

TEORIJSKI MODELI FINANCIJSKE STRUKTURE TRGOVAČKIH DRUŠTAVA I NJIHOVI POREZNOPRAVNI ASPEKTI

Mr. sc. Jasna Bogovac *

UDK 336.226.12

347.72:336.226.12

Pregledni znanstveni rad

Primljeno: travanj 2011.

Odnos i karakteristike obveza i kapitala bitni su kao pokazatelj financijskog stanja i stabilnosti trgovačkog društva, a isto tako važni su i s poreznoga gledišta jer se odlukama o strukturiranju kapitala povećavaju ili smanjuju porezne obveze i za društvo i za njegove članove. Teorijski modeli financijske strukture trgovačkih društava uzimaju u obzir neke porezne elemente, no ne sagledavaju njihov cjeloviti poreznopravni aspekt. U radu se stoga poreznim analizama, sagledanim u kontekstu navedenih teorija, nastoji upotpuniti stanje spoznaja o važnosti poreznopravnih čimbenika strukture kapitala. Također se nastoji dati kratak pregled mogućih smjernica pri izgradnji poreznopravnog sustava radi mogućih unapređenja na osnovi primjene tih spoznaja.

Ključne riječi: poreznopravni sustav, financijska struktura, porez na dobit, porezni kamatni štit, načela oporezivanja.

1. UVOD

Odluka o financiranju trgovačkog društva¹ opredjeljenje je menadžmenta o tome na koji način i kojim instrumentima prikupiti financijska sredstva koja

* Mr. sc. Jasna Bogovac, viša predavačica Društvenog veleučilišta u Zagrebu, Gundulićeva 10, Zagreb

¹ Budući da su društva kapitala najznačajniji nositelji poduzetničkih aktivnosti, u znanstvenim radovima i teorijama o financiranju pojam "trgovačko društvo" najčešće se odnosi na "društvo kapitala", u prvom redu na dionička društva i društva s ograničenom odgovornošću (često se spominju "korporacije" kao razvijeni oblik trgovačkog društva). Više o pravnom aspektu financiranja dioničkih društava vidi: Barbić, J., *Pravo društava, Društva kapitala*, Organizator, Zagreb, 2010., sv. I. *Dioničko društvo*, str. 1211 – 1265 te *ibidem*, sv. II., str. 483 – 508 o financiranju društava s ograničenom odgovornošću.

su potrebna društvu za poslovanje, u prvom redu za investiranje. Za donošenje tih odluka potrebno je široko znanje financijskih menadžera o različitim uvjetima kreditiranja i vrijednosnim papirima koji se mogu ponuditi na tržištu te o financijskim tržištima na kojima se društvo može zadužiti. Odlukama o financiranju struktura pasive² može se značajno promijeniti. Time se utječe na financijski rizik društva, a i na troškove financiranja, što u konačnici djeluje na konkurentnost i opstojnost poslovnog subjekta.

Općenito se izvori financiranja društava kapitala klasificiraju na financiranje zaduživanjem, financiranje dioničkim³ kapitalom i zadržanom dobiti, pri čemu izdavanje dužničkih vrijednosnih papira i ugovaranje kredita s bankama pripada u zaduživanje (financiranje tuđim kapitalom), dok je izdavanje novih dionica financiranje vlastitim (dioničkim) kapitalom.

² Često se za potrebe prikaza strukture pasive spominje udjel zajmavnog kapitala (duga, engl. *debt*) u odnosu na kapital članova društva (vlasnički kapital, engl. *equity*, *shareholders equity*). Tako se govori o “financijskoj poluzi” (engl. *leverage*, *financial leverage*) jer se financijskom polugom uporaba duga u financiranju poslovanja i ekspanziji poduzeća “isplati sve dok se takvim poslovanjem ostvaruje stopa rentabilnosti veća od ponderirane kamatne stope po kojoj se plaćaju kamate na dug” (preuzeto iz, *mutatis mutandis*, *Ekonomski leksikon*, Leksikografski zavod “Miroslav Krleža”, Baletić, Z. (gl. ur.), 1995., s. v. financijska poluga). Navedeno pravilo rabi se i u slučaju financiranja novih ulaganja, ali i u slučaju optimizacije postojeće financijske strukture. U engleskom govornom području najčešće se upotrebljava izraz *debt to equity ratio* (hrv. omjer duga i vlasničkog kapitala), a vrlo često i *capital structure* (hrv. struktura kapitala) te *financial structure* (hrv. financijska struktura) te će se ti izrazi koristiti i u radu. Ponekad se pojam “struktura kapitala” koristi u užem smislu koji podrazumijeva kombinaciju duga i kapitala koje trgovačko društvo koristi za financiranje dugoročnih operacija (usp. Učkar, D., *Mogućnosti optimizacije financijske strukture poduzeća u Republici Hrvatskoj*, Ekonomska istraživanja, vol. 20, no. 2, 2007., str. 24 – 34).

³ Dioničari su imatelji dionica, što znači da su članovi dioničkog društva. S obzirom na to da dioničari osnovom vlasništva obično imaju prava na izglasane dividende kao element raspodjele neto dobiti, isto kao što i članovi društva s ograničenom odgovornošću imaju prava na udjele u dobiti, za potrebe ovoga rada pod pojmom “dividende” podrazumijevaju se također “udjeli u dobiti”, a pod pojmom “dioničari” i “članovi društva s ograničenom odgovornošću” jer te članove i dohotke jednako tretiraju tuzemni, hrvatski porezni propisi, kao i propisi u međunarodnom kontekstu. Isto tako, iako je moguće da član društva bude i fizička i pravna osoba, uobičajeno je pod pojmom “dioničar” podrazumijevati fizičku osobu, imatelja dionica, kako bi se u poreznopravnom i ekonomskom smislu razlikovali porezni statusi društava i fizičkih osoba. Ovo je osobito važno u slučaju skupine povezanih trgovačkih društava kada treba razlučiti poreznopravne odnose društva matice s društvima u njezinoj hijerarhijskoj strukturi od odnosa s fizičkim osobama članovima te matice.

S poreznog stajališta za korporacije su plaćanja kamata porezno priznati trošak, za razliku od plaćanja dividendi koja to nisu. Osim toga, dividende su podložne dvostrukom poreznom opterećenju jer su oporezive na razini korporacija i na razini primatelja. To znači da se naknade vlasnicima dionica – članovima društva, umanjuju za porezne obveze koje plaća trgovačko društvo te za iznose poreza koji terete dioničara osobno. Isto se odnosi i na oporezivanje kapitalnih dobitaka u slučaju kad dionice otkupe korporacije. Zato se može zaključiti kako postoji porezni poticaj da se kod financiranja koristi dug radi financiranja korporativnih projekata. Porezna prednost financiranja dugom smatrala se najvažnijim poreznim čimbenikom koji utječe na financijske odluke društava te je u radu detaljnije razmatran njezin nastanak, praktična primjena i važnost.

Sveukupnost pravnih i ekonomskih aspekata oporezivanja nije zastupljena u teorijskim ekonomskim modelima strukturiranja kapitala trgovačkih društava već su autori modele *infra* izložene u radu temeljili na odabranim poreznim i neporeznim varijablama koje su smatrali presudnima za njihovu izgradnju te teorijsko i empirijsko dokazivanje.⁴ Zato se u ovom radu daje poreznopravno

⁴ Ostala istraživanja problema poreznog utjecaja na strukturu kapitala bila su prilagođena također pojedinačno odabranim poreznim i neporeznim čimbenicima kojima se nastojala utvrditi njihova povezanost i važnost. Primjerice, to su struktura imovine (vidi: Harris, M.; Raviv, A., *The theory of capital structure*, The Journal of Finance, vol. 46, no. 1, 1991., str. 297 – 355, vidi također: Rajan, R. G.; Zingales, L., *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, The Journal of Finance, vol. 50, no. 5, 1995., str. 1421 – 1460); inflacija, kamatne stope i gospodarski ciklusi (vidi: Gordon, R.; Lee, Y., *Interest Rates, Taxes and Corporate Financial Policies*, National Tax Journal, vol. LX, no. 1, 2007., str. 65 – 84, također: Cohen, D.; Hassett, K. A., *Inflation, Taxes, and the Durability of Capital*, National Tax Journal, vol. 52, no. 1, 1999., str. 91 – 98, isto: Frank, M. Z.; Goyal, V. K., *Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?*, Financial Management, vol. 38 (1), 2009., str. 1 – 37; i: Miller, M. H., *Debt and Taxes*, The Journal of Finance, vol. 32, no. 2, Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association, Atlantic City, New Jersey, (September 16-18, 1976), May, 1977., str. 261 – 275); porez na dohodak (vidi u: Graham, J. R., *Taxes and Corporate Finance: A Review*, The Review of Financial Studies, vol. 16, no. 4, 2003., str. 1075 – 1129), pripadnost određenoj industriji (vidi: Frank i Goyal, *ibidem*, također: Graham, J. R.; *How Big Are the Tax Benefits of Debt?*, The Journal of Finance, vol. LV, no. 5, 2000., str. 1901 – 1941); profitabilnost, (vidi: Frank i Goyal, *ibidem*, Graham, J. R., *Taxes...*, *ibidem*), unikatnost proizvoda (vidi: Graham, J. R., *How...*, *ibidem*, također: Frank i Goyal, *ibidem*); veličina i reputacija trgovačkog društva (vidi u: Rajan i Zingales, *ibidem*), vrsta imovine (vidi u: Frank i Goyal, *ibidem*); različite stope poreza na dobit država u kojima djeluju multinacionalne korporacije

tumačenje teorijskih modela s kratkim smjericama o poreznom sustavu koji bi, uzimajući u obzir ove znanstvene spoznaje, primjenom omogućio stvaranje poticajnog zakonskog okvira za razvoj poduzetništva, ali isto tako i za zaštitu proračunskih prihoda.

Rad je strukturiran tako da se u prvim poglavljima daje prikaz osnovnih instrumenata financiranja trgovačkih društava i njima pripadajućih poreznih karakteristika: financiranje kapitalom, financiranje zadržanom dobiti te financiranje dugom. U nastavku se razmatraju teorijski modeli financijskog strukturiranja: Modigliani-Millerovi teorijski modeli, teorija ustupaka, agencijska teorija, teorija signalizacije i teorija redosljeda pakiranja te njihov poreznopravni aspekt. Zaključak sažima glavne spoznaje rada.

(vidi: Huizinga, H.; Laeven, L.; Nicodeme, G., *Capital structure and international debt shifting*, Journal of Financial Economics, vol. 88, issue 1, Apr 2008., str. 80 – 118, također: Desai, M. A.; Foley, C. F.; Hines, Jr. J. R., *A Multinational Perspective on Capital Structure Choice and Internal Capital Markets*, The Journal of Finance, vol. LIV, no. 6, 2004., str. 2451 – 2487, isto i: Mintz, M. J., *Cashing out profits: international approaches to dividend taxation*, Tax notes international, no. 7, 2003., te Buettner, T.; Wamser, G., *Internal Debt and Multinationals' Profit Shifting – Empirical Evidence from Firm-Level Panel Data*, Oxford University Centre for Business Taxation, Working paper 09/1844, 2009., vidi također: Gordon, R. H., *Taxation and Corporate use of Debt: Implications for Tax Policy*, National Tax Journal, 63(1), 2010., str. 151 – 174, Lehmann, A.; Sayek, S.; Kang, H. G., *Multinational Affiliates and Local Financial Markets*, International Monetary Fund Working Paper 04/107, 2004., slično: Feldstein, M., *Tax Policy and International Capital Flows*, NBER Working Paper No. 4851 (Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research), 1994., vidi također: Haufler, A.; Runkel, M., *Firms' financial choices and thin capitalization rules under corporate tax competition*, Paper presented at the European Tax Policy Forum in London, Oxford university centre for business taxation, WP 08/15, 2008.; izbor tržišnog trenutka, rast korporacije, uvjete na strani ponude, uvjete na tržištu dionica (Frank i Goyal, *ibidem*); marginalna porezna stopa i porezni položaj korporacije, leasing, mirovinski planovi, starost duga, sustav nagrađivanja menadžmenta (Graham, J. R., *Taxes...*, *ibidem*); institucijske razlike i odnos tržišne i knjigovodstvene cijene dionica (Rajan i Zingales, *ibidem*; Frank i Goyal, *ibidem*); utjecaj inflacije na ročnost imovine (Cohen, D.; Hassett, K. A., *ibidem*); očekivane efektivne porezne stope korporacije, vidi: Gropp, R. E., *The Effect of Expected Effective Corporate Tax Rates on Incremental Financing Decisions*, IMF Working Paper, WP/97/46; poboljšanje kreditnih uvjeta, transakcijski troškovi i naknade, podcijenjenost ili precijenjenost dionica, vidi u: Graham J. R.; Harvey C. R., *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*, Journal of Financial Economics 60, 2001., str. 187 – 243 te važnost institucionalnih posrednika (vidi: Mayer, C., *Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development*, u: Hubbard, R.G. (ed.), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, University of Chicago Press, str. 307 – 332).

2. FINANCIRANJE KAPITALOM

Kada društvo izdaje dionice, menadžment prikuplja financijska sredstva na način da prodaje i pravo sudjelovanja u dobiti korporacije. Za razliku od fiksnih isplata kamata na koje se trgovačko društvo obvezuje kod uzimanja zajma ili izdanja obveznice, dividenda koja se isplaćuje dioničarima ponajprije ovisi o uspjehu društva. Dividende su naknada dioničarima za njihov kapital uložen u poduzetništvo, što podrazumijeva visoku rizičnost investicija.⁵

Izdavanje novih dionica složen je posao koji generira visoke troškove, a k tome i visoku neizvjesnost. Takva odluka, naime, donosi reakcije s tržišta kapitala koje nije lako predvidjeti, pa stoga predstavljaju ograničavajući faktor menadžmentu kod donošenja odluka o izdavanju novih dionica. Odluka o financiranju također može utjecati na očekivani prinos dioničara i to zbog povećanog rizika koji dioničari snose ako se poveća zaduženost korporacije. Budući da je kamata na dug fiksni trošak koji povećava varijabilnost budućih dobiti i financijsku polugu, povećava se očekivani rizik za dioničare, time i povrat na ulaganje koji očekuju, što se kvantificira u trošku kapitala objašnjenom u nastavku.

