opredelil obresti med povezanimi osebami, in sicer:

- pri ugotavljanju prihodkov se upoštevajo obračunane obresti na dana posojila od povezanih oseb, vendar najmanj do višine zadnje objavljene, ob času odobritve posojila znane priznane obrestne mere;
- pri ugotavljanju odhodkov se upoštevajo obračunane obresti na prejeta posojila od povezanih oseb, vendar največ do višine zadnje objavljene, ob času odobritve posojila znane priznane obrestne mere;
- priznana obrestno mero iz zgornjih odstavkov določi in objavi

PREGLEDNICA 1 Razmerje med deležem družbenika in njegovimi posojili, 2007–2012

Leto	Razmerje
2007	8-kratnik
2008, 2009, 2010	6-kratnik
2011	5-kratnik
od 2012	4-kratnik

OPOMBE Povzeto po ZDDPO-1 (2004), 78 člen.

minister, pristojen za finance, pred začetkom davčnega obdobja, za katerega se bo uporabljala, pri čemer upošteva, da je to obrestna mera, ki se v primerljivih okoliščinah lahko doseže na trgu med nepovezanimi osebami.

Pravilo tanke kapitalizacije je bilo sprejeto s 25. členom ZDDPO-1, ki je določal, da se obresti od posojil, prejetih od družbenika, ne priznajo kot odhodek, če (Jerman in Odar 2008, 44) ima družbenik kadarkoli v davčnem obdobju posredno ali neposredno v lasti najmanj 25 % delnic, deležev v kapitalu ali glasovalnih pravic in kadarkoli v davčnem obdobju ta posojila presegajo štirikratnik zneska deleža tega družbenika v kapitalu – t. i. presežek posojila.

Za posojila delničarja oziroma družbenika so se štela tudi posojila tretjih oseb, za katera ta oseba jamči, in posojila banke, če so dana v zvezi z njegovim depozitom v tej banki. Znesek deleža delničarja oziroma družbenika v kapitalu prejemnika posojila je bil določen kot povprečje na podlagi stanja vplačanega kapitala, prenesenega čistega dobička in rezerv na zadnji dan vsakega meseca v davčnem obdobju (25. člen ZDDPO-1). Znesek davčno nepriznanih obresti je ugotavljan glede na obdobje trajanja presežka posojil v davčnem obdobju. Izjema pri tem določilu so bile banke in zavarovalnice (Drobnič in Guzina 2003, 98). ZDDPO-1 je v 78. členu podrobneje določal pravila uporabe 25. člena, pri čemer je navajal, da se kot odhodek ne prizna presežek iz obresti od posojil (z izjemo bank in zavarovalnic), ki so prejeta od družbenika, ki ima kadar koli v davčnem obdobju v lasti najmanj 25 % delnic ali deležev.

Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-2 2006) iz leta 2006 je 15. člen iz ZDDPO-1 razširil in dopolnil v 19. členu (obresti med povezanimi osebami). Tanka kapitalizacija pa je bila opredeljena v 32. členu ZDDPO-2, kjer je bil prvi odstavek dopolnjen z možnostjo priznavanja obresti kot odhodkov, če zavezanec dokaže, da bi lahko presežek obresti dobil od posojilodajalca, ki je nepovezana oseba. 78. člen ZDDPO-1 je nadomestil 81. člen ZDDPO-2.

ZDDPO-2 definira pojem povezanih oseb za potrebe davčne zako-

nodaje. Tako sta kot povezani osebi opredeljeni zavezanec rezident ali nerezident in tuja pravna oseba ali tuja oseba brez pravne osebnosti, ki ni zavezanec, če (ZDDPO-2, 12. člen):

