

KAPITALSKA STRUKTURA IN TANKA KAPITALIZACIJA: ŠTUDIJA PRIMERA OBVLADUJOČIH DRUŽB V SLOVENIJI

Capital Structure and Thin-capitalization Rule: Case study of parent companies in Slovenia

Prejeto/Received:
Oktober 2013

Sprejeto/Accepted:
Februar 2014

Lidija Hauptman

Univerza v Mariboru, Ekonomsko-poslovna fakulteta
lidija.hauptman@uni-mb.si

Sašo Tič

AD VITA d.o.o.
saso.tic@vitapur.com

Izvleček

Teorija opredeljuje kakovost kapitalne strukture zelo različno. Nanjo vplivajo številni dejavniki. Pri posojilih med povezanimi osebami (kot obliki dolžniškega financiranja) in prihrankih, ki jih dosežemo pri tej obliki financiranja, družbe ustvarijo t. i. davčni ščit, njegovo prekomerno izkoriščanje pa države omejujejo s pravilom tanke kapitalizacije. V prispevku smo analizirali spreminjanje kapitalne strukture na primeru izbranih obvladujočih družb v Sloveniji za obdobje 1997–2012. Raziskava razkriva, da se je delež dolžniškega financiranja po sprejetju pravila tanke kapitalizacije v letu 2004 in kljub njegovemu zaostrovanju povečeval.

Ključne besede: pravilo tanke kapitalizacije, kapitalna struktura, analiza bilance stanja, dolžniško financiranje

Abstract

Theory defines the quality of a capital structure in different ways, and many factors have an impact on it. In the case of loans between the related parties (as a form of debt financing) and the savings that can be achieved using this form of financing, the companies create a so-called tax shield, by which exploitation is restricted by the thin capitalization rules in many countries. In this paper, the changes in the capital structure of selected parent companies in Slovenia for the 1997–2012 period were analyzed. The survey reveals that the proportion of debt financing increased after the adoption of the thin capitalization rules in 2004 and despite its escalation.

Keywords: Thin-capitalization rule, capital structure, balance sheet analyses, debt financing

1 Uvod

Teorija opredeli kakovost kapitalne strukture¹ zelo različno. Nekateri avtorji jo vidijo v velikosti in razmerju lastniškega in dolžniškega kapitala, drugi v usklajenosti sredstev in njihove strukture s finančno strukturo (Bergant 2003, 2012), tretji v zagotavljanju likvidnosti, denarnega toka in možnosti preskrbe ustreznih finančnih virov (Jovanovic 2013). Po Modigliano-Millerjevem teoremu (1958, 1963) optimalna struktura kapitala ne obstaja, družbe pa svoje vrednosti ne morejo spreminjati s finančnimi odločitvami, temveč zgolj z investicijskimi. Če v model vključimo davke (predvsem davek od dohodkov pravnih

¹ Kapitalna struktura je razmerje med dolžniškim (le dolgoročni dolgovi in ne tudi kratkoročni) in lastniškim kapitalom (Mramor 2002). Finančna struktura je razmerje med celotnimi (kratkoročnimi in dolgoročnimi) dolgovi in lastniškim kapitalom (Jovanovic 2013) oz. razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem (Ribnikar 2000).

NG

Naše gospodarstvo / Our Economy
Vol. 60, No. 1–2, 2014
pp. 37–46
DOI: 10.7549/ourecon.2014.1-2.04

UDK: 336.77.067:330.144(497.4)
JEL klasifikacija: M4, K34.

oseb), je pomembno, iz katerih virov se družbe financirajo (Jovanović 2013), saj financiranje z dolgovi povečuje vrednost same družbe (Berens in Cuny 1995).

Družbe lahko pri posojilih med povezanimi osebami (kot obliki dolžniškega financiranja) in prihrankih, doseženih pri tej obliki financiranja, dosežejo t. i. davčni ščit,² njegovo prekomerno izkoriščanje pa želijo države omejiti s pomočjo davčne zakonodaje s t. i. *pravilom tanke kapitalizacije*. Pri tem pravilu gre za to, da družbeniki preveč zadolžujejo družbo, posledica tega pa so davčno nepriznani odhodki od presežka obresti, ki jih družbe ne smejo vključiti v davčno osnovo.

Proučevanje problematike razmerja med lastniškim in dolžniškim financiranjem v povezavi s tanko kapitalizacijo je bilo v preteklosti osvetljeno z različnih vidikov. Hauller in Runkel (2012) sta ugotovila, da tanka kapitalizacija spodbuja davčno konkurenčnost na področju obdavčitve dohodkov pravnih in fizičnih oseb, in dokazala, da koordinirano zaostrovanje pravila tanke kapitalizacije državam koristi, četudi se konkurenca na področju davčnih stopenj zaostri. Büttner s soavtorji (2006, 2008, 2012) je proučil vpliv instituta tanke kapitalizacije na preprečevanje presežnega dolžniškega financiranja nemških multinacionalk v obdobju med letoma 1996 in 2004 ter ugotovil, da pravilo tanke kapitalizacije učinkovito zmanjšuje spodbujanje notranjega zadolževanja v davčnem načrtovanju, vendar se poveča delež zunanjega zadolževanja. Overesch in Wamsler (2006) sta proučevala vpliv različnih davčnih stopenj na izkoriščanje oz. uporabo notranjih dolgov. Weichenrieder in Windischbauerjeva (2008) pa sta ugotovila, da zaostrovanje zakonodajnih določil vodi v davčno načrtovanje in optimiranje novih poslovnih modelov, kot je preoblikovanje multinacionalnih družb v holdinške oblike. Hsun (2012) je ob iskanju optimalnega pravila tanke kapitalizacije v povezavi z davčnimi oazami ugotovil, da strožje pravilo tanke kapitalizacije zmanjšuje spodbude za investiranje in je škodljivo za gospodarsko rast. Gajewski (2012) je proces spreminjanja pravila tanke kapitalizacije opazoval v državah članicah OECD. Duhovnikova (2005, 24–25) pa je podala pregled dejavnikov, ki vplivajo na izbiro oblike financiranja.

V svetu obstaja več modelov tanke kapitalizacije, raziskave pa so v državah članicah OECD razkrile, da se države najpogosteje odločajo za neodvisni tržni pristop, pristop fiksnega razmerja med dolgom in kapitalom, načelo lupljenja dobička, pristop konsolidirane skupinske kapitalne strukture, pristop navidezne tanke kapitalizacije in pristop omejevanja odbitka poslovni enoti (Đukić 2011; Maček 2003, 27–28). Sistematičen pregled pravil tanke kapitalizacije v EU27 je podala Đukićeva (2007, 2011), ki je pravila združila v štiri skupine najpogostejših pristopov. Večina držav članic EU je uzakonila pristop fiksnega razmerja med dolgom in kapitalom, temu pa sledijo su-

bjektivni pristop, skrito razporejanje dobička in princip lupljenja dobička. V Sloveniji je trenutno v veljavi pristop fiksnega razmerja med dolgom in kapitalom.