Oporezivanje dioničara složen je pojam, a koristi se da bi se prikazali porezni oblici kojima se oporezuju dohoci od ulaganja u kapital trgovačkih društava te njihov kumulativni učinak. Raspodijeljene dobiti, ili dividende i udjeli u dobiti, mogu proći kroz lanac trgovačkih društava prije no što se isplate konačnom vlasniku – fizičkoj osobi koja je uložila vlastiti kapital u matično

⁵ Iako u teoriji postoje tumačenja o različitim skupinama dioničara, onih koji ulažu jer očekuju redovitu isplatu dividende (kupuju takozvane *prihodovne dionice*) i onih koji očekuju porast vrijednosti dionice uz zanemarivanje isplati dividendi (kupuju takozvane *rastuće dionice*), općenito gledano, dioničari će biti zadovoljni i ako korporacije reinvestiraju novac u nove investicije, sve dok je riječ o investicijama koje će povećati njihovo bogatstvo, vidi: Brealey, R. A.; Myers, S. C.; Allen, F., *Principles of Corporate Finance*, McGraw Hill, New York, 2006., str. 299. Iscrpno o teorijama i istraživanjima o povezanosti politike isplata dividendi i korporacijskog upravljanja te usklađivanju interesa menadžmenta s interesima dioničara putem isplata dividendi vidi u: Da Silva, L. C.; Georgen, M.; Renneboog, L., *Dividend Policy and Corporate Governance*, Oxford University press, Oxford, 2004. Isto u: Allen, F.; Bernardo, A. E.; Welch, I., *A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles*, *The Journal of Finance*, vol. LV, no. 6, Dec 2000., str. 2499 – 2536 te Baker, M.; Wurgler, J., *A Catering Theory of Dividends*, *The Journal of Finance*, vol. LIX, no. 3, June 2004., str. 1125 – 1165.

trgovačko društvo.⁶ Gledajući transakcije u cijelosti, sa stajališta korporacija i njihovih članova, dividende se oporezuju porezom na dobit, porezom po odbitku te porezom na dohodak⁷, dok se prodaja dionica oporezuje porezom na kapitalne dobitke. Kumulativni učinci mogu biti nepovoljni jer se zajednički negativni porezni učinak može znatno povećavati, upravo zbog složenosti navedenih poreznih elemenata. Iz tih razloga promišljanje o poreznom učinku na donošenje odluka o dionicama i dividendama sa stajališta menadžmenta multinacionalnih korporacija iznimno je zamršeno, osobito ako je vlasništvo nad korporacijom snažno disperzirano. Empirijski dokazi o preferiranju isplata u odnosu na suzdržavanje od isplate dividendi, ovisno o poreznim propisima, također dokazuju kontradiktornost navedenih tvrdnji tako da se ne može sa sigurnošću zaključiti da porezni propisi imaju presudni utjecaj na politiku isplati dividendi.⁸

S velikom sigurnošću, ipak, možemo pretpostaviti da menadžment nastoji optimalno ispuniti očekivanja svih zainteresiranih strana tako da poopćavanjem interesa ulagača (ili njihovim grupiranjem u interesne skupine), a sukladno troškovima koje je voljno ostvariti tim procesom, donosi kompromisne odluke.⁹

⁶ Za potrebe oporezivanja obuhvat pojma dividende može biti znatno širi od navedenoga kako bi se spriječilo da dioničari stječu isplate dobiti trgovačkog društva bez plaćanja poreza. Tipično je da za potrebe oporezivanja prošireno određenje dividendi obuhvati stavke kao što su bonus emisije, naplate po osnovi dioničkog kapitala izvršene u određenim okolnostima, predujmovi dioničarima, kamate isplaćene na zadužnice izdane u vezi s dionicama, skrivene isplate dobiti itd. (*Porezni leksikon s višejezičnim rječnikom*, Ott, K. (gl. ur.), Institut za javne financije, Zagreb, 1999., s. v. dividends).

⁷ Kao dio prihoda fizičkih osoba – dioničara, dividende mogu biti i osnovica za oporezivanje porezom na dohodak od kapitala ili porezom na dohodak od nesamostalnog rada, što može predstavljati značajne razlike u primjeni poreznih olakšica i marginalnih poreznih stopa.

⁸ Vidi: Da Silva, Georgen i Renneboog, *op. cit.* u bilj. 5, vidi također: Graham, J. R.; Harvey, C. R.; Michaely, R., *The Effect of the May 2003 Dividend Tax Cut on Corporate Dividend Policy: Empirical and Survey Evidence*, National Tax Journal, vol. LXI, no. 3, 2008., str. 381 – 415, usp. Brav, A.; Graham, J. R.; Harvey, C. R.; Michaely, R., *Payout policy in the 21st century*, Journal of Financial Economics, 77, 2005., str. 483 – 527, Graham i Harvey, *The theory...*, *op. cit.* u bilj 4.

⁹ Tako je, primjerice, Microsoft, kada je objavio isplatu dividende 2004. godine, što je predstavljalo do tada najveću isplatu dividende u povijesti, odlučio zadovoljiti svakog pomalo. Naime, isplata dividende u iznosu od 75 milijardi dolara bila je podijeljena u tri dijela: prvi dio od 32 milijarde dolara trebao je biti isplaćen kao gotovinska isplata u prosincu; drugi dio kao ponovni otkup dionica u iznosu od 30

Odluke o broju i vrsti dionica imaju važnu ulogu pri strukturiranju kapitala i generiranju poreznih obveza korporacije i dioničara. Zbog važnosti radničkih dionica za motivaciju menadžmenta i poreznopravni aspekt agencijske teorije koja će *infra* biti analizirana, istaknute su ovdje njihove karakteristike. Radničke dionice mogu biti stečene u programu opcijske kupnje dionica za zaposlenike, isto kao što se dionice unutar opcijskog programa često dodjeljuju direktorima trgovačkih društava, takozvani ESOP (engl. *Employee Share Option Plan*) i SOP (engl. *Share Option Plan*).¹⁰ Često nazivan i sustavom poticanja dioničarstva zaposlenih, taj sustav daje zaposlenicima mogućnost da ostvare korist od budućeg uspjeha trgovačkog društva kada se tržišna vrijednost dionica poveća preko prethodno određene kupovne opcijske cijene.¹¹

milijardi dolara kroz pet godina, a treći kroz udvostručavanje novčanih dividendi na godišnjoj razini, plativih u tromjesečnim razdobljima. Time je Microsoft namirio i dioničare koji traže gotovinu i one koji ulažu u rast, to jest zahtijevaju povećanje vrijednosti njihova uloga. (vidi: *The Economist*, *Microsoft's cash bonanza, An end to growth*, July 22nd 2004, <http://www.economist.com/node/2949080>, 24. studenoga 2010.). Zanimljivo je, također, uzeti u obzir i razmišljanja financijskih analitičara o "prijetnjama promjene poreznih zakona" u vrijeme donošenja odluka o isplata dividendi. Tako se u članku iz srpnja 2010. (*Business Week*, *Dividends Rise, Tax Hikes May Follow*, Jul 2010, http://www.businessweek.com/investor/content/jul2010/pi20100730_753312.htm, 15. siječnja 2011.) ističe značajan porast korporacija koje isplaćuju dividende u SAD-u, nakon dvije godine snažnih smanjenja isplata. Budući da je krajem 2010. godine zakon kojim su dividende bile oporezive s 15 posto izlazio izvan snage, ostalo je neizvjesno hoće li se produžiti njegova primjena ili će Kongres prihvatiti prijedlog predsjednika Obame o oporezivanju dividendi s 20 posto, ili će se ponovno primjenjivati stara tarifa, čime bi marginalna stopa iznosila čak 39,6 posto. Unatoč neizvjesnosti, analitičari su zaključili da je povećanje novčanih isplata dividendi jednostavno odgovor na zahtjeve investitora kojima se nastoji udovoljiti. Kao odgovor na razloge zbog kojih je porezna neizvjesnost zanemarena, navode da je možda porez na dohodak već uračunat u visinu dividendi ili će se, u slučaju ostvarenja pesimističnog scenarija, dividenda isplatiti krajem godine kako bi se izbjegla primjena novog (nepovoljnog) propisa u 2011. godini. Također, velika je vjerojatnost, prema mišljenju analitičara, da će se i sami investitori zaštititi korištenjem raznih povlastica iz poreznih zakona, tako da većina neće platiti porez niti blizu visine potencijalne marginalne stope. Ova iskustva potvrđuju pretpostavku da će porezni status ulagatelja utjecati na odluke korporacija o strukturiranju pasive, međutim, ne nude odgovore do koje mjere je ta varijabla značajna.

¹⁰ Ova praksa, koja je uobičajena u zapadnim državama, od 2000. godine definirana je i člankom 26. Zakona o porezu na dohodak (Narodne novine, br. 127/2000), a od 1993. godine i člankom 233. Zakona o trgovačkim društvima (Narodne novine, br. 111/1993).

¹¹ Porezni leksikon..., *op. cit.* u bilj. 6, s. v. Share (stock) options for employees.

Oporezivanje radničkih dionica u Hrvatskoj je propisano Zakonom o porezu na dohodak¹² kao oporezivanje dohotka od kapitala tako da se dohodak od udjela u dobiti ostvaren dodjelom ili opcijskom kupnjom vlastitih dionica utvrđuje kao razlika između tržišne vrijednosti dionice i opcijskim ugovorom utvrđene cijene dionica oporezuje porezom po odbitku po stopi 25 %. Propisano je i ograničenje u smislu definiranja vlastitih dionica koje podliježu ovom povlaštenom oporezivanju tako da se dohotkom od kapitala može utvrditi samo realizacija onih prava iz opcije koje kotiraju na burzi ili uređenim javnim tržištima u skladu s posebnim zakonom. To je potpuno razumljivo jer se podrazumijeva da će se na slobodnom tržištu formirati realna cijena dionica te se time ne može ostvariti nerealni dohodak s osnove samovoljno utvrđene cijene vlastite dionice. Međutim, zakonodavac je propustio realnije utvrditi razliku u cijeni na koju se plaća dohodak od kapitala. Naime, ostala je otvorena mogućnost da se: a) primici ostvareni iz tih transakcija oporezuju po povlaštenoj stopi iako nije ostvaren rast tržišne cijene dionica za razdoblje držanja opcije; b) oporezuje povlaštenom stopom ukupni iznos cijene dionice u trenutku njezine realizacije. Time se ne ostvaruje cilj izdavanja i optiranja s kupnjom radničkih dionica jer se ne uvjetuje, a time i ne potiče, angažman zaposlenih na povećanju tržišne vrijednosti društva. Budući da je zakonski dopušteno, a poreznopravno povoljnije, stjecati dohodak od kapitala¹³ te da se ukupni iznos stečenih opcija može oporezovati po povlaštenoj stopi, bez obzira na tržišnu cijenu dionice u trenutku kada je opcijski ugovor bio potpisan i kada je realizirana opcija kupnje dionice, trgovačkim društvima omogućene su isplate dohodaka u cilju nagrađivanja zaposlenika po smanjenim stopama poreza na dohodak, neovisno o uspješnosti dioničkog društva.¹⁴

¹² Članak 30. i 51. Zakona o porezu na dohodak, Narodne novine, br. 177/2004, 73/2008, 80/2010.

¹³ Budući da se opcijski ugovori uglavnom sklapaju s menadžmentom čiji se dohodak oporezuje po marginalnoj stopi poreza na dohodak te da je stopa poreza na dohodak od kapitala niža, pretpostavlja se značajni poticaj za trgovačko društvo i za zaposlenika da se isplati što viši iznos dohotka od kapitala u odnosu na dohodak od nesamostalnog rada. To se osobito odnosi na razdoblje do srpnja 2010. kada je stopa poreza na dohodak od kapitala iznosila samo 15 % (čl. 38. Zakona o porezu na dohodak). Člankom 24. Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o porezu na dohodak ova stopa je promijenjena na 25 % (Narodne novine, br. 80/2010).

¹⁴ U Republici Hrvatskoj ne oporezuju se primici od dividendi tuzemnih društava čime je zakonodavac, želeći potaknuti ulaganja u poduzetništvo, omogućio potpuno izbjegavanje poreznog dvostrukog opterećenja uloženog kapitala. Međutim, ni nakon dugogodišnje primjene tog poreznog poticaja u praksi nije došlo do značaj-

3. ZADRŽANA DOBIT

Korporacije također mogu ponovno uložiti dio dobiti ili cijelu ostvarenu dobit u poslovanje. Riječ je o takozvanim interno stvorenim fondovima, to jest sredstvima koje je korporacija ostvarila i akumulirala kao zadržanu dobit tijekom uspješnih godina poslovanja. Reinvestiranje dobiti može imati za rezultat rast dobiti i dividendi, ali neće povećati vrijednost dionice ako se očekuje da će taj novac ostvariti upravo onaj prinos koji zahtijevaju investitori. S druge strane, reinvestiranje dobiti povećava vrijednost dionice ako investitori vjeruju da će reinvestirana dobit ostvariti veću stopu prinosa od one koju oni zahtijevaju. Stoga je odluka o financiranju, u dijelu koji se odnosi na zadržavanje ostvarene dobiti, uvjetovana očekivanim prinosima koji se mogu ostvariti predviđenim ulaganjima korporacije u odnosu na trošak kapitala: ako investicije obećavaju viši prinos od troška kapitala, poželjno je zadržati dobit i uložiti je u profitabilne projekte korporacije. U slučaju da menadžment nema mogućnosti za ostvarenje investicija čiji je očekivani povrat viši od onog koji zahtijevaju investitori, menadžment treba isplatiti dividendu i omogućiti dioničarima da sami ulažu svoju zaradu u profitabilnije projekte ili vrijednosne papire.¹⁵

Postoji, međutim, i drugi aspekt zadržavanja dobiti. Kada se društvo financira zadržanom dobiti, nije potrebno tražiti vanjskog investitora, detaljno objašnjavati razloge zaduživanja financijskim analitičarima, revizorima i javnosti te ulaziti u pregovore i složene procedure oko izdavanja dužničkih vrijednosnih papira i izdavanja jamstava. Prisutna jednostavnost prikupljanja sredstava u vidu zadržane dobiti stoga brine dioničare i stvara sumnju u privrženost menadžmenta ciljevima dioničara. Dioničari i postojeći vjerovnici

njih ulaganja ili razvoja dioničarstva. Razloge za takve neuspjehe očito ne treba tražiti u poreznom sustavu, što isto tako ne znači da bi se poreznopravni okvir koji omogućuje potencijalni razvoj u ciljanom smjeru trebao mijenjati samo zbog neuspjeha ostalih čimbenika i instrumenata gospodarske politike. Potpuno je, međutim, razumljivo da je potrebno preispitati neke aspekte oporezivanja dohotka od stjecanja dionica i dividendi, čime bi se ispravile nedorečenosti koje omogućavaju niže porezno opterećenje tih primitaka, suprotno intenciji zakonodavca, kao što je to *supra* objašnjeno za radničke dionice.