- ima zavezanec posredno ali neposredno v lasti najmanj 25 % delnic ali deleža v kapitalu, upravljanju ali nadzoru (glasovalnih pravic) v tuji osebi ali jo obvladuje na podlagi pogodbe, ali pa se pogoji transakcije razlikujejo od pogojev, ki bi bili v enakih okoliščinah doseženi med nepovezanimi osebami;
- ima ista oseba hkrati neposredno ali posredno v lasti najmanj 25 % delnic ali deleža v kapitalu, upravljanju ali nadzoru v zavezancu in tuji osebi, oziroma dveh zavezancih, ali ju obvladuje na podlagi pogodbe ali pa se pogoji transakcije razlikujejo od pogojev, ki bi bili v enakih okoliščinah doseženi med nepovezanimi osebami;
- imajo iste fizične osebe ali njihovi družinski člani neposredno ali posredno v lasti najmanj 25 % delnic ali deleža v kapitalu, upravljanju ali nadzoru v zavezancu in tuji osebi, oziroma dveh zavezancih, ali ju obvladuje na podlagi pogodbe ali pa se pogoji transakcije razlikujejo od pogojev, ki bi bili v enakih okoliščinah doseženi med nepovezanimi osebami.

ZDDPO-2 nadalje v 12. členu določa, da se pri ugotavljanju prihodkov zavezanca upoštevajo transferne cene s povezanimi osebami za sredstva in storitve, vendar najmanj do višine, ugotovljene z upoštevanjem cen takih ali primerljivih sredstev ter storitev, ki bi bile dosežene na trgu med nepovezanimi osebami. Prav tako velja za odhodke, med katere štejemo tudi za nas zanimive plačane obresti iz naslova posojil med povezanimi osebami. Pri teh se upoštevajo transferne cene s povezanimi osebami, vendar se priznajo odhodki največ do višine, ugotovljene z upoštevanjem primerljivih tržnih cen.

Analiza dolžniškega financiranja izbranih obvladujočih družb v Sloveniji

PODATKI IN METODOLOGIJA

Glede na razvoj pravila tanke kapitalizacije v Sloveniji, ki vpliva na omejeno priznavanje presežka obresti iz naslova posojil med povezanimi osebami kot davčno priznanimi odhodki, in s tem neposredno na višino davčne osnove, višino odmerjenega davka ter posredno na denarne tokove družbe, smo oblikovali naslednjo hipotezo: *Uvedba pravila tanke kapitalizacije je omejila zadolževanja pri izbranih slovenskih družbah v opazovanem časovnem obdobju 1997–2012.*

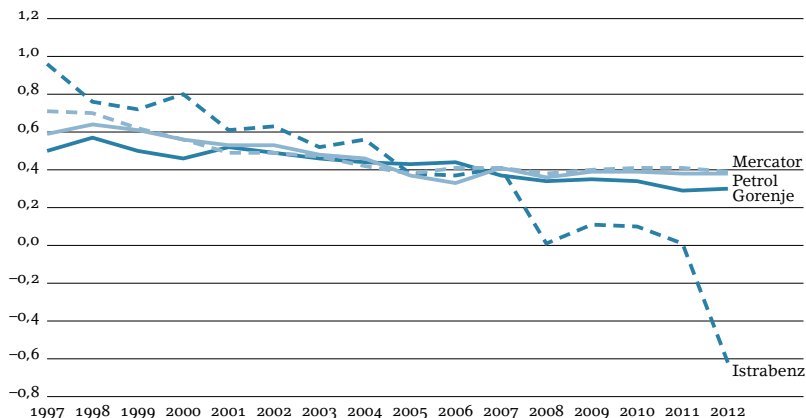
Hipotezo smo preverili z izbiro štirih računovodskih kazalnikov in s pomočjo podatkov, ki smo jih pridobili iz revidiranih letnih poročil gospodarskih družb na spletnih portalih izbranih družb, in sicer: stopnje lastniškosti financiranja, stopnje dolžniškosti financiranja (zgolj iz naslova finančnih obveznosti), deleža kratkoročnih posojil od povezanih oseb v kapitalu in finančnega vzvoda. Analiza je bila izvedena za obdobje 1997–2012. Računovodski podatki so bili strukturirani (podatke o celotnih obveznostih do virov sredstev, še posebej kratkoročne in dolgoročne finančne obveznosti, o poslovnem izidu iz poslovanja, davku iz dobička za časovno obdobje od 1997 do 2012), prečiščeni inflacijskih vplivov s prilagoditvijo na leto 2012 (inflacijski indeks je bil povzet po SURS) in preračunani v enotno valuto (evro).