V prispevku ugotavljamo, kako se je kapitalna struktura v povezavi s pravilom tanke kapitalizacije spreminjala v obdobju 1997–2012, in to na primeru izbranih obvladujočih družb v Sloveniji. Analizirali smo družbi, ki sta zavezani k javni objavi revidiranega letnega poročila, in zato predpostavili, da so letna poročila resnična in poštena. Hipotezi, ki smo ju zastavili, sta bili:

H1: Delež dolžniškega financiranja je v izbranih obvladujočih družbah v opazovanem obdobju 1997–2012 naraščal.

H2: Zaostritev razmerja med lastniškim in dolžniškim financiranjem v davčni zakonodaji (ZDDPO) je vplivala na kapitalno strukturo v izbranih družbah.

Z vidika davčne zakonodaje velja, da je za družbo dolžniško financiranje ugodnejše, saj so obresti od posojil povezanim osebami v omejenem znesku davčno priznani odhodki, ki zmanjšujejo davčno osnovo, v nasprotju z dividendami, ki so strošek lastniškega kapitala in niso davčno priznani odhodki. Zato menimo, da sta se proučevani družbi v preteklih letih raje odločali za dolžniško financiranje, kar je pomembno vplivalo na oblikovanje kapitalne strukture obeh družb v opazovanem obdobju.

Prispevek je strukturiran tako, da uvodnemu delu, tj. prvemu poglavju, sledi drugo poglavje, v katerem podajamo pregled mejnikov ureditve tanke kapitalizacije v davčni zakonodaji v Sloveniji. V tretjem poglavju predstavljamo rezultate empirične raziskave na primeru dveh obvladujočih družb, v četrtem poglavju pa so podane zaključne ugotovitve.

2 Razvoj pravila tanke kapitalizacije v davčni zakonodaji Slovenije

Prva določila, ki so se nanašala na obdavčitev obresti od posojil, prejetih od povezanih oseb, so bila zapisana v *Zakonu o davku od dobička pravnih oseb* iz leta 1993 (ZDDPO, Ur. l. RS, št. 72/1993), v katerem pa ni bilo neposredno zapisanega pravila o tanki kapitalizaciji, temveč le določbe, ki so se nanašale na davčno priznavanje odhodkov od obresti za prejeta posojila. V 18. členu ZDDPO je določeno, da se morajo pri ugotavljanju odhodkov zavezanca 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. V 19. členu ZDDPO so določila za urejanje odhodkov od obresti in predpostavka, 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. V ZDDPO nista omenjena presežek in njegova obdavčitev, temveč je v 27. členu navedeno zgolj, da če je

² Vrednost davčnega ščita izračunamo kot razmerje med stroški dolžniškega financiranja ter zmnožkom med obrestno mero in stopnjo davka (Đukić 2009).

obrestna mera med povezanimi osebami nižja od zadnje znane, se davčna osnova poveča za razliko med obrestmi po priznani obrestni meri in tistimi, ki so se zaračunale lastnikom. Odhodki so se torej davčno presojali le glede na 12. člen o davčno nepriznanih odhodkih, ki pa ga je Ustavno sodišče razveljavilo (Ur. l. RS, št. 14/2003). Prve določbe o nepriznavanju obresti so bile uvedene šele z uveljavitvijo Pravilnika o davčno nepriznanih odhodkih (Ur. l. RS, št. 3/2003), ki je urejal tudi vprašanje tanke kapitalizacije. Pravilnik sicer ni določal dopustnega razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom, je pa vseboval vsebinske kriterije za presojo posojil družbenikov (Jerman 2008, 2).

Z davčno reformo leta 2004 je bilo v davčno zakonodajo vgrajeno pravilo tanke kapitalizacije, ki je urejalo nepriznavanje odhodkov obresti od presežka posojil, prejetih od delničarjev ali družbenikov s kvalificirano udeležbo. *Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb* (ZDDPO-1, Ur. l. RS, št. 33/06) je fiksiral razmerje kot štirikratnik zneska deleža v kapitalu zavezanca (Đukic 2007, 2009). S tem pravnim aktom je bila uzakonjena tanka kapitalizacija in sprejeta merila za ugotavljanje odhodkov od obresti od posojil, danih med povezanimi osebami, prav tako pa so bili podrobneje opredeljeni kriteriji za določanje povezanih oseb ter metode za določanje transfernih cen (Drobnič in Guzina 2003, 7). V 15. členu ZDDPO-1 so podrobneje opredeljene obresti med povezanimi osebami. Pravilo tanke kapitalizacije je urejal tudi 25. člen ZDDPO-1, ki je določal, da se obresti od posojil, prejetih od družbenika, ne priznajo kot odhodek, če ima družbenik kadar koli v davčnem obdobju posredno ali neposredno v lasti najmanj 25 % delnic, deležev v kapitalu ali glasovalnih pravic in kadar koli v davčnem obdobju ta posojila presegajo štirikratnik zneska deleža tega družbenika v kapitalu – t. i. presežek posojila (Jerman in Odar 2008, 44). Znesek davčno nepriznanih obresti se je ugotavljal glede na obdobje trajanja presežka posojil v davčnem obdobju. Izjema pri tem določilo so bile banke in zavarovalnice (Drobnič in Guzina 2003, 98). V 78. členu ZDDPO-1 so bila podrobneje opredeljena pravila uporabe 25. člena.

Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-2; Ur. l. RS, št. 117/2006) iz leta 2006 je 15. člen iz ZDDPO-1 razširil in dopolnil v 19. členu (obresti med povezanimi osebami). Tanko kapitalizacija je bila opredeljena v 32. členu ZDDPO-2, v katerem 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 je nadomestil 81. člen ZDDPO-2.

ZDDPO-2 je definiral pojem povezanih oseb za potrebe davčne zakonodaje (12. člen) in določil, 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 in storitev, ki bi se dosegle na trgu med nepovezanimi osebami. Prav tako velja za odhodke, med katere štejemo tudi za nas zanimive plačane obresti od 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. Slovenska zakonodaja je leta 2006 sprejela *Pravilnik o transfernih cenah* (Ur. l. RS, št. 141/2006), ki se v svojih določilih opira na smernice OECD.