¹⁵ Dioničari svojom zaradom mogu slobodno raspolagati, sukladno osobnim preferencijama. Ovdje se želi istaknuti da menadžment ima obvezu postupati s imovinom dioničara pažnjom savjesnoga gospodarstvenika, ne smanjujući vrijednost dioničarskog uloga. O tome će više biti riječi u dijelu koji govori o agencijskoj teoriji društava kapitala.

korporacije smatraju da će se u ovakvim slučajevima menadžment osjećati preopušteno te da će sredstva koristiti u skladu sa svojim interesima.¹⁶

Poreznopravne posljedice financiranja zadržanom dobiti u prvom se redu promatraju sa stajališta da se jednom ostvareni dobitak trgovačkog društva ne bi trebao oporezovati ako se reinvestira u obavljanje djelatnosti i stvaranje nove vrijednosti u poduzetništvu. U tom su smislu i porezni propisi često poticajni za porezne obveznike koji ne isplaćuju visoke iznose dividendi dioničarima.¹⁷ Neki od najčešćih instrumenata porezne politike pri tome su ubrzana amortizacija, poticaji za ulaganja, poticaji ulaganja u manje razvijena područja i poticaji za neke aktivnosti kod poreznih obveznika (primjerice za financiranje istraživanja i razvoja, obrazovanja, ulaganja u ekološke projekte i proizvodnju). Međutim, zakonodavac se takvim selektivnim načinom odobravanja poreznih poticaja za reinvestiranje zadržane dobiti zapravo stavlja u poziciju gospodarskog vodiča za poduzetnike, navodeći one djelatnosti (ili područja) koja ciljano želi potencirati, pri čemu se otvara mogućnost za stvaranje deformacija pri izboru ulaganja između sektora, umjesto da se korigiraju neuspjesi slobodnog tržišta.¹⁸ To, međutim, nije izrazit problem u dobro izgrađenim poreznopravnim sustavima u kojima se porezni obveznici mogu pouzdati u trajnost ponuđenih poreznih povlastica, kao i u relativnu jednostavnost izvedivosti njihova korištenja. Drugo je pitanje o kvaliteti takvih poticaja, zapravo činjenica da se u ponuđenim modelima korištenja povlastica za investiranje zadržane dobiti porezna obveza za ostvarenu dobit tekuće godine najprije podmiri (uplati u gotovini na žiroračun proračuna) a tek se poslije, kada se ostvare troškovi s naslova reinvestiranja oporezovane dobiti koji će umanjiti poreznu obvezu u poreznoj prijavi, umanjuje porezna obveza u tim razdobljima.¹⁹ Time

¹⁶ Riječ je, također, o jednoj od dimenzija agencijske teorije o kojoj će biti više riječi u nastavku.

¹⁷ Isto tako ih ne bi trebali ni isplaćivati u vidu osobnih naknada zaposlenima, već ih ponovno investirati u gospodarsku djelatnost kako bi bili ispunjeni ciljevi ovih poticaja.

¹⁸ MENA – OECD Investment Program, *Tax Incentives for Investment – A Global Perspective: experiences in MENA and non-MENA countries*, version June 2007, <http://www.oecd.org/dataoecd/51/17/38758855.pdf> (29. prosinca 2010.).

¹⁹ Ovdje je bitno imati u vidu način obračunavanja i plaćanja poreza na dobit: predujmovi poreza plaćaju se na osnovi porezne prijave za prethodno porezno razdoblje i tek se nakon isteka poreznog razdoblja, u određenom roku, podnosi porezna prijava za tekuće razdoblje (u kojem je realizirano ulaganje) te je moguće ostvariti povrat preplaćenog poreza na dobit i smanjenje akontacije za sljedeće razdoblje (s dodatnom odgodom s obzirom da zakonodavac propisuje rok u kojem se preplaćeni porez

se, poštujući koncept vremenske preferencije novca²⁰, smanjuje sadašnja vrijednost koristi od poreznih poticaja. Stoga bi zahtjev za neoporezivanje zadržane dobiti koja se investira u nove poduzetničke aktivnosti mogao biti ispunjen u potpunosti jedino kada bi poreznopravno bilo omogućeno da se ostvarena dobit u prvom koraku ne oporezuje porezom na dobit, već da se izuzme iz porezne osnove za tekuću godinu u kojoj je dobit prije ulaganja ostvarena.

4. FINANCIRANJE DUGOM

Kod zaduživanja korporacije se obvezuju na redovitu otplatu kamate i otplatu glavnice. Ako je vrijeme za koje se na to obvezuju duže, neizvjesnija je mogućnost povrata duga. U slučaju nesposobnosti društva za plaćanje, odnosno prezaduženosti, to jest prije i za vrijeme stečajnog postupka, za vjerovnike nastupaju dugi i neizvjesni procesi naplate potraživanja. U takvim situacijama i menadžment i dioničari također se nastoje zaštititi i priskrbiti što je moguće više sredstava iz trgovačkog društva, a, ako mogu, isto će postupiti i ostale zainteresirane strane: kupci, dobavljači, zaposlenici i zajednica (primjerice Ministarstvo financija s osnove naplate poreza i drugih javnih davanja²¹). Budući

vraća). To znači da od dana gotovinskog odljeva sredstava za neku investiciju do smanjenja iznosa obveze za uplatu poreza može proći i više od 12 mjeseci (ovisno o poreznopravnom sustavu te datumu ulaganja). U tom razdoblju porezni obveznik uplaćuje više iznose akontacija poreza na dobit. Ako je porezni obveznik značajno investirao i napregnuo svoje financijske resurse radi povećanja gospodarske aktivnosti, efekt poreznih povlaštenja bit će za njega odgođen, a time i smanjene važnosti, osobito ako posluje u okruženju s niskom likvidnošću.

²⁰ "Koncept po kojem se novac u sadašnjosti više preferira (cijeni) nego nominalno isti iznos u budućnosti. Vrijednosna preferencija novca je uzrokovana preferiranjem pojedinca sadašnje umjesto buduće potrošnje, radi neizvjesnosti i rizika koji se mogu pojaviti u budućnosti. Njemu više vrijedi plaćanje određene nominalne vrijednosti sada, nego plaćanje iste nominalne vrijednosti u budućnosti. Ta preferencija odražava njegovu nesigurnost u buduće događaje. To se odražava i u cijeni novca, kamatnjaku. Ako uz to postoje očekivanja da će se uvjeti poslovanja u budućnosti pogoršati (npr. očekivanje porasta inflacije), tada će pojedinac još više preferirati novac sada nego u budućnosti.", *Ekonomski leksikon...*, *op. cit.* u bilj. 2, s. v. vremenska preferencija novca).

²¹ Tako, primjerice, u Republici Hrvatskoj Porezna uprava provodi nadzor obračunavanja, naplatu i ovrhu radi naplate poreza i doprinosa za obvezna osiguranja, a može obavljati poslove utvrđivanja, nadzora, naplate i ovrhe radi naplate poreza što u cijelosti pripadaju jedinicama lokalne i područne (regionalne) samouprave, drugih javnih davanja i ostalih davanja propisanih zakonom (članak 2. i 3. Zakona o Poreznoj upravi, Narodne novine, br. 67/2001, 94/2001, 177/2004, 128/2010).

da se u takvim situacijama razvija međusobno nepovjerenje vjerovnika i potencijalnih vjerovnika, rijetko se razmišlja o dobrim poslovnim potezima kojima se mogu ostvariti pozitivni pomaci u poslovanju i opstanak društva. Tako se povećava vjerojatnost rasta troškova poznatih kao troškova bankrota ili troškova ostalih financijskih neprilika (engl. *bankruptcy costs, other financial distress costs*). Ti su troškovi važni kod tumačenja razloga zbog kojih se kompanije ne zadužuju do svojih maksimalnih mogućnosti, o čemu će u nastavku biti riječi.²²

Ako je korporacija financirana samo kapitalom, tada su dioničari vlasnici čitave imovine te imaju pravo na cjelokupan gotovinski tijek. Stoga je očekivani povrat na dionice u tom slučaju jednak očekivanom povratu na imovinu korporacije:

$$(1) \text{ Očekivani povrat na dionice} = \text{očekivani povrat na imovinu}$$

Očekivani povrat od redovitih dionica koji traže investitori tada je jednak trošku kapitala društva. Investitori će uložiti u vrijednosnice tvrtke samo ako one nude isti očekivani povrat kao i druge, jednako rizične vrijednosnice. Ako vrijednosnice imaju dobru cijenu, povrat koji investitori mogu očekivati od svojeg ulaganja je i povrat koji zahtijevaju.²³ U stvarnosti se korporacije financiraju različitim vrijednosnim papirima, a svaka od tih vrijednosnica ima različit rizik. Kombinacija različitih vrijednosnih papira u pasivi korporacije dovodi do različitog povrata koji očekuju investitori, tako da i trošak kapitala korporacije ovisi o svim elementima u strukturi pasive, točnije, ovisi o očekivanim povratima koji se ogledaju u svakom od vrijednosnih papira pojedinačno. Kako bi se izračunao trošak kapitala korporacije, potrebno je izračunati vagani (ponderirani) trošak koji u obzir uzima sve elemente pasive. Takva se mjera zove ponderirani prosječni trošak kapitala (engl. *Weighted average cost of capital, WACC*), a računa se na sljedeći način:

$$(2) \text{ WACC} = \left(\frac{D}{V} \times r_{duga} \right) + \left(\frac{E}{V} \times r_{dionica} \right)$$

pri čemu je D/V udio duga u ukupnom kapitalu; E/V je udio dioničkog kapitala u ukupnom kapitalu, a svaki je od ovih udjela pomnožen s očekivanom

²² Teorija ustupaka *infra* je objašnjena u radu.

²³ Brealey, R. A.; Myers, S. C.; Marcus, S. C., *Osnove korporativnih financija*, Mate, Zagreb, 2007., 12. poglavlje "Ponderirani prosječni trošak kapitala i procjena vrijednosti kompanije", str. 320 – 338.

stopom povrata na pripadajuću vrstu pasive. Na taj način možemo izračunati vagani ukupni trošak kapitala, koji ovisi o udjelima duga i dioničarskog kapitala u ukupnoj pasivi te pripadajućim stopama povrata koje se za njih očekuju.²⁴ Ponderirani prosječni trošak kapitala bitan je kod procjene vrijednosti potencijalnih ulaganja, a koliko je važan utjecaj poreznih propisa na donošenje odluka o financiranju te o kojim je sve utjecajima riječ, objašnjeno je putem kamatnog poreznog štita i njegove kvantifikacije. Kamatni porezni štit predstavlja koristi koje od zaduživanja proizlaze za poreznog obveznika, s obzirom na činjenicu da su kamate porezno priznati trošak, te se stoga uz financiranje dugom smanjuje porezna obveza za razliku od drugih načina financiranja.

Tablica u nastavku jednostavan je prikaz prednosti financiranja dugom (apsolutnih iznosa novčanih jedinica uštede) koji je rezultat zaduživanja i utjecaja poreza na dobit na iznos kamata kao porezno priznatog troška:

Tablica 1.: Financiranje dugom

opis	dug nula	500.000 kn duga
očekivana dobit prije kamata i poreza	125.000	125.000
kamata na dug 10 %	0	50.000
dobit prije oporezivanja	125.000	75.000
porez 20 %	25.000	15.000
dobit nakon oporezivanja	100.000	60.000
kombinirana dobit od zaduženja i dioničkog kapitala (kamata na dug + dobit nakon oporezivanja)	100.000	110.000
kamatni porezni štit (kamate x 20 %)	0	10.000

Prema izvorima: Brealey, R. A.; Myers, S. C.; Marcus, S. C., Osnove korporativnih financija, Mate, Zagreb, 2007., str. 405, tablica 15-6 te Brealey, R. A.; Myers, S. C.; Allen, F., Principles of Corporate Finance, McGraw Hill, New York, 2006., str. 470, tablica 18.1.

²⁴ Ako se u pasivi pojavljuju drugi vrijednosni papiri, ponderirani prosječni trošak kapitala izračunat će se tako da se u formulu uvrsti i udio tog duga u ukupnom kapitalu, pomnožen sa stopom povrata koji se očekuje po tom vrijednosnom papiru. Na taj način nadograđuje se izračun za ponderirani prosječni trošak kapitala i ostvaruje njegova realna procjena za cijelu korporaciju.

U navedenom primjeru razvidno je da korporacija koja je ostvarila 125.000 kuna dobiti iz poslovanja (očekivanu dobit prije kamata i poreza), ako se zaduži uz apsolutni godišnji iznos kamata od 50.000,00 kuna, povećava ukupnu dobit vjerovnika i dioničara za 10.000 kuna.

Porezna ušteda proizašla iz plaćanja kamata po dugu (kamatni porezni štit) svake godine iznosi $50.000 \times 0,2 = 10.000$. Budući da vjerovnici primaju fiksnu naknadu za pozajmljena sredstva sukladno karakteristikama vrijednosnog papira ili sklopljenog ugovora, dok dioničari stječu povećanje vrijednosti svojih dionica kroz povećanje dobiti iz poslovanja te primljenim dividendama, ukupna korist ovog kamatnoga poreznog štita ide u prilog dioničara. Dioničari će tako prisvojiti svu korist od financiranja dugom.

5. MODIGLIANI-MILLEROVI TEORIJSKI MODELI

Modigliani i Miller²⁵ postavljaju teoriju o beznačajnosti korporativnih financijskih odluka na savršenom tržištu.²⁶ Godine 1963. isti autori ispravili su model tako da dokazuju utjecaj poreza na dobit na vrijednost korporacija. Ističu da korporativni porezi ipak utječu na odluku o financiranju na način da preferiraju uporabu duga i to radi troška kamata koji se priznaje u odbitke pri izračunu poreza na dobit, što nije slučaj s dividendama. Iz navedenog bi se dalo zaključiti kako autori sugeriraju maksimalno zaduživanje korporacija.

²⁵ Modigliani, F.; Miller, M. H., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, The American Economic Review, vol. 48, no. 3, Jun, 1958., str. 261 – 297.

²⁶ Pojam savršenog tržišta isti autori detaljnije definiraju u sljedećem radu: “Na »savršenim tržištima kapitala« ni kupac ni prodavač vrijednosnih papira nije dovoljno velik da bi pri transakcijama imao značajan utjecaj na utvrđivanje cijene. Svi trgovci imaju iste i besplatne pristupe informacijama o cijenama i svim ostalim bitnim značajkama dionica (...) Nikakva naknada brokerima, porez ili ostali transakcijski troškovi se ne pojavljuju pri kupovanju, prodaji ili izdavanju vrijednosnih papira te nema razlike u oporezivanju raspodijeljene ili neraspodijeljene dobiti, ili između dividende i kapitalnih dobitaka.” U takvom okruženju stupanj zaduženosti unutar istog rizičnog razreda nema utjecaja na kretanje ukupnih troškova financiranja. Prednost korištenja povoljnijeg duga neutralizira se višim troškovima korištenja vlastitog kapitala, stoga su ukupni troškovi financiranja konstantni. Pod pretpostavkom da nema poreza koji iskrivljuju tržišnu efikasnost i troškova stečaja koji nastaju ako se korporacija prezaduži i nađe u financijskim problemima, odluka o financiranju je nebitna. (Modigliani, F.; Miller, M. H., *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, The American Economic Review, vol. 53, no. 3, 1963., str. 412 – 413).