V analizo smo zajeli velike gospodarske družbe Petrol, d. d., Gorenje, d. d., Istrabenz holding, d. d., in Poslovni sistem Mercator, d. d., ki glede na javno objavljene podatke v letu 2012 niso poslovale v primerljivem obsegu, delujejo v različnih panogah in izvajajo različne dejavnosti, kar predstavlja določeno omejitev v neposredni primerjavi med njimi. Zanje velja, da so v celotnem obdobju 1997 do 2012 kotirale na borzi (borzna kotacija A) in so po Zakonu o gospodarskih družbah (ZGD-1 2006) zavezane k javni objavi letnega poročila in konsolidiranega letnega poročila skupaj z revizorjevim poročilom. Zato smo predpostavili, da so podatki resnični in pošteno. Poudariti je tudi treba, da so se v opazovanem časovnem obdobju spreminjali računovodski predpisi (Slovenski računovodski standardi, glej <http://www.si-revizija.si/publikacije/>, in Mednarodni standardi računovodskega poročanja, glej http://www.si-revizija.si/o_siru/msrp.php), vendar so spremembe v načinih pripoznavanja, merjenja in od pripoznavanja gospodarskih kategorij vplivale na kapitalsko strukturo pri vseh v analizo vključenih družbah. Družbi Gorenje, d. d., (1997; 1998) in Istrabenz, d. d., (1998; 1999) smo tudi pisno zaprosili za manjkajoči letni poročili, ki ju nismo našli na spletnem portalu.

REZULTATI IN UGOTOVITVE

Stopnja lastniškosti kapitala

Trend stopnje lastniškosti financiranja ali kapitalske obveznosti, ki predstavlja razmerje med kapitalom in obveznostmi do virov sredstev, razkriva, kolikšen delež obveznosti družbe financirajo s kapitalom. Analiza kazalnika stopnje lastniškosti financiranja pokaže, da je bil v opazovanem obdobju trend gibanja stopnje lastniškosti padajoč. Če primerjamo obdobje pred letom 2004 (do sprejetja pravila tanke kapitalizacije) in po letu 2004, smo ugotovili, da se izrazit trend pada-



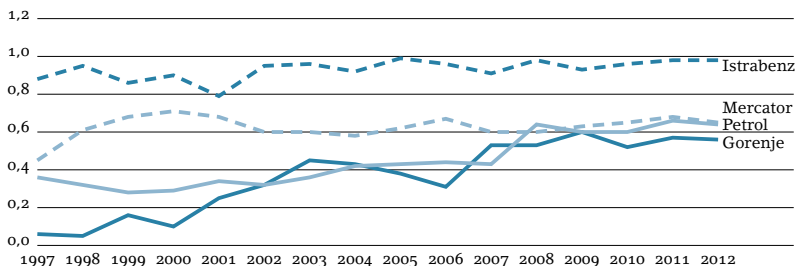
SLIKA 1 Trend spreminjanja stopnje lastniškosti v obdobju 1997–2012

nja kaže pri družbi Istrabenz, d. d., (-0,50) in Mercator, d. d., (-0,29), medtem ko je bil ta padec veliko manjši pri družbi Gorenje, d. d., (-0,06) in Petrol, d. d., (-0,13). V letu 2004 je delež kapitala v celotnih obveznostih do virov v opazovanih družbah znašal med 42 % in 56 %. Po letu 2004 se je trend padanja upočasnil pri Petrolu, d. d., (-0,08) in Mercatorju, d. d., (-0,03), medtem ko je družba Gorenje, d. d., (-0,14) trend glede na prvo obdobje povečala. Izjema je družba Istrabenz, d. d., ki je ves čas izkazovala močno padanje, v letu 2012 pa je izvedla slabitev naložb ter tako močno znižala svoj kapital, s čimer je slednji v letu 2012 dosegel negativno vrednost. Družba je z bankami upnicami februarja 2013 podpisala aneks o reprogramiranju obveznosti družbe, ki predvideva spremenjen način poplačila dolga v višini 158,86 milijona evrov v dveh tranšah. Tranša A v vrednosti 92,86 milijona evrov predvideva plačilo v več obrokih, ki zapadejo v plačilo od 31. 12. 2015 do 31. 12. 2017, tranša B pa preostanek dolga, ki zapade v plačilo do konca leta 2022. S podpisom aneksa in novih rokov odplačil posojil, kljub negativnemu kapitalu, družba ni insolventna (STA 2013). Po letu 2004 se je trend padanja nadaljeval in se v letu 2012 pri ostalih treh družbah ustalil med 30 % in 39 % (slika 1).