Preglednica 1: Razmerje med deležem družbenika in njegovimi posojili od 2007 do 2012

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

Vir: Ur. l. RS, št. 117/2006.

V skladu z *Zakonom o davčnem postopku* (ZDavP-2, Ur. l. RS, št. 117/2006) morajo družbe pri poslovanju s povezanimi osebami voditi ustrezno dokumentacijo o družbah, s katerimi so povezane, o tipu in obsegu medsebojnih transakcij in o določitvi primerljivih tržnih cen. Na odločitve o viru financiranja zaradi možnih likvidnostnih težav in insolventnosti družbe pa poleg določil ZDDPO-2 vpliva tudi *Zakon o gospodarskih družbah* (ZGD-1, Ur. l. RS, št. 42/2006), saj ureja korporacijski vidik tanke kapitalizacije (498. in 499. člen ZGD-1).

3 Analiza strukture kapitala izbranih obvladujočih družb v Sloveniji

3.1 Podatki, vzorec in metodologija

Podatke v empiričnem delu smo pridobili iz javno objavljenih in revidiranih letnih poročil gospodarskih družb v Sloveniji za obdobje med letoma 1997 in 2012. Pri tem smo uporabili podatke, ki se v letnem poročilu nanašajo zgolj na obvladujočo družbo. Izbira družb je potekala v dveh fazah. V prvi fazi smo analizirali in ugotavljali, katere slovenske družbe so v celotnem obdobju od 1997 do 2012 kotirale na borzi (borzna kotacija A) in kdaj je bil začetek kotacije. Prav za te družbe namreč velja, da so po ZGD zavezane k javni objavi letnega poročila in konsolidiranega letnega poročila skupaj z revizorjevim poročilom. Med možnimi družbami smo izbrali dve obvladujoči družbi v Sloveniji, in sicer Gorenje, d. d., in Poslovni sistem Mercator, d. d. Sledila je druga faza, v kateri smo s spletnega portala obeh družb zbrali vsa revidirana letna poročila ter družbo Gorenje, d. d., pisno zaprosili za manjkajoči letni poročili iz let 1997 in 1998. Pri analizi računovodskih izkazov smo izhajali iz predpostavke, da so podatki resnični in pošteni, saj sta družbi, vključeni v analizo, po ZGD zavezani k reviziji.

Gorenje, d. d., in Mercator, d. d., sta veliki gospodarski družbi. Glede na javno objavljene podatke v letu 2012 nista poslovali v primerljivem obsegu, delujeta v različnih panogah in izvajata različne dejavnosti, kar predstavlja določeno omejitev v neposredni primerjavi med njima.

Preglednica 2: Prihodki in poslovni izid obvladujočih družb v letu 2012

Obvladujoča družba	Prihodki od prodaje (v 000 €)	Čisti dobiček/izguba (v 000 €)
Gorenje, d. d.	675.896,00	-14.093
Mercator, d. d.	1.425.391,00	-77.602

Vir: Letni poročili družb za leto 2012.

Poudariti je treba, da so bili v opazovanem obdobju računovodski izkazi v omenjenih družbah pripravljani v skladu s Slovenskimi računovodskimi standardi in/ali Mednarodnimi standardi računovodskega poročanja.³ Načini pripoznavanja, merjenja in nepripoznavanja gospodarskih kategorij so se v opazovanem obdobju spreminjali, kar je vplivalo na kapitalno strukturo pri obeh družbah, ki smo ju vključili v analizo, vendar tega vpliva nismo posebej proučili. Z izbrano metodo smo z analizo računovodskih izkazov ob izbiri nekaterih kazalnikov, ki jih priporočajo SRS (2006), zbrane podatke strukturirali (podatke o celotnih obveznostih do virov sredstev, še posebej kratkoročne in dolgoročne finančne obveznosti, podatke o poslovnem izidu iz poslovanja, davku in dobičku za obdobje od 1997 do 2012). Vse podatke smo preračunali v enotno valuto (evri) in jih prečistili inflacijskih vplivov s prilagoditvijo na leto 2012. Za analizo ustreznosti kapitalne strukture in njenega trenda v opazovanem obdobju v izbranih družbah smo uporabili naslednje kazalnike: stopnja lastniškosti financiranja, stopnja dolžniškosti financiranja (zgolj od finančnih obveznosti), delež kratkoročnih posojil od povezanih oseb v kapitalu in finančni vzvod.

S stopnjo lastniškosti financiranja ali kapitalne obveznosti, ki predstavlja razmerje med kapitalom in obveznostmi do virov sredstev, smo ugotavljali, kolikšen delež obveznosti družbi financirata s kapitalom.

Enačba 1: Stopnja lastniškosti financiranja

$$\text{Stopnja lastniškosti financiranja} = \frac{\text{kapital}}{\text{obveznosti do virov sredstev}} \times 100$$

Stopnja dolžniškosti financiranja razkrije, koliko je dolgov glede na celotne obveznosti družbe. S tem se izrazi tudi odvisnost družbe od zunanjih virov financiranja. Če je obrestna mera nižja od stroškov kapitala, se družba raje odloči za financiranje z dolgom. Za lastnike je takšen način financiranja lahko ustrežnejši, saj s tem praviloma povečuje donosnost družbe, vendar pa lahko vodi previsoko zadolževanje v plačilno nesposobnost. Stopnja dolžniškosti financiranja je eden od kazalnikov dolgoročne plačilne sposobnosti, ki je bistvenega pomena za dolgoročno poslovanje (Bonitete 2013).

³ Pomembnejša je sprememba SRS iz leta 2006, ko so bile v SRS prevzete rešitve MSRP, kar je imelo pomemben vpliv na izkazovanje premoženjsko-finančnega stanja in poslovne uspešnosti.

Enačba 2: Stopnja dolžniškosti financiranja (od finančnih obveznosti)

$$\text{Stopnja lastniškosti financiranja} = \frac{\text{dolгови (zgolj finančne obveznosti)}}{\text{obveznosti do virov sredstev}} \times 100$$

Na temelju kazalnika finančnega vzvoda (koeficienta dolgovno-kapitalskega razmerja), ki je količnik med dolгови in kapitalom, smo ugotavljali, kako se družba financira, saj gre za mnogokratnik nekapitalskega financiranja (tj. zunanjega financiranja). Po mnenju nekaterih avtorjev (Jurčič 2006, 136–137) je varnost poslovanja družbe zagotovljena, če je razmerje 1 : 1. Če ima družba preveč dolgov, je tveganje, povezano z nelikvidnostjo, večje. Če ima premalo dolgov, pa se otežuje doseganje želene stopnje donosnosti kapitala.