Upravo suprotno: naglašavaju se razlozi zbog kojih se to korporacijama nikako ne predlaže. U prvom redu misli se na zadržanu dobit kao jeftiniji izvor financiranja, osobito kada se u obzir uzme i porez na dohodak dioničara koji se pri tome ne plaća.²⁷

Budući da isplate kamata smanjuju obvezu za porez na dobit, tražena stopa povrata na dug nakon oporezivanja korigira se za stopu poreza na dobit T_C :

$$(3) \quad r_{dug} \times (1 - T_C)$$

Kako porez na dobit utječe na izračun očekivanog povrata na dug, možemo prikazati na sljedećem primjeru:

Ako je kamatna stopa na obveznice $r_{dug} = 8\%$, a stopa poreza na dobit $T_C = 20\%$, tada je trošak za obveznice nakon oporezivanja samo $100 - 20 = 80$ posto od troška prije oporezivanja od 8% :

$$(4) \quad (1 - T_C) r_{dug} = (1 - 0,2) \times 8\% = 6,4\%$$

Kada očekivane benefite od poreza na dobit, koji porezno priznaje trošak kamata na dug, uvrstimo u formulu za izračun ponderiranog prosječnog troška kapitala, tada se on izračunava na sljedeći način:

$$(5) \quad WACC = \left[\frac{D}{V} \times (1 - T_C) r_{dug} \right] + \left(\frac{E}{V} \times r_{dionica} \right)$$

U slučaju kada je dug trajan, možemo na sljedeći način izraziti i vrijednost korporacije:

$$(6) \quad \text{Vrijednost korporacije} = \text{vrijednost ako je financirana samo dionicama} + T_C D$$

²⁷ Autori ističu ograničenja koja postavljaju postojeći vjerovnici prema novim izdanjima duga te ostale varijable financijskih strategija koje mogu dovesti do troškova, primjerice, održivom fleksibilnošću. (engl. *the need for preserving flexibility*). To se objašnjava potrebom da se korporacije dugoročno održavaju na pretpostavljenoj ciljanoj strukturi kapitala koja će omogućiti dodatno zaduživanje ili izdavanje dionica ako se ukaže potreba za financijskim sredstvima. Radi se o nužnoj "rezervi" neiskorištenog dužničkog potencijala (vidi: Modigliani i Miller, *op. cit.* u bilj. 26, str. 442). Usporedi također: Robichek, A.; Myers, S. C., *Problems in the Theory of Optimal Capital Structure*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 1, no. 2, 1966., o čemu će više biti riječi u sljedećem poglavlju, te Graham i Harvey, *The theory...*, *op. cit.* u bilj. 4 te Gordon, *Taxation...*, *op. cit.* u bilj. 4.

Ova proširena formula²⁸ implicira da zaduživanje povećava vrijednost tvrtke i bogatstvo dioničara jer $T_c D$ predstavlja poreznu prednost korištenja duga.

6. TEORIJA USTUPAKA

Kad bismo prihvatili ispravljeni teorem Modiglianija i Millera bez dodatnih promišljanja, došli bismo do, na prvi pogled, logičnog zaključka: ako zaduženost osigurava kamatni porezni štiti, optimalna zaduženost predstavljala bi ekstremnu, ali vrlo korisnu, opciju – maksimalnu zaduženost. Time bi se povećala vrijednost korporacije i smanjio trošak kapitala. “Međutim, korporativne obveznice nisu jednostavno nabacane slučajne i neizvjesne tražbine, već su to pravne obveze za isplatu fiksnih iznosa. Ako društvo ne može izvršiti svoje dugove, prinuđeno je otići u stečaj i platiti pripadajuće sankcije.”²⁹ Značajnim zaduživanjem ugrožava se ostvarivanje dobiti na osnovi koje se plaća porez na dobit, a također se ukupno stvorena dobit usmjerava na servisiranje vjerovnika. Stoga pri razmatranjima optimalne strukture kapitala treba uzeti u obzir i troškove financijskih teškoća koje poništavaju koristi od kamatnog poreznog štita.

Tako Robichek i Myers³⁰ uzimaju za polaznu točku Modigliani-Millerov teorem i ispituju problem optimalne strukture kapitala, uzimajući u obzir porez na dobit, izravne i neizravne troškove stečaja te učinke sadašnjih zaduživanja na buduća financiranja i investicijske strategije korporacije. Također, posebnu pozornost posvećuju pretpostavci o ponašanju menadžmenta sukladno teorijama o optimalnoj kapitalnoj strukturi.³¹ Uvođenjem tih pretpostavki u model optimalne strukture kapitala autori dolaze do zaključka kako one predstavljaju negativni učinak financijske poluge.³²

²⁸ Modigliani i Miller, *op. cit.* u bilj. 26.

²⁹ Kraus, A.; Litzenberger, R. H., *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*, *The Journal of Finance*, vol. 28, no. 4, 1973., str. 911).

³⁰ Robichek i Myers, *op. cit.* u bilj. 27.

³¹ *Ibidem*, str. 2.

³² Financijska poluga je nepovoljna ako sadašnja zaduživanja zahtijevaju dodatna financiranja u budućnosti i ako su budući troškovi tog zaduživanja neizvjesni. To znači da će korporacija koja se ponaša u interesu svojih dioničara formirati financijsku polugu u cilju maksimiranja tržišne vrijednosti kompanije. Taj iznos optimalne poluge je na onoj točki na kojoj je sadašnja vrijednost porezne uštede povezanoj s marginalnim povećanjem u poluzi izjednačena sa sadašnjom vrijednošću marginalnog troška koji je posljedica nepogodnosti poluge. Iako te spoznaje ne predstavljaju novinu u praksi, “do tada ih nitko nije preciznije definirao.” (Robichek i Myers, *op. cit.* u bilj. 27, str. 2. i 15).

To znači da je cjelokupna vrijednost trgovačkog društva jednaka:³³

Tržišna vrijednost zadužene korporacije =

$$(7) \quad \text{vrijednost korporacije ako je financirana samo dionicama} + \\ \text{SV poreznog štita} - \text{SV troškova financijske krize}$$

Drugim riječima, ako se razmatra struktura kapitala, sugerira se poravnane troškova stečaja s poreznim koristima duga dok se ne postigne optimalna financijska poluga (koja uključuje manje od stopostotnog duga). Ako je zaduženost umjerena, ne postoji značajna mogućnost financijske krize³⁴, pri čemu je očita prednost poreznog duga. Ako, pak, zaduženost postaje značajna, i povećava mogućnost financijske krize, dolazi do smanjenja tržišne vrijednosti korporacije. Menadžment će nastojati postići ciljanu optimalnu strukturu kapitala povećavanjem stupnja zaduženosti do razine kada vrijednost dodatnog kamatnog poreznog štita poništava dodatne troškove financijske nestabilnosti. Ova se teorija naziva teorija ustupaka³⁵, a optimalna zaduženost postoji, pojednostavljeno prikazano, kada je:

$$(8) \quad \text{Sadašnja vrijednost poreznog štita} = \\ \text{Sadašnja vrijednost troškova financijske krize}$$

Pretpostavljalo se da će korištenje kamatnog poreznog štita biti zanemareno kod korporacija koje se nalaze u financijskim poteškoćama, no istraživanja su dokazala upravo suprotno.³⁶ Sukladno modelu poreza naspram stečajnih

³³ Vidi Kraus i Litzenberger, *op. cit.* u bilj. 29, str. 918.

³⁴ Korporacija ne mora nužno otići u stečaj ako se pojave neki financijski problemi. Međutim, kod same naznake da se korporacija značajno zadužuje ili da postaje nesolventna stvara se nepovjerenje kod svih zainteresiranih za budućnost korporacije. U takvoj situaciji svaka strana nastoji zaštititi svoje interese ne razmišljajući o dugoročnim koristima od opstanka i revitalizacije korporacije, pri čemu nastaju troškovi financijskih nestabilnosti, prije i tijekom stečajnog postupka. Čak i kada korporacija nije u financijskoj krizi, ulagači računavaju tu potencijalnu krizu u procjenu sadašnje vrijednosti svojim investicijama.

³⁵ Engl. *Tradeoff theory*, prema Myersu "statična teorija ustupaka", engl. *Static tradeoff theory* (Myers, S. C.; Majluf, N. S., *Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have*, NBER working paper series, WP br. 1396, 1984., str. 4). Primjerice, Gordon (Gordon, *Taxation...*, *op. cit.* u bilj. 4) ovu teoriju naziva *model poreza naspram troškova stečaja*, (engl. *taxes versus bankruptcy costs model*) ili skraćeno *model poreza naspram stečaja* (engl. *taxes versus bankruptcy model*).

³⁶ "Kada bi se postupalo sukladno stečajno-troškovnom modelu, porezi bi uzrokovali ekstenzivnu uporabu duga za financiranje. Stoga se literatura o korporativnim financijama zatim fokusirala na mjerenje stupnja do kojeg porezi mijenjaju odluke o financiranju dugom, to jest kapitalom. Napravljene su mnoge studije, a osnovni zaključak je da kompanije s poreznim gubicima uzimaju više zajmova nego one koje

troškova trebalo bi očekivati da će velike korporacije, koje su suočene s najvišom stopom poreza na dobit³⁷ i koje također imaju najveća porezne uštede od odbitka kamata uz nisku vjerojatnost pojavu financijske krize, posuđivati više nego male kompanije, koje su suočene s manjim poreznim stopama te sukladno tome i skromnijim mogućim uštedama od porezno priznatih troškova kamata. Isto kao i kod istraživanja o važnosti poreznog štita, empirijski dokazi ne potvrđuju u potpunosti ovu teoriju.³⁸

7. AGENCIJSKA TEORIJA

Jensen i Meckling³⁹ uvode u teoriju “agencijske troškove” te navode da su to troškovi koji nastaju iz agencijskog odnosa (ugovora o zastupanju). U tom

su profitabilne, iako bi njihova smanjena mogućnost da iskoriste porezni poticaj poreznog priznavanja troška kamata zapravo trebala utjecati na stvaranje manje duga. (...) Budući da je empirijski dokazan skroman utjecaj poreza na korporativnu financijsku politiku, to implicira da su troškovi efikasnosti uzrokovani poreznim distorzijama koji favoriziraju korporativnu uporabu duga – mali.” (Gordon, *Taxation...*, *op. cit.* u bilj. 4, str. 152).

³⁷ Istraživanja se odnose na američko tržište na kojemu se porez na dobit obračunava po progresivnoj tarifi. Sukladno tome, može se očekivati da najviše stope poreza na dobit obračunavaju jedino najveće korporacije koje imaju dovoljno kapaciteta za ostvarivanje visokih iznosa dobiti.

³⁸ “Podaci snažno sugeriraju baš suprotno – male kompanije financiraju se više dugom nego velike korporacije. Neke najuspješnije kompanije, kao što je to IBM, koji je u vrijeme kada su ova pitanja prvi put bila postavljena u literaturi, i Microsoft danas, imaju malo ili uopće nemaju duga, iako su to korporacije koje mogu najviše uštedjeti na porezima kroz porezno priznate odbitke, što postavlja ozbiljno pitanje o varijablama koji utječu na korporativne odluke o uporabi duga.” Gordon, *Taxation...*, *op. cit.* u bilj. 4, str. 153. Isti primjer nalazimo kod Hrvatskog telekoma d.d. koji je veliko i profitabilno trgovačko društvo, ali u svojoj pasivi ima izrazito mali udio dugoročnog duga (koeficijent financijske poluge od 0,20 do 0,22 u razdoblju 2006. – 2009., vidi: <http://www.t.ht.hr/investitori> (10. ožujka 2011.)). Također, Gordon i Lee izvješćuju o 30-postotnom udjelu duga u strukturi kapitala za korporacije čija imovina ne prelazi 25 milijuna dolara, dok je samo 17 posto udjela duga u korporacijama s višim iznosom imovine (vidi: Gordon, R. H.; Lee, Y., *Do taxes affect corporate debt policy? Evidence from U.S. corporate tax return data*, *Journal of Public Economics*, 82, 2001., str. 195 – 224). Učkar na primjeru hrvatskih trgovačkih društava dokazuje da se podešavanjem financijske strukture sukladno teoriji ustupaka povećava vrijednost dionica tih društava (Učkar, *op. cit.* u bilj. 2). Međutim, isti autor u teoriju ustupaka uključuje i agencijske troškove koji su ovdje zasebno obrađeni u poglavlju “Agencijska teorija”. Graham i Harvey dokazuju iznimnu važnost “neformalnih kriterija” kao što su financijska fleksibilnost i kreditni rejting kod odlučivanja financijskih menadžera u korporacijama (Graham i Harvey, *The theory...*, *op. cit.* u bilj. 4).

³⁹ Jensen, M. C.; Meckling, W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, 1976., str. 305 – 360.

odnosu jedna ili više osoba (principali) angažiraju drugu osobu (agenta) da izvrši neke usluge u njihovu korist, što uključuje prenošenje prava na donošenje nekih odluka. Ako obje strane nastoje maksimirati svoje koristi, postoji dobra osnova za pretpostavku da agent neće uvijek djelovati u najboljem interesu principala.⁴⁰ Ti troškovi mogu se također pojaviti na svim razinama menadžmenta u korporaciji, pa se tako prikazuje⁴¹ značajna razlika u ukupnim agencijskim troškovima koja proizlazi iz nadgledanja koje je složenije i skuplje u velikim društvima.⁴² Agencijski troškovi povezani sa zaduživanjem sastoje se od oportunitetnih troškova gubitka bogatstva uzrokovanih utjecajem duga na investicijske odluke društva, izdataka za nadgledanje i vezanje menadžmenta te troškova bankrota i reorganizacije.⁴³ Troškovi koji nastaju s aspekta zaduživanja trgovačkih društava u prvom su redu posljedica nesavjesnog gospodarenja menadžmenta jer se kao agent ponaša rizičnije nego što bi to činio da raspoláže vlastitom imovinom.⁴⁴ Time se izabiru rizičniji projekti i razina za-

⁴⁰ Principal može ograničiti odstupanje od svojih interesa poticanjem agenta i uvođenjem troškova nadgledanja (engl. *monitoring costs*) radi ograničavanja nepoželjnih aktivnosti. Također, u nekim situacijama, principal će platiti agenta zbog jamstva da potonji neće poduzeti određene akcije koje će oštetiti principala ili da se osigura da će principal biti oštećen u slučaju takvih aktivnosti (troškovi vezanja, engl. *bonding costs*). Ipak, općenito je nemoguće za principala da i uz navedene troškove nadgledanja i vezanja ne dođe do nekih neslaganja između agentovih odluka i onih odluka koje bi maksimirale bogatstvo principala. Svaka novčana jedinica smanjenja bogatstva principala također je trošak agencijskog odnosa koji ovi autori nazivaju rezidualni gubitak (engl. *residual loss*). Stoga Jensen i Meckling (*ibidem*) u konkretnom odnosu vlasnika dionica i zajmodavaca naspram uprave korporacije definiraju agencijski trošak kao zbroj troškova izrade i strukturiranja ugovora, nadgledanja, vezanja i rezidualnog gubitka.

⁴¹ Jensen i Meckling, *op. cit.* u bilj. 39, str. 59.