Na podlagi analize podatkov lahko potrdimo, da je v opazovanem obdobju dolg družb naraščal, čeprav je davčna zakonodaja s pravilom tanke kapitalizacije razmerje zaostrovala in postavljala dodatne omejitve.

Stopnja dolžniškosti financiranja

Stopnja dolžniškosti financiranja razkrije, koliko dolgov ima družba glede na celotne obveznosti družbe. Bistveno pri izbiri načina financiranja je, da je dolžniško financiranje (pri tem opazujemo zgolj



SLIKA 2 Grafični prikaz spreminjanja finančnih obveznosti od leta 1997 do 2012

dolgoročne in kratkoročne finančne obveznosti) z vidika davčne zakonodaje za družbe ugodnejše, kajti obresti zmanjšujejo davčno osnovo, medtem ko je donos na lastniški kapital obdavčen. Na osnovi zapsanega bi pričakovali, da bo večina lastnikov želela družbo financirati pretežno z dolžniškim kapitalom, delež lastniškega kapitala pa minimizirati. V ta namen smo preučili spreminjanje deleža finančnih obveznosti (dolgoročnih in kratkoročnih) od leta 1997 do 2012 v primerjavi s celotnimi obveznosti do virov sredstev.

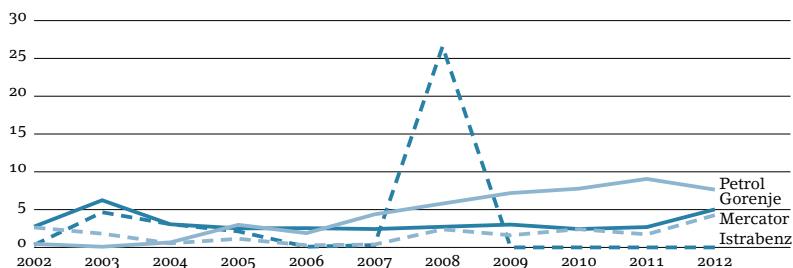
Rezultati razkrivajo, da je pred letom 2004 družba Gorenje, d. d., poslovala z izredno majhnim deležem finančnih obveznosti, medtem ko je to razmerje v letu 2012 primerljivo s Petrolom, d. d., in Mercatorjem, d. d. Družba Istrabenz, d. d., je že v letu 1997 izkazala visok delež finančnih obveznosti, ki so v celotnem obdobju predstavljale večinski delež vseh dolgov, v primerjavi s stopnjo dolžniškosti pri družbi Petrol, d. d., pa je poslovala zelo tvegano. Slika 2 kaže trend gibanja celotnih finančnih obveznosti. Vse družbe so delež finančnih obveznosti postopoma zviševale, pri čemer je najbolj izrazito povečanje pri družbi Gorenje, d. d.

Čeprav se je od leta 2007 do 2012 predpisano razmerje tanke kapitalizacije za davčne potrebe med dolgom in kapitalom skoraj prepolovilo, kar bi lahko vplivalo na znižanje deleža finančnih obveznosti v primerjavi s celotnimi, so te v zadnjih nekaj letih ostale približno enake. Razlog za precej stabilno stanje finančnih obveznosti od leta 2008 je v strožjih pogojih pridobivanja posojil, ki so omejila pridobivanje novih, hkrati pa so družbe še vedno odplačevale dolgoročne finančne obveznosti iz preteklih let.