Enačba 3: Kazalnik finančnega vzvoda

$$\text{Kazalnik finančnega vzvoda (kapitalsko-dolgovno razmerje)} = \frac{\text{dolгови}}{\text{kapital}} \times 100$$

Vir: SRS 29.

Pri izbranih kazalnikih smo ugotavljali, ali je delež dolžniškega financiranja z leti naraščal in kako (če sploh) sta družbi odreagirali na zaostrovanje razmerja iz pravila tanke kapitalizacije med kapitalom in dolgom. Na podlagi rezultatov smo s primerjalno metodo ugotavljali povezavo med spreminjanjem izračunanih vrednosti in prelomnic na področju davčne zakonodaje v zvezi s pravilom tanke kapitalizacije v Sloveniji.

3.2 Rezultati in ugotovitve**3.2.1 Stopnja lastniškosti kapitala**

Trend stopnje lastniškosti financiranja smo opazovali v obdobju pred letom 2004 (do sprejetja pravila tanke kapitalizacije) in po letu 2004 ter ugotovili, da se trend padanja kaže pri obeh družbah. Pri družbi Gorenje, d. d., (-6 %) je bil ta padec veliko manjši kot pri družbi Mercator, d. d., (-29 %). Tako je leta 2004 delež kapitala v celotnih obveznostih do virov v opazovanih družbah znašal 42 % in 44 % (preglednica 3). Po letu 2004 se je trend padanja pri Mercatorju, d. d., (-3 %) upočasnil, medtem ko je družba Gorenje, d. d., (-14 %) trend padanja glede na prvo obdobje povečala.

Leta 2012 (slika 1) sta družbi izkazali stopnjo lastniškosti v višini 30 % (Gorenje, d. d.) in 39 % (Mercator, d. d.).

Analiza trenda kazalnika lastniškosti financiranja je pokazala, da zaostrovanje razmerja med kapitalom in obveznostmi do virov sredstev s pomočjo pravila tanke kapitalizacije, opredeljenega v ZDDPO, po letu 2004 ni omejilo dolžniškega zadolževanja. Do leta 2004 sta družbi pospešeno zniževali delež kapitala, hitrost padanja pa se je po uzakonitvi pravila tanke kapitalizacije upočasnila.

Preglednica 3: Izračun stopnje lastniškosti kapitala (v %)

Leto	Gorenje, d. d.	Mercator, d. d.
1997	50	71
1998	57	70
1999	50	62
2000	46	56
2001	52	49
2002	49	49
2003	46	47
2004	44	42
2005	43	38
2006	44	41
2007	37	41
2008	34	38
2009	35	40
2010	34	41
2011	29	41
2012	30	39

Vir: Lastni izračun.

Čprav naj bi se z davčno zakonodajo vzpostavila optimalna kapitalna struktura za davčne potrebe, sta družbi s poslovnega vidika delež vlaganj v kapital zniževali. Iz omenjenega razloga in zaradi omejenega dostopa do novih posojil kot posledice splošne gospodarske krize lahko s slike vidimo, da se je stopnja lastniškosti kapitala ustavila pri deležu med 30 in 40 %. 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.

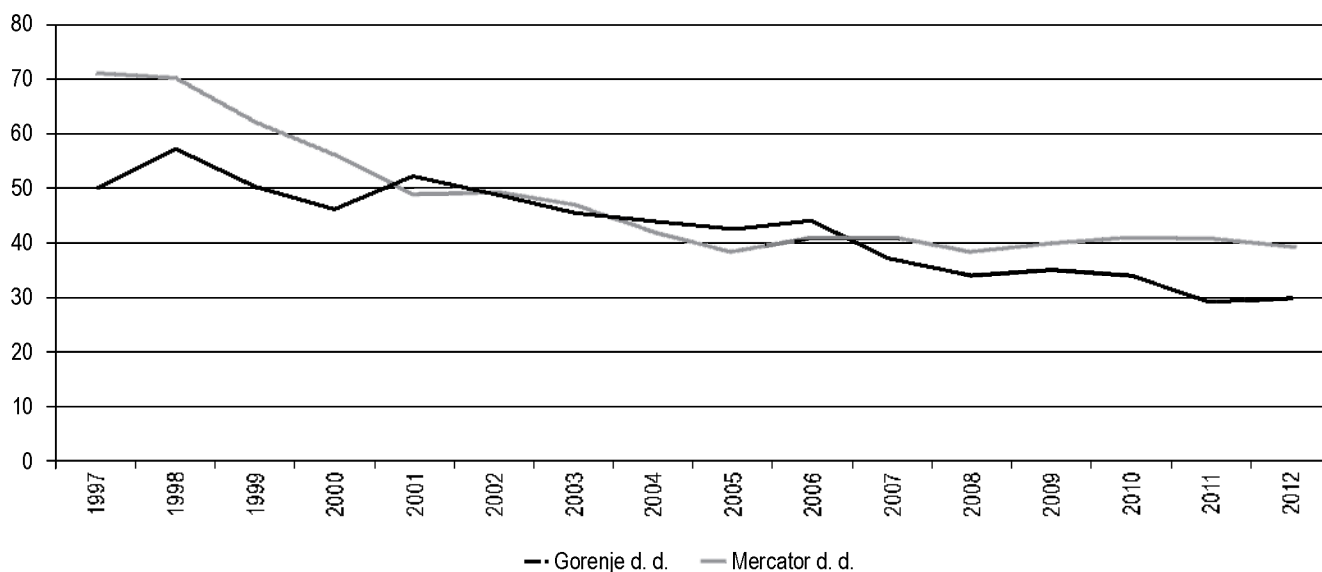
Preglednica 4: Spreminjanje finančnih obveznosti v izbranih podjetjih v obdobju 1997–2012 (v %)

Leto	Gorenje, d. d.	Mercator, d. d.
1997	6	45
1998	5	61
1999	16	68
2000	10	71
2001	25	68
2002	32	60
2003	45	60
2004	43	58
2005	38	62
2006	31	67
2007	53	60
2008	53	60
2009	60	63
2010	52	65
2011	57	68
2012	56	65