⁴² Iako Jensen i Meckling (*ibidem*) nisu razvijali modele koji bi se odnosili na velike moderne korporacije čiji menadžeri posjeduju malo ili nimalo kapitala korporacije, pretpostavljaju da se teorija agencijskih troškova može primijeniti i na takve slučajeve. Želeći dokazati da postoji još jedna dodatna i važna dimenzija pri analizi strukture kapitala, autori su istraživali ponajprije odnos između unutarnjih vlasnika (menadžera) i vanjskih (koji nemaju izravne uloge u menadžmentu trgovačkog društva). Sukladno agencijskoj teoriji, kod optimalnog korištenja duga treba uzeti u obzir izbor između duga i kapitala te sukob interesa između unutarnjih i vanjskih vlasnika kapitala.

⁴³ Jensen i Meckling, *op. cit.* u bilj. 39, str. 51.

⁴⁴ Stoga se korporativno upravljanje (engl. *corporate governance*) usmjerilo na uspostavu nadzora nad menadžmentom, i u monističkom, i u dualističkom sustavu. Vidi također: Širola, N.; Petrović, S., *Država i trgovačko društvo*, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, god. 60, br. 3–4, Zagreb, 2010., str. 661 – 664, 671, također: Barbić, J., *Pregled odredaba zakona o trgovačkim društvima o monističkom ustroju organa dioničkog društva*, Hrvatska pravna revija, Zagreb, 12/2007., str. 44 – 53.

duženosti, pa “rezultirajuća uporaba duga može biti velika, čak ako se ignorira porezni poticaj.”⁴⁵

Međutim, zaduživanje može i pozitivno djelovati na agencijske troškove. Pozitivni učinci ogledaju se u činjenici da će se agencijski troškovi smanjiti jer menadžment treba redovito ispunjavati povećane obveze korporacije prema zaposlojateljima. Time se smanjuje mogućnost samovoljnog odlučivanja za vlastite interese s osnove manjeg iznosa raspoloživih financijskih sredstava i pruža se sigurnost dioničarima u discipliniranost njihovih agenata.⁴⁶ Mogli bismo zaključiti da se optimalna struktura kapitala, dakle, pronalazi u stupnju zaduženosti u kojem su koristi od zaduživanja (zbroj poreznog štita i smanjenih agencijskih troškova) izjednačavaju s troškovima zaduživanja (troškovima financijskih teškoća i agencijskim troškovima):

$$\begin{aligned} \text{Vrijednost poreznog štita} + \text{Smanjenja agencijskih troškova} \\ = \text{Troškovi financijskih teškoća} + \text{Agencijski troškovi} \end{aligned}$$

8. TEORIJA SIGNALIZACIJE

Ako pretpostavimo da tržište nema potpune informacije o aktivnostima korporacije, a da menadžment ima unutarnje informacije, tada se može pret-

⁴⁵ Autori završavaju članak sažetkom u kojem ističu kako su korporacije do tada opstale na tržištu i povećale svoju tržišnu vrijednost, tako da kreditori i investitori očito nisu razočarani svojim ulaganjima, unatoč prisutnim agencijskim troškovima (Jensen i Meckling, *op. cit.* u bilj. 39). Međutim, Jensen gotovo 30 godina poslije (Jensen, M. C., *Agency costs of Overvalued Equity*, Financial Management, 34, 2005., str. 5 – 19) traži odgovore na pitanja o nastanku agencijskih troškova koji se računaju u stotinama milijardi dolara, kao posljedica precijenjenosti kapitala, što je pak dovelo do dramatičnih korporativnih skandala (slučajevi korporacija *WorldCom*, *Enron*, *Netel* i *eToys*).

⁴⁶ Jensen, M. C., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, The American Economic Review, vol. 76, no. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association, 1986., str. 323 – 329. U cilju izgradnje vlastitih “carstava” menadžeri se mogu odlučiti na konzervativnu politiku zaduživanja i time zanemariti interese dioničara. Tako, primjerice, Jung, Kim i Stulz pronalaze dokaze o konzistentnosti s menadžerskom diskreциjom koje uzrokuje da neke korporacije izdaju dionice kada bi trebale izdavati dug. Berger, Ofek i Yermack dokazuju kako će menadžeri pribjeći povećanoj zaduženosti jedino ako im se ugrozi sigurnost zaposlenja (prema Graham, *How...*, *op. cit.* u bilj. 4, str. 1910). Suprotno tomu, Miller ne smatra troškove financijske nestabilnosti i agencijske troškove bitnim elementom pri donošenju odluka o zaduživanju jer su gotovo zanemarivi u odnosu na koristi od kamatnog poreznog štita. (Miller, *Debt...*, *op. cit.* u bilj. 4)

postaviti značajna uloga menadžera.⁴⁷ Menadžment je potaknut sustavom nagrađivanja kojim se nagrađuje sukladno tržišnoj vrijednosti korporacije, što je poznato investitorima, te nastoji povećati vrijednost korporacije postavljanjem određene razine duga u strukturi kapitala.

Emisija dužničkih vrijednosnih papira smatra se dobrim “signalom” jer se pretpostavlja kako menadžment ima opravdanih razloga vjerovati da se od novih investicija očekuje siguran priljev financijskih sredstva za servisiranje traženog duga. Kada su optimistični, menadžeri traže financijska sredstva da ne bi izdavali novi kapital (dionice) u cilju zadržavanja broja dioničara na istoj razini. Budući da tržište pretpostavlja da postoje realni razlozi, znani samo menadžmentu, a odnose se na realno stanje korporacije, investitori također postaju optimistični, povećava se cijena dionice, ostvaruju se veće zarade i mogućnost pozajmljivanja za korporaciju. U slučaju da menadžment ponudi izdavanje novih dionica, pretpostavit će se da su dionice precijenjene, buduća dobit od investicije smatrat će se neizvjesnom jer se nastoji disperzirati rizik na veći broj dioničara i time zaštititi postojeće dioničare. To se smatra lošim “signalom”.⁴⁸

No, istraživanja nisu mogla dokazati postojanost takvih tvrdnji.⁴⁹ Korporacije koje su imale bolje stanje novčanog tijeka nisu imale veći udio duga u kapitalu, dok su korporacije koje su manje investirale imale manji, a ne viši, odnos u korist financijske poluge. “Sama srž modela signaliziranja, da će se povećati cijena dionica kada se najavi novo zaduživanje, zapravo nije potvrđena u istraživanju, već naprotiv: neočekivano povećanje duga vodilo je do pada cijena dionica. (...) U našem kontekstu, ukupni troškovi bili bi smanjeni kada bi u ravnoteži korporacije koristile manje duga, dok bi uspješno signalizirale svoju profitabilnost vanjskim investitorima.”⁵⁰ Iako nije empirijski egzaktno dokazana, teorija signaliziranja značajna je jer čini dodatnu nadogradnju Modigliani-Millerova teorema s realnim varijablama, unoseći u model važan element nesavršenosti tržišta – znanja menadžera o korporaciji koja tržištu nisu

⁴⁷ Ross to potvrđuje riječima: “Ne bi bilo dobro da se menadžerima nameće teret podnošenja posljedica svojih odluka ako bi imali iste informacije kao prosječni investitori.” Vidi: Ross, S. A., *The determination of financial structure: the incentive-signalling approach*, *The Bell Journal of Economics*, vol. 8, no. 1, 1977., str. 23 – 40. Stoga se unutarnja informiranost menadžmenta podrazumijeva, ali i zahtijeva, jer se smatra nužnim elementom za dobro vođenje korporacije.

⁴⁸ *Ibidem*.

⁴⁹ Npr. Gordon, *Taxation...*, *op. cit.* u bilj. 4.

⁵⁰ Vidi Gordon, *Taxation...*, *op. cit.* u bilj. 4, str. 167.

dostupna. Ta znanja povezana su sa sustavom nagrađivanja menadžmenta koji ima bitan utjecaj na donošenje odluka o signaliziranju prema tržištu. Budući da će, u slučaju pojave troškova financijskih teškoća, menadžeri biti kažnjeni, pretpostavlja se da se neće nepotrebno izlagati takvom riziku, već će težiti ravnoteži u strukturi kapitala i optimalnom signaliziranju.⁵¹

9. TEORIJA REDOSLIJEDA PAKIRANJA

Uzimajući u obzir sve dotadašnje teorije te rezultate istraživanja o empirijskim dokazima o strukturi kapitala korporacija, Myers i Majluf⁵² objašnjavaju kako postoji hijerarhija u strukturiranju kapitala te nazivaju svoju teoriju redoslijedom pakiranja.⁵³ Autori navode da investitori, kada čuju za objavu kojom korporacije žele financirati svoje poslovanje dugom, shvaćaju da kompanija treba financijska sredstva. Dok se takav zahtjev može opravdati profitabilnim investicijskim mogućnostima (ili mogućnostima da se smanje porezne obveze), to isto tako može biti i posljedica nedostatka gotovine zbog slabe prodaje.⁵⁴ Kao što je kasnije dokazano istraživanjima, cijene dionica padaju kada kompanija obznani nova pozajmljivanja, sugerirajući kako investitori shvaćaju to pozajmljivanje kao lošu vijest o kompaniji.⁵⁵ “Ako korporacija koja traži financijska sredstva naginje tome da nema pozitivne prognoze o svojoj budućnosti, tada se kamatne stope povećavaju što dodatno povećava pesimizam o statusu

⁵¹ Ross, *op. cit.* u bilj 47.

⁵² Myers i Majluf, *op. cit.* u bilj. 35.

⁵³ U hrvatskom prijevodu i “hijerarhija redoslijeda pakiranja”, ali i “teorija postupaka slaganja” (engl. *The pecking order theory of capital structure*); u nastavku ovog poglavlja spominju se djela Myersa i Majlufa (*ibidem*) te Myersa (Myers, S. C., *Capital structure puzzle*, NBER Working papers, WP, br. 1393, 1984.), ali sami autori navode da nije riječ o novoj teoriji. Tako se Myers (*ibidem*, str. 10) poziva na Donaldsona kao jednog od važnijih autora o toj temi, iako naglašava da nema spoznaja kako je sintagma “redoslijed pakiranja” već prije upotrijebljena.

⁵⁴ Također može biti riječ i o slaboj likvidnosti tržišta, čime se, unatoč ostvarenoj prodaji, ostvaruje slaba naplata potraživanja, time i potreba za financijskim sredstvima, kao što je slučaj u Republici Hrvatskoj.

⁵⁵ Prema Gordon, *Taxation...*, *op. cit.* u bilj. 4, koji navodi sljedeće autore i njihova istraživanja koja potkrepljuju ove navode: Eckbo, B. E., *Valuation Effects of Corporate Debt Offerings*, Journal of Financial Economics, 15 (1–2), 1986., str. 119 – 151, zatim Howton, S. D.; Howton, S. W.; Perfect, S. B., *The Market reaction to Straight Debt Issues: The Effects of Free Cash Flow*, Journal of Financial Research, 21 (2), 1996., str. 219 – 227 te Mikkelson, W.; Partch, M. M., *Valuation Effects on Security Offerings and the Issuance Process*, Journal of Financial Economics, 15 (1–2), 1986., str. 31 – 60.

korporacije.”⁵⁶ Stoga se korporacije mogu suzdržati od izdavanja dionica i na taj način propustiti vrijedne investicijske mogućnosti. Korporacije će se također nastojati suzdržati i od izdavanja novog duga, nastojeći se osloniti na unutarnje izvore financiranja.

Za izgradnju modela autori uzimaju pretpostavku postojanja asimetričnih informacija, to jest činjenicu da menadžment ima više informacija o korporaciji nego vanjski investitori, ali uzimajući u obzir realnu pretpostavku da su vanjski investitori toga svjesni i da se ponašaju racionalno u okviru tih pretpostavki. Menadžment se kod donošenja svojih odluka nastoji ponašati sukladno interesima postojećih dioničara koji su pasivni.⁵⁷ Menadžment je svjestan mnogih činjenica o korporaciji i njezinim potencijalima. U slučaju kada je korporacija na tržištu podcijenjena, pretpostavljaju da menadžment neće biti zainteresiran za izdavanje novih dionica jer bi one imale preisku cijenu. U suprotnom, kada je menadžment uvjeren da je vrijednost dionica na tržištu precijenjena, odlučit će se na izdavanje novih dionica. Međutim, i investitori, iako imaju manje znanja o korporaciji, znaju za uvjete pod kojima će se menadžment odlučiti za izdavanje novih dionica i vjeruju da menadžment ima kvalitetne informacije. Stoga investitori racionalno odgovaraju na tu vijest: kada se objavi prodaja dionica, cijene dionica padaju jer se pretpostavlja da su ponuđene cijene previsoke. S obzirom na utjecaj pozajmljivanja na cijenu dionica i kamatnu stopu koja se povećava u tom slučaju, korporacije koje dobro posluju te su u financijskoj opuštenosti (što znači da imaju dovoljnu količinu novca i lako utrživih vrijednosnih papira), odgodit će vanjsko financiranje. Samo slabije kompanije, koje ne ostvaruju dobru prodaju (i naplatu), te nemaju kratkoročnih financijskih sredstava, bit će prinuđene zaduživati se.

⁵⁶ Vidi Gordon, *Taxation...*, *op. cit.* u bilj. 4, str. 153.

⁵⁷ Pasivni dioničari objašnjeni su kao inertni u slučaju percipiranja odluka menadžmenta. Oni neće promptno reagirati u slučaju promjene statusa udjela u korporaciji i na taj način formirati svoj portfolio sukladno svojim potrebama. Ako bi to bio slučaj, tada financiranje korporacije ne bi bilo bitno. Investitori imaju dovoljno velik izbor različitih dionica na tržištu – onih prezaduženih kompanija, umjereno zaduženih ili malo zaduženih. Disperzija rizika stoga nije nužna mjera zaštite od rizika na razini korporacije jer je na razvijenom financijskom tržištu svaki investitor može izabrati sam. Također, pretpostavlja se da menadžment ne djeluje u korist novih dioničara jer bi u tom slučaju došlo do konflikta interesa i model bi postao presložen. Vidi Myers i Majluf, *op. cit.* u bilj. 35.

Akerlof⁵⁸ je proveo jedno od prvih istraživanja o ekonomiji neravnomjerno distribuiranih informacija, nazvavši je teorijom limuna.⁵⁹ Istraživanjem niskih cijena rabljenih vozila dolazi do zanimljivih zaključaka. Njegova hipoteza je da ljudi s automobilima niže kvalitete radije izabiru prodaju, tako da se ravnotežna cijena rabljenih automobila treba nalaziti nisko. Kupci i prodavatelji rabljenih automobila različito su informirani o kvaliteti vozila. Prodavatelji znaju koliko su ulagali u održavanje vozila i općenito stanje svojih automobila. S druge strane, kupci mogu jedino pretpostavljati, u odnosu 50 : 50, da je automobil dobar (šljiva) ili loš (limun). Na osnovi nepotpunih informacija o rabljenom automobilu kupci prodaju automobila smatraju lošim signalom o njegovoj kvaliteti. Oni s dobrim automobilima stoga smatraju prodaju svojeg automobila po tako niskoj cijeni neatraktivnom, čak iako imaju sve razumne razloge za prodaju. Konačni je rezultat asimetričnih tržišnih informacija za rabljene automobile da postoji samo takozvani donji segment tržišta, to jest tržište limuna.