Delež kratkoročnih posojil od povezanih oseb v kapitalu

Tanko kapitalizacijo opredeljujejo tudi kot neustrezno kapitalsko razmerje, do katerega pride, ker se družba raje kot z lastniškim financira z ugodnejšim dolžniškim kapitalom. Pri tem je mišljeno pre-

Dolžniško financiranje in tanka kapitalizacija



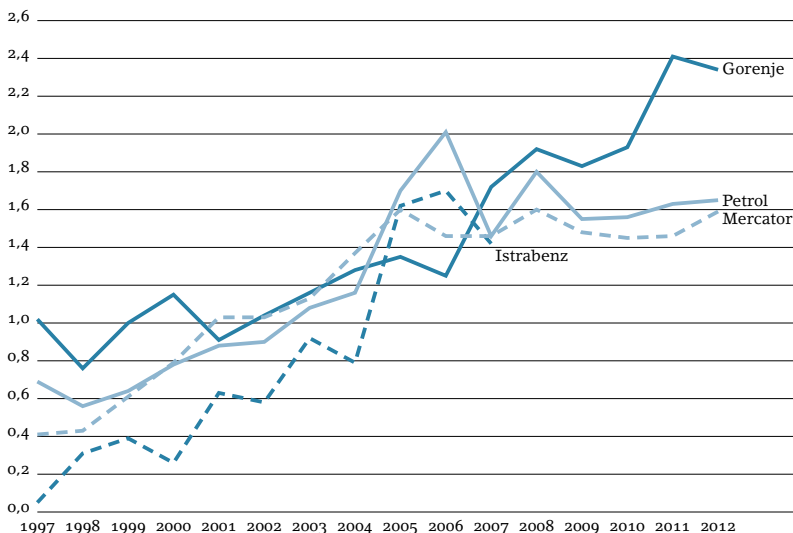
SLIKA 3 Prikaz spreminjanja razmerja med posojili od povezanih oseb in kapitalom v letih 2002–2012

sežno zadolževanje s posojili kvalificiranih družbenikov, ki imajo v lasti vsaj 25 % delež v kapitalu. Ker zgolj na podlagi lastniškosti kapitala in spreminjanja finančnih obveznosti ne moremo neposredno sklepati o vplivu tanke kapitalizacije na kapitalsko strukturo podjetij, smo preučili še gibanje kratkoročnih prejetih posojil od povezanih oseb. Iz letnih poročil ni bilo razvidno, katera prejeta posojila se nanašajo na povezane osebe z vsaj 25 % deležem, zato smo analizirali celotne vrednosti kratkoročnih dobljenih posojil od družb v skupini. Zaradi slabe razčlenitve v nekaterih starejših letnih poročilih je najstarejše leto primerjave 2002, vendar pa to ne vpliva na natančnost naših ugotovitev, saj je tanka kapitalizacija uzakonjena šele z davčno reformo leta 2004. Na osnovi izračunanega razmerja med kratkoročnimi dobljenimi posojili obvladujočih družb do družb v skupini in med celotnim kapitalom za obdobje preteklih enajstih let je pri vseh družbah v povprečju opaziti rast. Izstopa družba Istrabenz, d. d., ki je zaradi slabih poslovnih rezultatov v letu 2008 dosegla visoko razmerje med dobljenimi posojili in kapitalom, kasneje pa obvladujoča družba ni več pridobivala posojil od drugih družb v skupini.

Če primerjamo leto 2007, ko je bilo razmerje med dolgom in kapitalom določeno na ravni osemkratnika, in leto 2012, za katerega velja štirikratnik, vidimo, da so ukrepi tanke kapitalizacije dosegli nasproten učinek. Zlasti na prehodu iz leta 2011 na 2012 je opaziti povečanje kratkoročnih posojil pri družbah Petrol, d. d., in Mercator, d. d., ki sta med izbranimi družbami dosegali boljši poslovni izid.