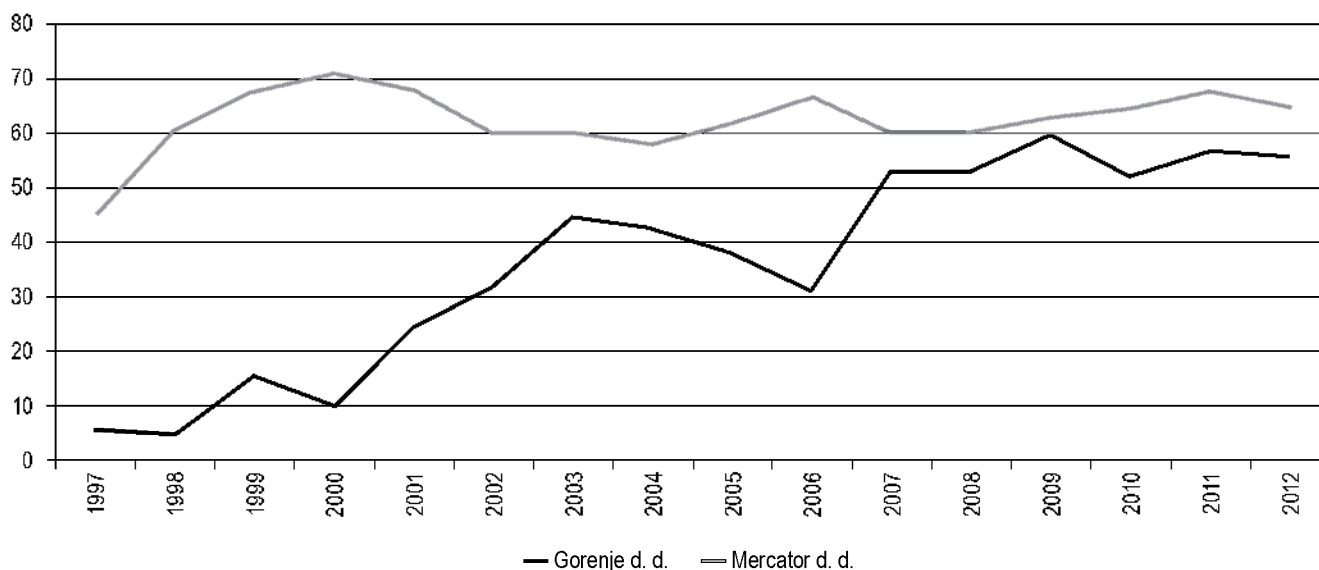
Vir: Lastni izračun.

3.2.2 Stopnja dolžniškosti financiranja

Bistveno pri izbiri načina financiranja je, da je dolžniško financiranje (pri tem opazujemo zgolj 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 zapisanega bi pričakovali, da bo večina lastnikov želela družbo financirati pretežno z dolžniškim kapitalom, delež lastniškega kapitala pa minimizirati. V ta namen smo proučili spreminjanje deleža finančnih obveznosti (dolgo-

Slika 1: Trend spreminjanja stopnje lastniškosti v izbranih družbah v obdobju 1997–2012

Vir: Lastni prikaz.

Slika 2: Grafični prikaz spreminjanja finančnih obveznosti od leta 1997 do 2012


Vir: Lastni prikaz.

ročnih in kratkoročnih) od leta 1997 do leta 2012 v primerjavi s celotnimi obveznostmi do virov sredstev. Dobljene rezultate predstavljamo v preglednici 4.

Analiza kaže, da je družba Gorenje, d. d., leta 1997 poslovala z izredno majhnim deležem finančnih obveznosti (6 %), leta 2012 pa je bilo to razmerje primerljivo z Mercatorjem, d. d. Na sliki 2 je prikazan trend gibanja celotnih finančnih obveznosti. Obe družbi sta finančne obveznosti postopoma zviševali, pri tem pa je bil trend naraščanja pri Gorenju, d. d., (+50 %) pomembno večji kot pri družbi Mercator, d. d., (+20 %).

Čeprav se je od leta 2007 do leta 2012 predpisano razmerje tanke kapitalizacije za davčne potrebe med dolgom in kapitalom skoraj prepolovilo, kar bi moralo vplivati na znižanje deleža finančnih obveznosti v primerjavi s celotnimi, pa ta delež v zadnjih nekaj letih za poslovne namene ostaja približno enak. Razlogi za precej stabilno stanje finančnih obveznosti od leta 2008 lahko najdemo v strožjih pogojih za pridobivanje posojil, ki preprečujejo pridobivanje novih, hkrati pa sta družbi še vedno odplačevali dolgoročne finančne obveznosti iz preteklih let.

3.2.3 Delež kratkoročnih posojil od povezanih oseb v kapitalu

Tanko kapitalizacijo nekateri 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 presežno zadolževanje s posojili kvalificiranih družbenikov, ki imajo v lasti vsaj 25 % deležev v kapitalu. Ker zgolj na podlagi lastniškosti kapitala in spreminjanja finančnih obveznosti ne

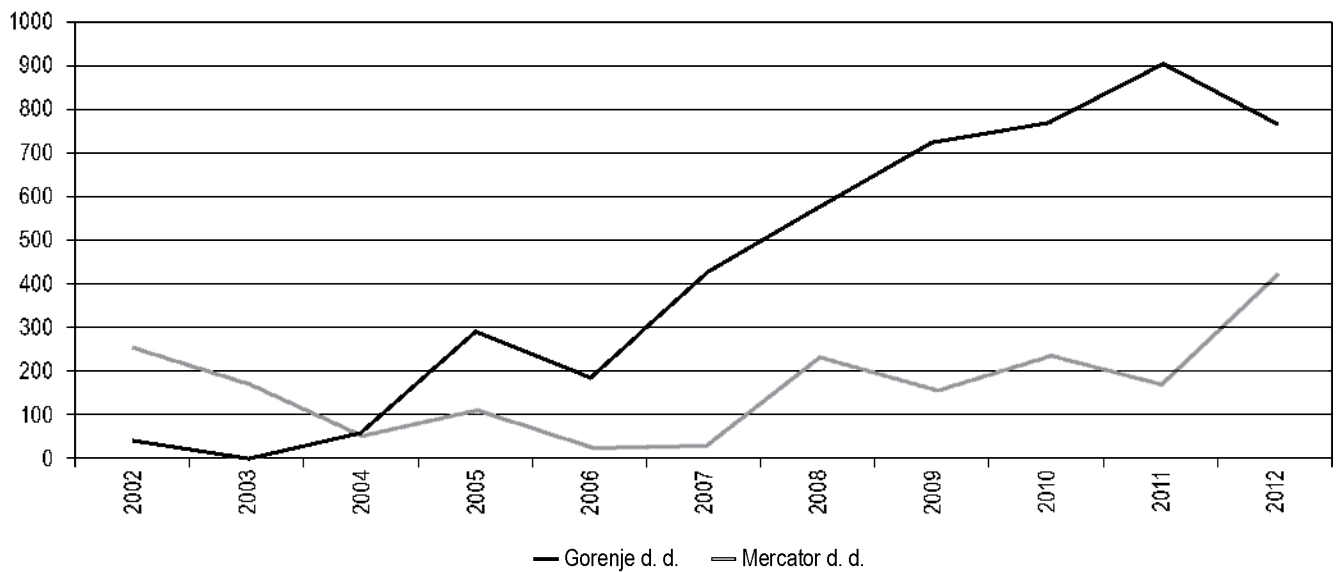
moremo neposredno sklepati o vplivu tanke kapitalizacije na kapitalno strukturo podjetij, smo proučili še gibanje kratkoročnih prejetih posojil od povezanih oseb. Iz letnih poročil ni bilo razvidno, katera prejeta posojila se nanašajo na povezane osebe z vsaj 25-odstotnim deležem, zato smo analizirali celotne vrednosti kratkoročnih dobljenih posojil od družb v skupini. Zaradi slabe razčlenitve v nekaterih starejših letnih poročilih je najmanjše skupno leto primerjave leto 2002, vendar pa to ne vpliva na natančnost naših ugotovitev, saj je bila tanka kapitalizacija uzakonjena šele z davčno reformo leta 2004 (ZDDPO-1). V preglednici 5 prikazujemo izračunano razmerje med kratkoročnimi dobljenimi posojili obvladujočih družb do družb v skupini in celotnim kapitalom za obdobje preteklih 11 let.