Sukladno tomu, investitori shvaćaju objavu o pozajmljivanju kompanije lošom viješću o kvaliteti kompanije. Rezultat je stoga premalo korporativnog posuđivanja kao što je premalo trgovine rabljenim automobilima. Korporacije će radije odgoditi dobre projekte nego platiti preskupe kamate na nove zajmove koje su posljedica visokog rizika kojeg očekuju investitori zbog nepotpunih informacija o korporaciji i projektima. Visoke kamatne stope smanjuju iznose zaduživanja uspješnih kompanija, dok se povećava zaduživanje korporacija sa slabijim i neizvjesnijim rezultatima poslovanja jer su financijska sredstva pod tim uvjetima za njih prihvatljiva, a i zbog smanjenih poslovnih izbora. Tako se dug usmjerava prema korporacijama sa slabijim performansama koje pak, radi manje ili neostvarene dobiti, neće moći iskoristiti porezne benefite od poreznog priznavanja troška kamata.⁶⁰

⁵⁸ Akerlof, G. A., *The market for "lemons": Quality and the market mechanism*, Quarterly Journal of Economics, 84, 1970., str. 488 – 500. Od autora koji su se također bavili ovim i sličnim pitanjima, Myers i Majluf (Myers i Majluf, *op. cit.* u bilj. 35) spominju, među ostalima, Campbell, T. S., *Optimal investment financing decisions and the value of confidentiality*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 14, 1979., str. 913 – 924, zatim Leland, H.; Pyle, D., *Information asymmetries, financial structure and financial intermediaries*, Journal of Finance, 32, 1977., str. 371 – 387 te Rossa (Ross, *op. cit.* u bilj. 47).

⁵⁹ U američkom žargonu limun je sinonim za korišteni automobil loše kvalitete (engl. *lemon*). Kao antonim koristi se izraz šljiva (engl. *plum*) koji označava superioran i poželjan proizvod (Merriam-Webster on-line rječnik, povezano društvo enciklopedije *Britannica*, www.merriam-webster.com, 24. siječnja 2011.).

⁶⁰ Vidi Gordon, *Taxation...*, *op. cit.* u bilj. 4.

Stoga će, u slučaju korporacije koja se želi financirati izdavanjem novih dionica, objava takve vijesti uzrokovati pad cijena dionica i tako nanijeti štetu postojećim dioničarima.⁶¹ Kada ne bi postojala asimetrična informiranost na financijskom tržištu, prihvaćali bi se svi profitabilni projekti jer bi se objava o novom izdavanju dionica ili zaduživanju, uz kvalitetno informiranje investitora, smatrala dobrom viješću.⁶² Na tim osnovama teorija pakiranja strukture kapitala ponudila je sljedeća pravila u financiranju korporacija:

- preferira se interno financiranje (korporacije prilagođavaju ciljanu isplatu dividende mogućim investicijskim mogućnostima neelastične politike isplati dividendi uz nepredviđene fluktuacije u profitabilnosti i investicijskim mogućnostima, znači da će interno generirana sredstva biti veća ili manja od investicijskih troškova. Ako će biti manja, korporacije će najprije posegnuti za interno akumuliranim sredstvima (gotovina i utrživi vrijednosni papiri)
- ako se zahtijeva vanjsko financiranje, korporacije izdaju najprije najsigurnije vrijednosne papire (počinju s dugom, zatim s hibridnim instrumentima kao što su konvertibilne obveznice, pa tada možda i s dionicama, kao posljednjim izvorom).

⁶¹ Također, Myers i Majluf (Myers i Majluf, *op. cit.* u bilj. 35) navode vlastite tajne (engl. *proprietary*) informacije čije objavljivanje u javnosti može uzrokovati dodatne troškove. Te troškove informacija, koje korporacija mora objaviti ako se zadužuje na tržištu, autori sažimlju u troškove davanja, apsorpcije i provjere tih informacija. Objavljivanje tih informacija isto tako daje konkurenciji na znanje sve ono što inače ne bi mogli doznati o stanju u korporaciji i novim projektima. Postojanje asimetričnog informiranja može postojati i ako ne dolazi do objave vlastitih tajnih informacija o korporaciji. Vanjski investitori nikada ne mogu spoznati o korporaciji toliko koliko zna menadžment. Samim odvajanjem vlasništva od profesionalnog menadžmenta stvara se asimetrično informiranje na tržištu. Isti autori navode kako Campbell nudi rješenje za taj problem na način da se korporacijama savjetuje zaduživanje preko posrednika, primjerice preko banaka. Izravnim komuniciranjem s bankom od koje se traže financijska sredstva nema potrebe za javnom objavom vlastitih tajnih informacija i otkrivanjem neželjenih činjenica prema konkurenciji. No, Myers i Majluf (*ibidem*) ističu i kako Campbell ne nudi detaljnije objašnjenje o mogućim ishodima u slučaju da se korporacija ipak odluči na izdavanje dionica, ni o ostalim mogućim odlukama o investiranju i financiranju. Leland i Pyle razmatraju ponašanje poduzetnika koji traži dodatni kapital za financiranje konkretnog pothvata. Poduzetnik zna koji su očekivani povrti od investicije, ali vanjski investitori to ne znaju. Ako bi poduzetnik uložio svoju osobnu imovinu u djelomično financiranje projekta, vanjski investitori to bi prepoznali kao pozitivan impuls za angažiranje sredstava. No, u ovom bi slučaju bila riječ o potencijalnom proširenju modela Myersa i Majlufa (Myers i Majluf, *op. cit.* u bilj. 35) jer je u tom slučaju menadžer i dioničar.

⁶² Myers i Majluf, *op. cit.* u bilj. 35.

To znači da će korporacije, u cilju minimiziranja negativnih tržišnih reakcija, izdavati vrijednosnice obrnutim redom od njihove osjetljivosti na asimetričnost informiranja: koristit će se najprije interna sredstva, zatim vanjski dug, a kao posljednje sredstvo – nove dionice. U ovoj se, dakle, teoriji ne definira ciljani omjer duga i kapitala jer postoje dvije vrste kapitala – vanjski i unutarnji – od čega je vanjski na dnu, a unutarnji na vrhu redoslijeda pakiranja.

10. POREDBENA ANALIZA POREZNOPRAVNIH ASPEKATA IZLOŽENIH TEORIJA I PRIJEDLOZI *DE LEGE FERENDA*

Teorijski modeli daju tumačenja o varijablama koje utječu na financijsku strukturu trgovačkih društava. Porezni aspekt strukturiranja kapitala, koji se često smatra bitnim čimbenikom donošenja financijskih odluka, zastupljen je jedino u ispravljenom Modigliani-Millerovu modelu. Stoga se u nastavku detaljnije razmatraju poreznopravni aspekti *supra* objašnjenih modela i njihovih implikacija na učinkovitost poreznog sustava.

10.1 POREZNOPRAVNI ASPEKT ISPRAVLJENE MODIGLIANI-MILLEROVE TEORIJE

Unatoč značajnom financijskom učinku koji za korporaciju može imati zaduživanje, treba imati na umu da se kamatni štiti ne može uvijek iskoristiti. Ukupna korist od svih budućih poreznih ušteda predstavlja današnju vrijednost kamatnog poreznog štita. No, ne možemo to reći za svako trgovačko društvo. Okolnosti koje kod društva mogu dovesti do gubitka prava na priznavanje poreznog štita ili na njegovo djelomično korištenje su sljedeće:

- porezni obveznik može biti u poreznom gubitku tekuće godine s osnove nedovoljno ostvarene dobiti
- korporacija koristi neki drugi porezni štiti. Tako, na primjer, društvo može biti u poslovnom ciklusu koji slijedi nakon velikih investicijskih zamaha. Visoki iznosi amortizacije povećavaju troškove razdoblja i oporezive dobiti bit će umanjene za te iznose čime se formira amortizacijski porezni štiti koji smanjuje ili potpuno ukida mogućnost korištenja kamatnog poreznog štita. Slično je i s poreznim štitiom nastalim korištenjem nekih od poreznih povlastica potaknutih poreznim zakonodavstvom.⁶³ Ovaj učinak poništavanja koristi od poreznog štita osobito

⁶³ Porezni obveznik trgovačko društvo koje posluje s ostvarenom dobiti može u svojoj poreznoj prijavi tekuće i sljedećih godina prikazivati relativno visok iznos (u od-

će doći do izražaja ako se poreznim povlasticama stječe i pravo kumuliranja poreznog gubitka, čime se učinci poreznih olakšica prenose na razdoblja korištenja poreznih olakšica.

- trgovačko društvo može imati veliki iznos prava na priznavanje poreza po odbitku plaćenog po osnovi ostvarenog prihoda u inozemstvu te neće moći iskoristiti mogućnosti smanjenja porezne obveze koje pružaju porezni štit i uračunavanje poreza po odbitku plaćenom u inozemstvu
- trgovačko društvo može biti poduzetnik koji posluje s ciljem ostvarivanja dobiti, ali je oslobođeno plaćanja poreza na dobit te neće moći iskoristiti ni jedan porezni štit koji ima za cilj smanjenje oporezive dobiti (kamatni, investicijski i amortizacijski porezni štit ili olakšice propisane zakonom)⁶⁴
- društvo može koristiti povlasticu za novoosnovana trgovačka društva, primjerice porezni praznik (engl. *tax holiday*) kojim je porezni obveznik na određeni broj godina izuzet od plaćanja poreza na dobit.

Nadalje, svi *supra* navedeni porezni statusi društva mogu rezultirati gubitkom prava na korištenje prijenosa gubitka u sljedećim godinama. Kada se zadužuju, trgovačka društva obvezuju se na isplatu kamata u budućnosti. Ako se kod društva ne očekuju značajni pozitivni pomaci u ostvarenoj profitabilnosti u godinama koje slijede, ne samo da se neće moći iskoristiti porezno priznava-

nosu na ostvarenu dobit) poreznih olakšica – obveznik neće imati obvezu plaćanja poreza na dobit ili će biti značajno smanjen iznos porezne obveze, a time neće imati ni mogućnost iskorištavanja pozitivnih učinaka poreznog štita.

⁶⁴ Ovo može biti slučaj kada se trgovačko društvo poreznim zakonima ne smatra obveznikom poreza na dobit ili se smatra obveznikom, ali ne plaća porez na dobit ako ispunjava neke od uvjeta propisanih zakonom. Ako je, primjerice, društvo zbog svoje specifične djelatnosti koju želi porezno poticati neka država, izuzeta iz definicije poreznih obveznika, tada se struktura kapitala više neće moći povezivati s poreznim učincima. Porezni obveznik trgovačko društvo koje posluje s ostvarenom dobiti može u svojoj poreznoj prijavi tekuće i sljedećih godina prikazivati relativno visok iznos (u odnosu na ostvarenu dobit) poreznih olakšica. Tako obveznik neće imati obvezu plaćanja poreza na dobit ili će biti značajno smanjen iznos porezne obveze, a time neće imati ni mogućnost iskorištavanja pozitivnih učinaka poreznog štita. Tako je, primjerice, u Republici Hrvatskoj, u razdoblju od 2003. do 2004. godine bilo propisano člankom 2. stavkom 6. Zakona o porezu na dobit (Narodne novine, br. 163/2003) da pravne osobe koje su registrirane i obavljaju isključivo istraživačko-razvojnu djelatnost nisu obveznici poreza na dobit. Novim Zakonom o porezu na dobit (Narodne novine, br. 177/2004) koji je bio na snazi od 1. siječnja 2005. godine ta trgovačka društva nisu bila egzaktno isključena iz obuhvata poreznih obveznika, ali je člankom 25. bilo propisano da ne plaćaju porez na dobit.

nje troška kamata, već se i smanjuje vjerojatnost korištenja mogućnosti prijenosa poreznog gubitka.⁶⁵

Iz navedenog se može zaključiti da će se menadžment često u praksi susresti s činjenicom da ne može iskoristiti prednosti poreznog kamatnog štita. U tom slučaju ni trošak kapitala ne bi smio odražavati financijski utjecaj poreznog kamatnog štita ($1 - T_c$) te bi se formula za ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC) zapravo trebala koristiti kod takvih trgovačkih društava sukladno predModigliani-Millerovoj formuli (formula 1).

Na taj način očekivani trošak kapitala za trgovačko društvo koje ne može iskoristiti kamatni porezni štiti viši je od iznosa slično rizičnih trgovačkih društava koja, *ceteris paribus*, imaju mogućnost primjene kamatnog poreznog štita. To znači da ako promatramo konkretan primjer iz tablice 1, društvo koje je imalo manje plaćenu obvezu za porez od 10.000 kn s osnove plaćenih kamata 50.000 kn, tu uštedu više ne može koristiti (uz rizik da je neće iskoristiti ni u budućnosti). Time se, također, povećava trošak financiranja i smanjuje konkurentnost poreznog obveznika u odnosu na konkurenciju. Konkretno, na primjeru izračuna troška kapitala (4), to bi značilo da za korporaciju koja ne može iskoristiti kamatni porezni štiti trošak kapitala iznosi 8 % (umjesto 6,4% za slučaj da može iskoristiti ovaj porezni štiti). Stoga bi se moglo reći da je u takvim slučajevima riječ o (isteklim) bjanko čekovima⁶⁶ s ograničenim iznosima “naplativim” od porezne uprave, koji za trgovačka društva imaju negativne učinke na konkurentnost, a time i dugoročnu tržišnu opstojnost.⁶⁷

⁶⁵ U poreznim sustavima koji dopuštaju korištenje prijenosa poreznog gubitka unatrag također može doći do neostvarivanja te pogodnosti ako se i u proteklim razdobljima na koje se može primijeniti prijenos unatrag ne ostvaruje dovoljno oporezive dobiti s bilo koje od gore navedenih osnova za gubitak korištenja poreznog štita.

⁶⁶ S obzirom na to da je zakonski propisan maksimalni rok u kojem se porezni gubitak može iskoristiti te iznos koji se može koristiti kao porezni gubitak za prijenos, nije riječ o bjanko čeku u standardnom obliku, već o vrsti bjanko čeka koji ima ograničenje u iznosu i koji može isteći. Relevantni pojmovi su stoga bjanko ček, ograničenje do maksimalnog iznosa te istekli ček. Bjanko ček je onaj “koji nema nikakve oznake korisnika, već samo potpis izdatnika. Koristi se u uzajamnim plaćanjima bez pravnih formalnosti u pogledu prijenosa. Prije naplate potrebno je popuniti ga nedostajućim elementima.” (Leko, V.; *Rječnik bankarstva*, Masmedia, Zagreb, 1998., str. 54). Bjanko ček (engl. *blank cheque*) može imati ograničenje do maksimalnog iznosa na način da izdavatelj naznači na ček “do ___ valuta” (Oxford dictionary of International Business, Isaacs, A., (ed.), Oxford University Press, Oxford, 1998., s. v. cheque). Istekli ček (engl. *stale cheque/ stale - dated - check*), nenaplaćeni dospjeli ček, ček kojemu je istekao rok valjanosti, ništavi ček (Karačić, Mato, *Trojezični rječnik bankarstva i financija*, Zagreb, Planetlingua, 2009., s. v. check).