Finančni vzvod

Najpogostejši način za preučevanje ustreznosti kapitalske strukture je tudi izračun finančnega vzvoda (koeficient dolgovno-kapitalskega razmerja), kjer spremljamo delež dolgov v kapitalu. Izračuni finančnega vzvoda kažejo, da so izbrane družbe v obdobju pred letom 2004 izkazovale zelo različno dolgovno-kapitalsko razmerje in da je naj-



SLIKA 4 Trend gibanja stopnje finančnega vzvoda (podatki za družbo Istrabenz, d. d., so prikazani za obdobje 1997–2007)

bolj stabilno in varno strukturo v tem obdobju izkazala družba Gorenje, d. d. V letih 2002–2003 je stopnja finančnega vzvoda pri vseh opazovanih družbah dosegla vrednost 1, nato pa je pričelo dolgovno-kapitalsko razmerje v obdobju po letu 2004 strmo naraščati. Izjema je Istrabenz, d. d., ki je prav v letih 2008–2012 izkazal nestabilno poslovanje. Razloge za visok delež dolgov in s tem višji finančni vzvod moramo iskati v minimalnem prитоku novega lastniškega financiranja in večjem deležu poslovnih in finančnih obveznosti. Prav tako je plačilna nesposobnost kupcev in partnerjev zagotovo negativno vplivala na solventnost izbranih družb, saj so obveznosti do lastnih dobaviteljev naraščale.

Zaključne ugotovitve

V prispevku smo opazovali spreminjanje kapitalske strukture s sprejetjem pravila tanke kapitalizacije in trend zadolževanja družb v obdobju od 1997 do 2012. Ugotovili smo, da je delež dolžniškega financiranja v izbranih obvladujočih družbah v opazovanem časovnem obdobju naraščal, čeprav je zakonodajalec s sprejetjem pravila tanke kapitalizacije želel omejiti dolžniško obliko financiranja, ki zaradi priznavanja obresti med povezanimi osebami kot davčno priznanih odhodkov sodi med ugodnejše oblike financiranja z davčnega vidika. Ugotavljamo, da davčna zakonodaja s sprejetjem pravila tanke kapitalizacije ni dosegla zelenega učinka in da hipoteza

(uvedba pravila tanke kapitalizacije je omejila zadolževanja izbranih slovenskih družb v opazovanem časovnem obdobju 1997–2012), ob danih predpostavkah in omejitvah analize, ne drži. Glede na rezultate menimo, da bi bili lahko z analizo računovodskih izkazov celotne skupine in ne zgolj obvladujočih družb zaključki analize drugačni.

Literatura

- Berens J. L., in C. J. Cuny. 1995. »The Capital Structure Puzzle Revisited.« *The Review of Financial Studies* 8 (4): 1185–1208.
- Buettner, T. O., U. Schreiber in G. Wamser. 2006. »Taxation and Capital Structure Choice—Evidence from a Panel of German Multinationals.« CESifo Working Paper 1841, University of Munich, München.
- Büttner, T., M. Overesch, U. Schreiber in G. Wamser. 2012. »The Impact of Thin-Capitalization Rules on the Capital Structure of Multinational Firms.« *Journal of Public Economics* 96 (11–12): 930–938.
- Büttner, T., M. Overesch, U. Schreiber in G. Wamser. 2008. »The Impact of Thin-Capitalization Rules on Multinationals' Financing and Investment Decisions.« *Economic Studies* 03/2008, Deutsche Bundesbank, Frankfurt na Majni.
- Desai, A. M., C. F. Foley, in R. J. Hines. 2004. »A Multinational Perspective on Capital Structure Choice and Internal Capital Markets.« *The Journal of Finance* 59 (6): 2451–2487.
- Drobnič, N., in B. Guzina. 2003. »Davek od dobička po novem.« <http://www.gzs.si/pripone/8395>
- Duhovnik, M. 2005. *Politika investiranja in financiranja*. 2. del, *Stroški in sestava virov financiranja*. Maribor: Pravna fakulteta.
- Đukić, T. 2009. »Vpliv načinov financiranja na obdavčitev podjetij.« Predstavljeno na 9. davčno-finančni konferenci, Portorož, 12. oktober. http://www.planetgv.si/upload/htmlarea/images/prezentacije/DFK_Dukic_Tatjana.pdf
- Đukić, T. 2011. »Thin Capitalization Rules in EU Member States.« *Uprava* 9 (2): 83–103.
- Feld, L. P., J. H. Heckemeyer in M. Overesch. 2013. »Capital Structure Choice and Company Taxation: A Meta-Study.« *Journal of Banking & Finance* 37 (8): 2850–2866.
- Gajewski, D. 2012. »Chosen Tax-Related and Economic Aspects of Choosing the Method of Equity Financing in Relation to Thin Capitalisation in the Countries of OECD.« *Contemporary Economics* 6 (1): 78–84.
- Garbarino, C. 2013. »Tax Design Issues in the EU in Respect to Foreign Branches and Controlled Companies.« Bocconi Legal Studies Research Paper 2297465, Bocconi University, Milano.
- Haufler, A., in M. Runkel. 2012. »Firms' Financial Choices and Thin Capitalization Rules under Corporate Tax Competition.« *European Economic Review* 56 (6): 1087–1103.