Preglednica 5: Spreminjanje razmerja med posojili od povezanih oseb in kapitalom 2002–2012 (v %)

Leto	Gorenje, d. d.	Mercator, d. d.
2002	47	264
2003	9	182
2004	66	54
2005	299	114
2006	189	28
2007	437	38
2008	580	239
2009	719	161
2010	777	241
2011	906	173
2012	764	427

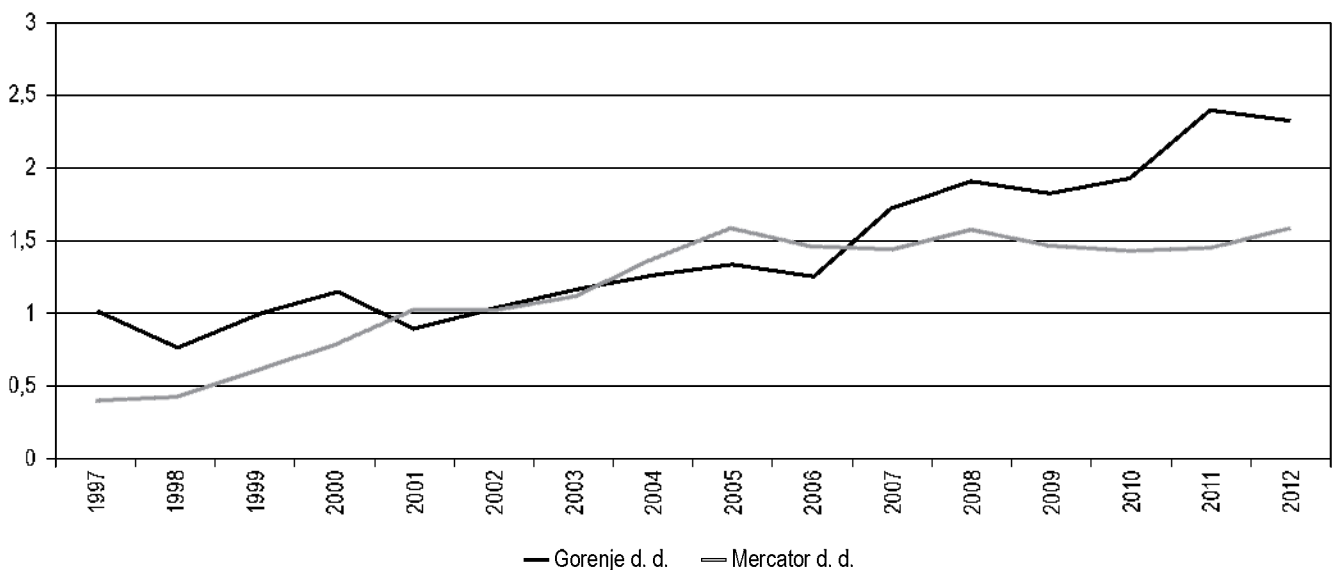
Vir: Lastni izračun.

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



Vir: Lastni prikaz.

Slika 4: Trend gibanja stopnje finančnega vzvoda



Vir: Lastni prikaz.

Kot je razvidno s slike 3, sta obe družbi povečevali delež kratkoročnih posojil od povezanih družb, pri čemer je bila intenzivnost povečevanja pri Gorenju, d. d., večja kot pri Mercatorju, d. d.

Če primerjamo leto 2007, ko je bilo razmerje med dolgom in kapitalom določeno na ravni osemkratnika, in

leto 2012, za katero velja štirikratnik, vidimo, da so ukrepi tanke kapitalizacije dosegli nasprotni učinek. Zlasti na prehodu iz leta 2011 v leto 2012 je opaziti povečanje kratkoročnih posojil pri družbi Mercator, d. d.

3.2.4 Finančni vzvod

Najpogostejši način za proučevanje ustreznosti kapitalne strukture je izračun finančnega vzvoda, pri čemer

spremljamo delež dolgov v kapitalu. Rezultati analize so prikazani v preglednici 6.

Izračuni finančnega vzvoda kažejo, da sta družbi v obdobju pred letom 2004 izkazovali zelo različno dolgovno-kapitalsko razmerje in da je družba Gorenje, d. d., v tem obdobju izkazala stabilnejšo in varnejšo kapitalsko strukturo. Leta 2002 je stopnja finančnega vzvoda pri obeh družbah dosegla vrednost blizu 1, nato pa je začelo dolgovno-kapitalsko razmerje v obdobju po letu 2004 strmo naraščati. Razloge za visok delež dolgov in s tem višji finančni vzvod je iskati v minimalnem pritoku 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 se obveznosti do lastnih dobaviteljev večale.

Preglednica 6: Stopnja finančnega vzvoda v obdobju 1997–2012

Leto	Gorenje, d. d.	Mercator, d. d.
1997	1,02	0,41
1998	0,76	0,43
1999	1	0,61
2000	1,15	0,79
2001	0,91	1,03
2002	1,04	1,03
2003	1,16	1,13
2004	1,28	1,37
2005	1,35	1,6
2006	1,25	1,46
2007	1,72	1,46
2008	1,92	1,6
2009	1,83	1,48
2010	1,93	1,45
2011	2,41	1,46
2012	2,34	1,59

Vir: Lastni izračun.