⁶⁷ Slično tome Graham procjenjuje “zaboravljeni novac (engl. *the money left on the table*) koji bi korporacije mogle zaraditi kada bi bile zadužene do točke u kojoj je njihov

Iskorištenost poreznih gubitaka istraživali su Cooper i Knittel⁶⁸ na uzroku američkih trgovačkih društava za razdoblje od 1993. do 2004. te su potvrdili da se, kao posljedica asimetričnog tretmana poreznih gubitaka⁶⁹, većina prava na prijenos poreznih gubitaka unaprijed i unatrag zapravo nikada ne ostvaruje. Samo 47 % ukupnih poreznih gubitaka se iskorištava, s naglašenim, to jest 70-postotnim neiskorištavanjem prava na prijenos poreznih gubitaka kod novih društava. Važnost je ovog istraživanja i u tome što upućuje na promišljanje o poreznim politikama jer se, primjerice, prema podacima u 2004. godini, upravo 70 posto investicija izvršava kod društava koja su nositelji prava na prijenos poreznih gubitaka.

Dodatni učinak odgađanja poreznog štita jest smanjenje njegove vrijednosti, što proizlazi iz načela vremenske preferencije novca: svaka novčana korist koja se nalazi u budućnosti u nominalnom iznosu manje vrijedi danas. Stoga se odgađanje realno nastalih poreznih gubitaka u tekućoj godini, koja se iskorištava u budućnosti, ne može promatrati u apsolutnoj vrijednosti tog iznosa. Budući da porezni obveznik u godini u kojoj ostvaruje porezne gubitke ne ostvaruje vrijednosti od poreznog štita u toj godini⁷⁰, uz dodatnu neizvjesnost koja prati ostvarivanje koristi od poreznog štita u budućnosti, značajno umanjuje njegovu vrijednost. Kako će neki porezni obveznici moći iskoristiti sve njegove koristi u tekućoj ili sljedećoj poslovnoj godini, to dodatno povećava razliku u konkurentnosti poduzetnika, što osobito dolazi do izražaja u poreznim sustavima koji propisuju progresivnu tarifu poreza na dobit.

Sljedeći bitan poreznopravni aspekt zaduživanja trgovačkih društava – potkapitalizacija – pojavljuje se kao posljedica (porezne) razdvojenosti vlasništva od upravljanja, što može omogućiti i izbjegavanje porezne obveze ako se društvo zaduži kod člana društva, i to na dva načina. Prvo, iskoristit će se kamatni

posljednji dolar poreznog kamatnog odbitka evaluiran po punoj nominalnoj poreznoj stopi, to jest do točke u kojoj inkrementalne porezne koristi počinju opadati.” (Graham, *Taxes...*, *op. cit.* u bilj. 4, str. 1088).

⁶⁸ Cooper, M. G.; Knittel, M. J., *The implications of tax asymmetry for U.S. corporations*, National Tax Journal, 63 (1), 2010., str. 33 – 62.

⁶⁹ Porezna asimetričnost je neravnomjerni porezni tretman dobitaka i gubitaka na način da se poreznim gubicima ograničava mogućnost iskorištavanja prenošenjem unatrag i unaprijed za određeno razdoblje, dok se porez uvijek obračunava na ostvarenu dobit.

⁷⁰ Iznimka je položaj poreznog obveznika u poreznim sustavima koji priznaju prijenos poreznog gubitka unatrag, no takvi porezni sustavi nisu česti, a isto tako nije ni čest slučaj da će se, zbog strože ograničenosti prijenosa poreznog gubitka unatrag, takav instrument moći često iskoristiti.

porezni štiti i ostvariti smanjenje porezne obveze na razini društva i viši iznos neto dobiti za raspodjelu dioničarima, uz istodobno omogućavanje članovima društva primitke kamata za pozajmljena financijska sredstva.⁷¹ Poreznopravno rješenje ovog problema moguće je propisivanjem najvišeg omjera duga i kapitala u strukturi pasive do kojeg će se takve transakcije priznavati u porezne svrhe kao porezno priznati trošak. Drugo, budući da je riječ o povezanim osobama, moguće je podesiti visinu naknade (kamate) koja se isplaćuje dioničaru tako da društvo tereti rashode razdoblja za viši iznos kamate nego što bi to bio slučaj da je pozajmilo sredstva od nepovezane osobe, a dioničar će steći prihod viši od onoga koji bi ostvario na tržištu. Da bi se spriječilo ostvarivanje nerealnih koristi proizašlih iz tih transakcija, poreznopravno rješenje jest propisivanje primjene načela nepristrane transakcije.⁷² S obzirom na brojnost članova korporacije te njihovoj slaboj neposrednoj povezanosti sa samim društvom, ovaj se problem osobito očituje kod društava s ograničenom odgovornošću.⁷³

Činjenica da istraživanja ne potkrepljuju teorijske postavke o važnosti poreznog štita u onoj mjeri u kojoj se očekivalo, može nam poslužiti kao polazište za promišljanja o složenosti varijabli koje utječu na odluke o financiranju trgovačkih društava.⁷⁴ Osnovni čimbenik koji zasjenjuje rezultate analiza utjecaja

⁷¹ Izbjegavanje porezne obveze proizlazi iz činjenice da su kamate porezno priznati trošak (kamatni porezni štiti), a dividende nisu jer se isplaćuju iz oporezive dobiti. Član društva svoja financijska sredstva isto tako može uložiti u povećanje temeljnog kapitala društva i time povećati vlastita sredstva društva. Međutim, iz toga bi slijedila neizvjesna buduća isplata dividendi, što povećava rizičnost uloga dioničara. S obzirom na to da je visoki omjer financijske poluge rizičan za poslovanje i opstanak društva te da može biti uzrokovana poreznim razlozima, potkapitalizacija se smatra nepovoljnijom opcijom s poreznopravnog aspekta.

⁷² Engl. *The Arm's length Principle*, općeprihvaćen koncept utvrđivanja tržišnih cijena u odnosima povezanih poreznih obveznika u međunarodnom poslovanju. Vidi čl. 9. OECD-ova Modela ugovora o izbjegavanju dvostrukog oporezivanja (*OECD Model Tax Convention on Income and on Capital*, IBFD, Amsterdam, 2006., str. 141 – 145) te *OECD Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations*, IBFD, Amsterdam, 2010., str. 36 – 41. Primjenom ovog načela ograničava se porezno priznavanje troška kamata, a time i primitaka kod člana društva, u okvirima tržišnih odnosa.

⁷³ Općenito, više o problemu potkapitalizacije vidi u: Arbutina, H., *Potkapitaliziranje kao metoda izbjegavanja obveze poreza na dobit*; rad će biti objavljen u Zborniku radova s međunarodne znanstvene konferencije "Financiranje, upravljanje i restrukturiranje trgovačkih društava u doba recesije", Opatija, 2010.

⁷⁴ Možda najočitiji primjer o nevažnosti poreznih koristi pri financiranju dugom zanimljivo je istraživanje o upotrebi duga tijekom dvadesetog stoljeća (Gordon, *Taxation...*, *op. cit.* u bilj. 4, str. 156, navodi Taggartovu studiju iz 1985.) koje je uklju-

poreza na financijsku polugu vrlo je razumljiva činjenica da korporacije ne strukturiraju kapital isključivo zbog poreznih učinaka, već radi bitne potrebe za financijskim sredstvima. Trgovačka društva s poreznim gubitkom pozajmljuju značajno jer osjećaju financijski pritisak za potražnjom vanjskih sredstava da bi pokrila osnovne tekuće troškove.

Mogućnosti kamatnog poreznog štita stoga nisu ni približno iskorištene u korporativnom svijetu koliko bi to mogle biti. Graham⁷⁵ prikazuje kako su manje kompanije značajno oslonjene na financiranje dugom nego velike profitabilne korporacije s dovoljno novčanog priljeva.⁷⁶ Poreznopravni sustav u tom smislu ni ne doprinosi niti odmaže pri odlukama o financiranju, sve dok su kamate porezno priznati trošak trgovačkih društava. Ako se, zbog sprečavanja porezne evazije, trošak kamata uopće ne bi porezno priznao kao trošak, bilo bi to teško opravdati. Kamate su trošak poslovanja koji je nastao radi ostvarivanja budućih (oporezivih) dobiti, a njihovo oporezivanje značilo bi kažnjavanje poduzetnika koji svoju strukturu kapitala formiraju ovisno o prilikama na tržištu i u korporaciji (osobito prilikama za novim investicijama koje se procjenjuju kao visokoprofitabilne te se od njih mnogo i očekuje). Isto tako, ne bi bilo razumljivo ako bi porezni propisi dopuštali zaduživanje na način kojim se namjerno smanjuje porezna obveza. Stoga bi se poreznopravni sustav trebao fokusirati na sprečavanje uporabe kamatnog poreznog štita za poreznu evaziju (potkapitalizacije ili uređivanja netržišne kamate kod povezanih društava) i na taj način štiti poreznu osnovicu, uz omogućavanje korporacijama da se tržišno ponašaju.

čivalo razdoblje prije i nakon uvođenja poreza na dobit u SAD-u. S obzirom na dugo razdoblje koje se istraživalo te činjenicu da se u tom razdoblju dogodila velika prekretnica, uvođenje poreza na dobit u SAD-u, koja je mogla jasno razgraničiti ponašanje prije i nakon tog ključnog događaja, te količinu informacija koja je dostupna istraživačima u SAD-u, činilo se da će se vrlo transparentno moći doći do zaključaka o utjecaju poreza na dobit na strukturu kapitala američkih korporacija. Suprotno očekivanjima, iz modela koji se usredotočio samo na poreze financiranje dugom u korporacijama prije uvođenja poreza na dobit bilo je prilično zastupljeno. Razlog može biti u činjenici da je financiranje kapitalom u to vrijeme bilo složenije i teže dostupno nego što je to slučaj bio u kasnijim godinama dvadesetog stoljeća. Stoga je teško odvojeno iskazati utjecaj poreza na strukturu kapitala čak i u ovako, naizgled, jednostavnom modelu. Vidi također Gordon, *Taxation...*, *op. cit.* u bilj. 4.

⁷⁵ Graham, *How...*, *op. cit.* u bilj. 4.

⁷⁶ *Ibidem*, str. 1912.

10.2 POREZNOPRAVNI ASPEKT TEORIJE USTUPAKA

Teorija ustupaka potvrđuje važnost financijske stabilnosti trgovačkih društava kod odlučivanja menadžmenta o korištenju kamatnog poreznog štita. Ako u ovom kontekstu uzmemo u obzir i *supra* navedene situacije u kojima se trgovačko društvo može zateći, a kada se porezni štiti ne može koristiti, razvidno je zašto se trgovačka društva, ako im to financijska situacija ne nalaže, ne zadužuju do svojih maksimalnih mogućnosti.⁷⁷ Empirijski dokazana mala važnost kamatnog poreznog štita koja ne korelira s troškovima financijske krize, implicira da je sklonost zaduživanju menadžmenta niska i ovisi o potrebi korporacije za financijskim sredstvima. Premda se oporezivanjem ne sprečava strukturiranje kapitala, već se može povećati trošak nekih transakcija, taj trošak predstavljao bi dodatnu potrebu za dugom ili kapitalom i na taj način povećao troškove financijske nestabilnosti.

Uzimajući u obzir aspekt financijskih rizika kod zaduživanja, osnovno bi obilježje poreznopravnog sustava trebalo biti osiguranje zaštite od zlorabe poreznog sustava kod slučajeva neželjene porezne evazije, ali na način da ne bi trebao financijski opterećivati poduzetnike koji se već nalaze u zoni povećanog financijskog rizika te im dodatno smanjivati konkurentnost na tržištu. Zaštita vjerovnika, zaposlenika, zajednice i drugih zainteresiranih strana trebala bi se rješavati mehanizmima i instrumentima ostalih dijelova pravnog sustava.

10.3 POREZNOPRAVNI ASPEKT AGENCIJSKE TEORIJE

Agencijski troškovi koji nastaju s osnove povećane sklonosti riziku od strane menadžmenta mogu se promatrati s poreznog aspekta na način da se pretpostavlja viša sklonost prema poreznom riziku nego što je to sklonost članova društva. Sklonost riziku može se odraziti u porezno rizičnijim ponašanjima, u prvom redu netočnom i nepravodobnom prijavom porezne obveze.⁷⁸ Porezno-

⁷⁷ Ovdje je potrebno spomenuti i *supra* naveden argument koji ističu Modigliani i Miller o potrebi održive fleksibilnosti koju mogu primijeniti u strukturiranju kapitala korporacije koje nisu u financijskim poteškoćama (vidi: Modigliani i Miller, *op. cit.* u bilj. 26).

⁷⁸ Ovaj obrazac ponašanja mogao bi se protumačiti kao namjeravani, dok bi se u nenamjeravano povećanje rizika mogao svrstati nemar u svezi s uspostavom i kontrolom standardnih procesa u dijelu poreznih poslova koji povećava rizike poštovanja poreznih obveza (engl. *tax compliance*), što u budućnosti također može imati negativan učinak na točnost i pravodobnost prijave poreznih obveza.

pravni sustav u tom smislu može doprinijeti smanjenju općih troškova upravljanja i kontrole društva na način da transparentnim zakonima i kvalitetnim poreznim nadzorom smanji “manevarski prostor” menadžmenta.

Agencijski troškovi koji su uzrokovani potrebom za kontrolom menadžmenta i vezanjem uz zajedničke ciljeve poreznopravno gledano također su vrlo značajni. To se ogleda ponajprije u činjenici da nakon stečajeva poreznih obveznika nastaje gubitak poreznih prihoda, i od poreza na dobit i ostalih fiskalnih potraživanja od trgovačkih društava, i od poreza na dohodak zaposlenika, što implicite smanjuje prihode od poreza na potrošnju koje slijedi nakon smanjenih prihoda domaćinstava, te povećanje javnih rashoda za socijalna izdvajanja (što multiplicira potražnju za povećanjem proračunskih prihoda, dakle i poreza).

Menadžment upravlja imovinom i aktivnostima trgovačkog društva te na osnovi svojeg (uspješnog) rukovođenja stječe nagrade za postignute uspjehe, koje su vrlo često daleko iznadprosječne. Ako se te zarade mjere prema uspješnosti tržišne cijene dionica društva, tada će se interesi članova društva i menadžmenta podudarati. Međutim, veliki korporacijski skandali posljednjih desetak godina doveli su u pitanje sustav koji se oslanjao na tu pretpostavku. Postavlja se pitanje je li se i poreznopravni sustav, koji je poticao takvo nagrađivanje, a sve u cilju rasta poduzetničkih aktivnosti i gospodarstva, trebao drukčije odrediti i strože propisati oporezivanje primitaka opcijskih kupnji dionica vlastitih društava.