- Hsun, C. 2012. »Optimal Thin Capitalisation Rule in a Simple Endogenous Growth Model with Tax Havens.« *Australian Economic Papers* 51 (3): 123–133.
- Huizing, H., L. Laeven in G. Nicodeme. 2008. »Capital Structure and International Debt Shifting.« *Journal of Financial Economics* 88 (1): 80–118.
- Jerman, S., in M. Odar. 2008. *Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb ZDDPO-2 s komentarjem*. Ljubljana: gv založba.
- Jerman, S. 2008. »Davek in tanka kapitalizacija (presežne obresti).« *Davčno-finančna praksa* 9 (9): 2–4.
- Jovanović, T. 2013. »Merjenje vpliva pravil proti davčnemu izogibanju v Evropski uniji na obdavčenje mednarodnih podjetij.« Doktorska disertacija, Fakulteta za upravo Univerze v Ljubljani, Ljubljana.
- Kaya, H. D. 2011. »The Effect of Firm Characteristics on Choice of Debt Financing.« *International Journal of Management* 28 (4): 199.
- Kollruss, T. 2010. »Tax Optimal Cross-Border Debt Financing under the New German Thin-Capitalization-Rule (German Interest Barrier).« *Investment Management and Financial Innovations* 7 (2): 87–99.
- Maßbaum, A., in C. Sureth. 2009. »Thin Capitalization Rules and Entrepreneurial Capital Structure Decisions.« *Business Research* 2 (2): 147–169.
- Overesch, M., in G. Wamser. 2006. »German Inbound Investment, Corporate Tax Planning and Thin-Capitalization Rules: A Difference-in-Difference Approach.« IFO Working Paper 37, Center for European Economic Research, München.
- »Pravilnik o davčno nepriznanih odhodkih.« 2003. *Uradni list Republike Slovenije*, št. 3/03.
- СТА. 2013. »Istrabenz lani zaradi slabitev naložb s skoraj 70 milijoni izgube.« *Dnevnik*, 26. april. <http://www.dnevnik.si/poslovni/novice/istrabenz-lani-zaradi-slabitev-nalozb-s-skoraj-70-milijoni-izgube>
- »Zakon o davku od dobička pravnih oseb (ZDDPO).« 1993. *Uradni list Republike Slovenije*, št. 72/93.
- »Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-1).« *Uradni list Republike Slovenije*, št. 14/04.
- »Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-2).« *Uradni list Republike Slovenije*, št. 117/06.
- »Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1).« 2006. *Uradni list Republike Slovenije*, št. 42/06.
- Wamser, G. 2008. »The Impact of Thin-Capitalization Rules on External Debt Usage: A Propensity Score Matching Approach.« IFO Working Paper 62, University of Munich, München.
- Weichenrieder, A., in H. Windischbauer. 2008. »Thin Capitalisation Rules and Company Responses Experience from German Legislation.« CESifo Working Paper 2456, University of Munich, München.