4 Zaključne ugotovitve

Pravilo tanke kapitalizacije se v slovenski davčni zakonodaji vse od njegovega sprejetja v letu 2004 do leta 2012 ni bistveno spremenilo. Slovenija uporablja metodo fiksnega razmerja med dolgom in kapitalom. Čeprav je osnovni namen pravila tanke kapitalizacije omejiti presežno zadolževanje družbenikov, doseganje tega namena v opazovanih družbah ni bilo učinkovito. Družbeniki so v preteklih letih zaradi večje donosnosti dajali prednost financiranju s posojilom pred dokapitalizirajo.

V empiričnem delu prispevka smo na podlagi analize podatkov na primeru obvladujočih družb skupine Gorenje, d. d., in Mercatorja, d. d., spremljali trend zadolževanja oz. gibanja dolgov družb v obdobju med letoma 1997

in 2012 in opazovali, kako sta družbi reagirali na sprejetje in spremembo pravila tanke kapitalizacije. S pomočjo kazalnikov stopnje lastniškosti financiranja, stopnje dolžniškega financiranja, stopnje dobljenih kratkoročnih posojil od povezanih oseb in stopnje finančnega vzvoda smo potrdili prvo hipotezo, da je delež dolžniškega financiranja v izbranih obvladujočih družbah v Sloveniji v opazovanem obdobju 1997–2012 naraščal. Davčna zakonodaja z ukrepi tanke kapitalizacije tako ni dosegla želenega učinka, pri tem pa moramo upoštevati še druge dejavnike, ki jih v prispevku nismo proučevali. Analiza je razkrila, da se je delež dolžniškega financiranja med letoma 1997 in 2012 povečal kljub zaostrovanju razmerja med kapitalom in dolgovi s pomočjo pravila tanke kapitalizacije. Zaostritev razmerja med lastniškim in dolžniškim financiranjem v davčni zakonodaji (ZDDPO) je vplivala na kapitalsko strukturo v izbranih slovenskih družbah (hipoteza št. 2), vendar ne tako, kot je predvidevala davčna zakonodaja. Možne razloge za takšno ravnanje lahko najdemo v manjšem interesu imetnikov kapitala za investiranje v podjetja, v načinu pridobivanja bančnih posojil z namenom odplačevanja zapadlih terjatev, podaljšanju dob odplačevanja, povečevanja deleža nezapadlih terjatev, splošnem padcu gospodarske rasti in povečanju števila »ohranitvenih« ukrepov podjetij, med katere spada tudi davčna optimizacija z izkoriščanjem davčnega štita.

Glede na rezultate analize menimo, da je pravilo tanke kapitalizacije omejilo zgolj financiranje med povezanimi osebami z različnim rezidentstvom, znotraj države (ter v okviru obvladujočih družb) pa ni doseglo želenega namena. Tudi raziskave nekaterih strokovnjakov dokazujejo, da je notranja zadolženost družb v multinacionalni skupini višja (Schindler in Schjelderup 2011), zato menimo, da bi bili z analizo celotne skupine, ne zgolj obvladujočih družb, rezultati in ugotovitve naše raziskave drugačni.

Literatura in viri

1. Berens J. L. in C. J. Cuny (1995). The Capital Structure Puzzle Revisited. *The Review of Financial Studies* 8 (4): 1185–1208. <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/8.4.1185>
2. Bergant, Ž. (2003). Kapitalska ustreznost podjetij, da ali ne? V: *Zbornik 35. Simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji*, I. Turk, Koordinacijski odbor ZRFRS in ZES (ur.). Portorož: ZFRF Slovenije, 337–361.
3. Bergant, Ž. (2012). *Plačilna sposobnost in kapitalska ustreznost podjetja*. Ljubljana: Inštitut za poslovodno računovodstvo.
4. Bonitete (2013). *Metodologija*. Dosegljivo 21. oktobra 2013 na: http://www.bonitete.si/bonitetece/files/metodologija_si_si.pdf
5. Büttner, T. O., U. Schreiber, in G. Wamser (2006). *Taxation and Capital Structure Choice-Evidence from a Panel of German Multinationals*. Working Paper No. 1841. CEFifo, Munich.

6. Büttner, T., M. Overesch, U. Schreiber in G. Wamser (2008). *The impact of thin-capitalization rules on multinationals' financing and investment decisions*. Deutsche Bundesbank, Research Centre, Discussion Paper Series I. Economic Studies. 03.
7. 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. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jpubeco.2012.06.008>
8. Drobnič, N. in B. Gužina (2003). *Davek od dobička po novem*. Deloitte [online]. Dosegljivo 21. oktobra 2013 na: www.gzs.si/pripone/8395.
9. Duhovnik, M. (2005). *Politika investiranja in financiranja – 2. del. Stroški in sestava virov financiranja*. Maribor: Pravna fakulteta [online]. Dosegljivo 21. oktobra 2013 na: http://www.pf.uni-mb.si/datoteke/dr_meta_duhovnik_-_sestava_kapitala.pdf.
10. Đukić, T. (2007). Institut tanke kapitalizacije v slovenskem davčnem sistemu. *Davčno-finančna praksa* 6–8.
11. Đukić, T. (2009). *Vpliv načinov financiranja na obdavčitev podjetij*. 9. Davčno-finančna konferenca. Dosegljivo 21. oktobra 2013 na: http://www.planetgv.si/upload/htmlarca/images/prezentacije/DFK_Dukic_Tatjana.pdf.
12. Đukić, T. (2011). Thin capitalization rules in EU member states. *Uprava* IX: 83–99.
13. 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. <http://dx.doi.org/10.5709/ce.1897-9254.36>
14. Gorenje d. d. (2013). Predstavitev družbe. Dosegljivo 21. oktobra 2013 na: <http://www.gorenjegroup.com/si/>.
15. Haufler, A. in M. Runkel (2012). Firms' financial choices and thin capitalization rules under corporate tax competition. *European Economic Review* 56: 1087–1103. <http://dx.doi.org/10.1016/j.eurocorev.2012.03.005>
16. Hsun, C. (2012). Optimal thin capitalisation rule in a simple endogenous growth model with tax havens. *Australian Economic Papers* 51 (3): 123–133. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8454.2012.00427.x>
17. Jerman, S. in M. Odar (2008). *Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb*. Ljubljana: GV Založba.
18. Jerman, S. (2008). Davek in tanka kapitalizacija (presežne obresti). *Davčno-finančna praksa*: 2–4.
19. Jovanović, T. (2013). *Merjenje vpliva pravil proti davčnemu izogibanju v Evropski uniji na obdavčenje mednarodnih podjetij*. Univerza v Ljubljani: Fakulteta za upravo. Dosegljivo 21. oktobra 2013 na: <http://www2.fu.uni-lj.si/diplome/pdfs/doktorska/jovanovictatjana.pdf>.
20. Juričič, D. (2006). Zaznavanje nevarnosti plačilne nesposobnosti. *Nase gospodarstvo* 3–4/2006.
21. Ključanin, E. in M. Zemljič (2004). *Konvencije o izogibanju dvojnega obdavčenja dohodka in premoženja*. Ljubljana: GV Založba.
22. Maček, M. (2003). Inšpiciranje multinacionalk – tanka kapitalizacija. *Davčni bilten* 8: 26–28.
23. Mramor, D. (2002). *Teorija poslovnih financ*. Magistrsko delo. Univerza v Ljubljani. Ekonomska fakulteta, Ljubljana.
24. Overesch, M. in G. Wamser (2006). *German Inbound Investment, Corporate tax Planning and Thin-Capitalization Rules - A Difference-in-Difference Approach*. IFO Working Paper No. 37. Munich: Center for European Economic Research.
25. Poslovni sistem Mercator d. d. (2013). Predstavitev družbe. Dosegljivo 21. oktobra 2013 na: <http://www.mercator.si/si/o-podjetju/>.
26. Ribnikar, I. (2000). Financial intermediation in a small (transition) economy. *Economic and business review: for Central and South-Eastern Europe* 2 (2): 113–125.
27. Schindler, D. in G. Schjelderup (2012). Debt shifting and ownership structure. *European Economic Review* 56 (4): 635–647. <http://dx.doi.org/10.1016/j.eurocorev.2012.02.015>
28. Weichenrieder, A., Windischbauer, H. (2008). *Thin Capitalisation Rules and Company Responses Experience from German legislation*. CESifo working paper. No. 2456. Dosegljivo 21. oktobra 2013 na: <http://www.econstor.eu/bitstream/10419/26501/1/589227882.PDF> [10. 12. 2012].

Zakonodajni viri

1. MSRP – Mednarodni standardi računovodskega poročanja (2008). Dosegljivo 21. oktobra 2013 na: http://www.si-revizija.si/o_siru/msrpphp.
2. SRS – Slovenski računovodski standardi (2006). (SRS). Ur. l. RS, št. 107/2001 (67/2003 popr., 13/2003, 43/2004, 83/2004, 28/2005, 89/2005, 9/2006, 9/2006, 9/2006, 119/2008).
3. Pravilnik o transfernih cenah (Ur. l. RS, št. 141/2006).
4. Pravilnika o davčno nepriznanih odhodkih (Ur. l. RS, št. 3/2003).
5. Zakon o davku od dobička pravnih oseb ZDDPO. Ur. l. RS, št. 72/1993, Ur. l. RS, št. 20/1995, 18/1996-ZDavP, 34/1996, 82/1997 Odl. US; U-I-296/95, 27/1998 Odl. US; U-I-81/96, 1/2000 Odl. US; U-I-332/97, 50/2002 Odl. US, 108/2002, 14/2003-UPB1.
6. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb ZDDPO-1. Ur. l. RS, št. 40/2004 (70/2004 popr.), Ur. l. RS, št.

- 54/2004-ZDavP-1, 139/2004, 17/2005-UPB1, 108/2005, 33/2006-UPB2.
7. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb ZDDPO-2. Ur. l. RS, št. 117/2006, Ur. l. RS, št. 90/2007, 56/2008, 76/2008, 92/2008, 5/2009, 96/2009, 110/2009-ZDavP-2B (1/2010 popr.), 43/2010, 59/2011, 24/2012, 30/2012-ZDDPO-2H.
8. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD)-I. Ur. l. RS, št. 42/2006 (60/2006 popr.), št. 26/2007-ZSDU-B, 33/2007-ZSReg-B, 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 10/2008, 68/2008, 23/2009 Odl.US:U-I-268/06-35,42/2009, 65/2009-UPB3, 83/2009 Odl. US: U-I-165/08-10, Up-1772/08-14, Up-379/09-8,33/2011, 91/2011, 100/2011 Skl. US: U-I-311/11-5, 32/2012, 57/2012.
9. Zakon o davčnem postopku (ZDavP-2). Ur. l. RS, št. 117/2006, Ur. l. RS, št. 24/2008-ZDDKIS, 125/2008, 20/2009-ZDoh-2D, 47/2009 Odl. US: U-I-54/06-32 (48/2009 popr.), 110/2009 (1/2010 popr.), 43/2010, 97/2010, 13/2011-UPB4, 32/2012, 94/2012.



Dr. Lidija Hauptman je docentka za področje računovodstva in revizije na Ekonomsko-poslovni fakulteti Univerze v Mariboru. Je članica programsko-organizacijskega odbora DRFR Maribor, članica IFA in EEA. Njeno raziskovalno delo obsega področje finančnega in davčnega računovodenja, računovodenja koncernov in obdavčitve. Je avtorica in soavtorica prispevkov v več domačih in mednarodnih publikacijah (Cobiss, številka raziskovalca 19613).

Lidija Hauptman is an assistant professor of accounting and auditing at the Faculty of Business and Economics at the University of Maribor. She is a member of the program and the organization committee of DRFR Maribor as well as a member of IFA and EEA. Her research work includes the field of financial and tax accounting, group accounting, and taxation. She has several national and international publications (see Cobiss, Research Nr. 19613).



Sašo Tič je leta 2013 z odliko diplomiral na Ekonomsko-poslovni fakulteti v Mariboru s področja računovodstva in revizije z diplomsko nalogo »Analiza vpliva tanke kapitalizacije na kapitalsko strukturo izbranih podjetij«. V svoji devetletni karieri je sodeloval z mnogimi uspešnimi slovenskimi podjetji in opravljal predvsem vodstvena dela na področju računovodstva in financ. Kot finančni direktor je zaposlen v mednarodnem podjetju AD VITA, d. o. o.

Sašo Tič graduated from the Faculty of Economics and Business, University of Maribor, in 2013, completing his academic work in the accounting and auditing and preparing his thesis, entitled "Analysis of Thin Capitalisation Effects on Capital Structure in Selected Companies." In the nine years of his professional career, he has worked with several successful Slovenian companies, mainly in leading positions and dealing with accounting and finance. He is currently employed as the financial director of AD VITA.