Malo je vjerojatno da se poreznim sustavom mogu ispraviti nedorečenosti šireg pravnog i ekonomskog sustava, i općenito, i u cilju regulacije oprečnih ciljeva članova društva i menadžmenta. Isto tako, poreznopravna rješenja ne bi smjela ni sprečavati razvoj poduzetništva. Poreznopravni aspekt ovisi o općem pravnom i ekonomskom uređenju gospodarskih aktivnosti, i unutar jedne države, i na supranacionalnom i međunarodnom planu.⁷⁹ S obzirom na složenu pravnu i poslovnu strukturu, agencijski troškovi multinacionalnih korporacija značajno su viši u odnosu na društva koja djeluju unutar jedne države. Isto tako se kod multinacionalnih korporacija otvaraju razne mogućnosti uređiva-

⁷⁹ Dobru osnovu za harmonizaciju računovodstvenih propisa, a time i osnove za oporezivanje, nude međunarodni standardi financijskog izvješćivanja (engl. *International Financial Reporting Standards*, IFRS) čijim se unapređivanjem i dosljednom primjenom može spriječiti razvoj “kreativnog računovodstva” koje je i bilo uzrok većini korporativnih skandala. Također se izradom raznih kodeksa nameće primjena najbolje prakse u dijelu korporativnog upravljanja. Više o tome vidi Barbić, *op. cit.* u bilj. 1, sv. I, str. 661 – 666.

nja međusobnih odnosa s ciljem smanjenja poreznih obveza. Bitan je i utjecaj razdvojenosti lokalnog menadžmenta: s jedne strane menadžment društva snosi odgovornost za poslovanje dotičnog društva, sukladno zakonodavstvu države u kojoj je društvo osnovano i posluje, ali istodobno je, s druge strane, obvezan na lojalnost menadžmentu multinacionalne korporacije. Upravljanje u tako složenim strukturama nužno dovodi do multipliciranja agencijskih troškova na razini međunarodne grupe trgovačkih društava. Poreznopravni sustavi država u kojima se nalaze povezana društva multinacionalne grupe propisuju odgovornost članova uprave društava za porezne obveze, čime se povećavaju agencijski troškovi unutar korporacije, ali se isto tako ostvaruje zaštita proračunskih prihoda države i stvaranje porezne discipline. Harmonizacijom računovodstvenih i poreznih propisa smanjuju se troškovi kontrole i nadzora menadžmenta i od strane dioničara, i od strane poreznih tijela. Oporezivanje radničkih dionica, koje je ovdje navedeno kao mogući uzrok rasta tih troškova, može poslužiti kao primjer na kojem se treba graditi model poreznog sustava koji će ograničiti netržišno ponašanje menadžmenta.

10.4 POREZNOPRAVNI ASPEKT TEORIJE SIGNALIZACIJE

Signalizacija u smislu dobrog upravljanja poreznim obvezama može se shvatiti dvojako: prvo, kao želja menadžmenta da se okolini prikažu kao savjesni i odgovorni članovi zajednice, porezni obveznici koji svoje obveze prema državi ispunjavaju točno i na vrijeme; drugo, kroz želju menadžmenta da se prikažu u svjetlu dobrih agenata koji povećavaju bogatstvo članova društva na način da trgovačko društvo plaća manje poreza i ostvaruje više neto dobiti za raspodjelu dioničarima. Učestalost i raširenost tih oprečnih stajališta teško se može sa sigurnošću utvrditi, a ovisi o poreznom moralu, edukaciji, sklonosti poreznom riziku i riziku uopće te očekivanju okoline (dioničara, potencijalnih investitora, analitičara, zajednice).⁸⁰ Poreznopravni sustav u tom smislu može doprinijeti smanjivanju negativnog signaliziranja na način da propiše transparentne odredbe kojima se nedvosmisleno i relativno jednostavno može utvrditi porezna obveza i provoditi kontrola ispunjavanja tih obveza. Na taj način smanjuje se mogućnost utjecaja osobnih preferencija menadžera na odluke o

⁸⁰ Tako, primjerice, Jensen objašnjava pojavu korporativnih skandala kao posljedicu ponašanja menadžmenta sukladno očekivanjima koja su pred njih postavili bankari, analitičari i investitori jer se menadžeri nisu mogli oduprijeti pritisku financijskih tržišta za permanentnim rastom (s izuzetkom Warrena Buffetta). Opširnije vidi Jensen, *op. cit.* u bilj. 45.

izvršavanju poreznih obveza i poduzimanje porezno rizičnih poduzetničkih pothvata.

10.5 POREZNOPRAVNI ASPEKT TEORIJE REDOSLIJEDA PAKIRANJA

Ako bi se prihvatio stav autora da se korporacije ponajprije nastoje financirati zadržanom dobiti, tada bi se moglo zaključiti da menadžment: a) upravlja poreznim obvezama na način da trgovačko društvo snosi teret porezne obveze poreza na dobit, ali ne dolazi do dvostrukog poreznog opterećenja s obzirom na to da se ne plaća porez na dohodak; ili b) zanemaruje porezni aspekt transakcija i nastoji, uz što manje signaliziranja, reinvestirati dobit i moguće ostvariti porezne koristi od potencijalnih poreznih poticaja na ulaganja u budućnosti.

Što se tiče vanjskog zaduživanja, kao drugog izvora po važnosti u teoriji hijerarhije strukture kapitala, u razmatranje o važnosti poreznopravnih posljedica u prvome se redu trebaju uzeti u obzir koristi od kamatnog poreznog štita. Međutim, ostaje nejasno koliko se kamatni porezni štiti u tom slučaju nameće kao bitan argument, a koliko samo kao popratna možebitna korisna posljedica izabrane opcije. S obzirom na *supra* navedena analizirana empirijska istraživanja koja su često kontradiktorna i ne dokazuju dosljedno i točno u kolikoj mjeri je kamatni porezni štiti bitan element strukturiranja kapitala, malo je vjerojatno da u ovom slučaju (iako financijski značajan) iznos poreznog štita ima utjecaja na strukturiranje financijske strukture.

Treći izvor financiranja trgovačkih društava, izdavanje dionica, mogao bi se s poreznopravnog aspekta tumačiti kao neutralan s obzirom na to da se ne stvara porezna obveza u trenutku izdavanja dionica, ali se isto tako ni ne koriste benefiti od kamatnog poreznog štita. Buduće i samo potencijalne porezne obveze koje se mogu pojaviti s naslova isplate dividende ili ostvarivanja kapitalnog dobitka prodajom dionica vjerojatno nisu u središtu interesa menadžmenta koji se odlučuje na izdavanje dionica, iako se odgađanje poreznih obveza može također smatrati pozitivnim popratnim učinkom.

Poreznopravni aspekt teorije hijerarhije strukture kapitala stoga se ne čini njegovim presudnim elementom, što je i razumljivo, jer teorija u prvom redu zastupa važnost asimetričnih informacija na tržištu, a ne evaluiranja financijskih učinaka poreznih obveza. Ako se zakonima ne propišu nove ili značajno povećaju postojeće porezne obveze za trgovačka društva, porezni sustav u tom smislu ne doprinosi preferencijama menadžmenta kod ovih odluka.

11. ZAKLJUČAK

Struktura kapitala formira se odlukama financijskog menadžmenta o financiranju, to jest odlukama treba li se zaduživati, izdavati kapital ili zadržavati ostvarenu dobiti. O tome koliko na odluke o financiranju utječu porezni čimbenici, bilo je mnogo istraživanja posljednjih 50-ak godina, no još se ne može s velikom pouzdanošću utvrditi važnost tog utjecaja.

Okosnica rada je necjelovitost poreznopravne analize ponuđenih teorijskih modela o financijskoj strukturi korporacija te važnost zakonskih rješenja koja mogu doprinijeti primjeni tih spoznaja u praksi.

Teorijski najzastupljeniji porezni aspekt pri formiranju financijske strukture društava, porezni kamatni štiti, detaljnije je analiziran te se daje pregled statusa poreznih obveznika koji ne mogu iskoristiti njegove prednosti, što pruža objašnjenje čestih kontradiktornih rezultata istraživanja o njegovoj važnosti. Tako su navedene situacije kada trgovačko društvo ostvaruje gubitak tekućeg razdoblja, koristi neki drugi porezni štiti, ima pravo na visoki iznos prava na priznavanje poreza po odbitku te koristi porezne povlastice propisane zakonom. Budući da evaluacija kamatnog poreznog štita omogućuje smanjenje troška kapitala korporacije, na primjeru je pokazan gubitak za poreznog obveznika s osnove njegova neiskorištavanja.

Teorija ustupaka stavlja u odnos troškove financijskih nestabilnosti s koristima od kamatnog poreznog štita. Poreznopravni aspekti teorije ustupaka pružaju mogućnost uvida u potencijalno povećanje troškova financijskih nestabilnosti s osnove netržišnih kamatnih stopa propisanih poreznim zakonima. Preporučuje se poreznopravni okvir koji neće sprečavati poduzetnike u strukturiranju kapitala, kako bi bio poticajan za razvoj poduzetničkih aktivnosti, uz iznimku koja se odnosi na potrebu reguliranja financijskih odnosa između povezanih društava.

Poreznopravnim argumentima poduprte agencijska teorija i teorija signalizacije otvaraju dodatna pitanja o mogućnosti kontrole menadžmenta od dioničara i u poreznom smislu. Ponašanja menadžmenta sukladno vlastitim interesima i asimetričnim informacijama nameću pitanja o tome nastoji li menadžment izbjeći (budući da je skloniji rizicima te da želi osigurati što viši iznos dobiti nakon oporezivanja) ili ispuniti porezne obveze društva s pretjeranom savjesnošću (bilo da ne mari plaća li previše poreza ili da bi "signalizirao" svoju društvenu odgovornost). Poreznopravni sustav u tom bi smislu

trebao ograničiti vjerojatnost pojave agencijskih troškova ili za menadžment poželjnih "signala" tako da transparentnim propisima koji su jednostavni za primjenu i kontrolu onemogućí samovolju menadžmenta.

Teorija redoslijeda pakiranja nema značajnije poreznopravne aspekte koji bi zahtijevali od poreznog sustava snažniji angažman s ciljem reguliranja ponašanja menadžmenta. Teorija limuna opravdava relativno nisko pozajmljivanje na kreditnom tržištu te se poreznopravni sustav, uz iznimku mogućih ekstremnih promjena, ne bi trebao smatrati bitnim čimbenikom ove teorije.

Moguće je da se financijski menadžeri zapravo uopće ne trude značajno promijeniti obrazac ponašanja ako nisu na to prisiljeni. Tako Miller⁸¹ navodi kako menadžment upada u neku vrstu financijskog obrasca ili navike koja ne pridonosi nikakvoj materijalno značajnoj promjeni vrijednosti korporacije, a menadžeri se, uljuljani u svakodnevicu, osjećaju bolje. Budući da ne nanose nikakvu štetu, nitko ih ni ne zaustavlja niti sprečava u takvom ponašanju. Ako, stoga, znanost nastoji pronaći zakonitosti u korištenju poreznih i ostalih utjecaja na financiranje korporacija, naići će na stalne smetnje u rezultatima istraživanja, kako se ova činjenica bude zanemarivala. Ne postoji, dakle, teorija kapitalne strukture koja bi se mogla primijeniti univerzalno na sve korporacije i u svakom trenutku. Teorije i znanstvenoistraživački radovi o financijskoj poluzi sigurno mogu poslužiti menadžmentu kako bi on pri donošenju odluka o financiranju bio svjestan bitnih varijabli i njihova utjecaja na konačni ishod tih odluka. Međutim, koliko će koji od tih elemenata biti presudan i to pod kojim uvjetima, ovisi ponajprije o konkretnoj poslovnoj situaciji koja u drugim slučajevima može biti potpuno nevažna, čak i za tu istu korporaciju. Utjecaji poreznih varijabli, u prvom redu poreznog kamatnog štita, a zatim i poreznopravnih aspekata navedenih teorija, samo su neki od tih elemenata.

Iako se porezna politika često ističe kao krucijalni element ekonomske politike, a poreznopravni aspekt poticanja ulaganja glavnim čimbenikom razvoja gospodarstva, iz *supra* navedenog može se zaključiti da ponašanje menadžmenta nije vođeno isključivo koristima koje za trgovačko društvo mogu proizaći iz poreznih mjera. Zato se čestim promjenama poreznih propisa s ciljem promoviranja "poticajnih" (samim time što su novi), "gospodarskih" (a zapravo političkih) mjera, ne stvara stabilno i pouzdano porezno okruženje, pa time i poreznopravna sigurnost za poduzetnike. Pravna sigurnost te stabilnost poreznog sustava omogućuje korporacijama da se prilagode i koriste porezne povla-

⁸¹ Miller, *Debt...*, *op. cit.* u bilj. 4.

stice u skladu sa svojim preferencijama i realnim aktivnostima, radi povećanja profitabilnosti i, u konačnici, dugoročno održivog tržišnog razvoja.

Osnovna bi obilježja poreznopravnog sustava koji podržava navedene teorije o strukturi kapitala društava, stoga, trebala biti neutralnost, transparentnost, jednostavnost, usklađenost sa svjetskim modernim poreznim sustavima te stabilnost. Primjena ovih načela u oporezivanju doprinosi poreznopravnoj sigurnosti i praktičnoj primjeni varijabli teorijskih modela financiranja trgovačkih društava.

Summary

Jasna Bogovac*

THEORETICAL MODELS OF CAPITAL STRUCTURE OF COMPANIES AND THEIR TAX LAW ASPECTS

Theoretical models of capital structure of companies shed light on certain factors affecting pertinent management-level decisions. Borrowing presents an interest tax shield, which is a significant tax-related aspect of these models. Other elements of the tax law system have often been subject of research in terms of their effect on management decisions concerning borrowing, profit retention or issuing new shares, but those elements are rarely observed within the framework of theoretical models.

This paper specifically deals with the theoretical models of capital structure of companies: the Modigliani-Miller theory, Trade-off theory, Agency theory, Signalling theory, and the Picking Order theory. The aim of the paper is to explore these theories, analyse and complement them with tax law aspects. For this purpose, the author presents relevant research studying the impact of various tax and non-tax variables in company capital structure. Tax law aspects which add to the comprehensiveness of the theoretical models are also identified.

The results of this analysis facilitate the appreciation of the importance of the tax law aspects in capital structure decision. This provides guidelines for the establishment of a tax system which would stimulate entrepreneurship and facilitate sustainable development of the country. A neutral, simple, transparent and stable tax system, in line with efficient tax systems of other countries, provides a solid basis for achieving economic goals. General legal security and the stability of the tax system will surely motivate corporations to direct their activities at substantial business challenges, while at the same time reduce the appeal of various instruments of tax evasion.

Key words: tax law system, capital structure, corporate tax, interest tax shield, principles of taxation.

* Jasna Bogovac, LL.M., senior lecturer, Polytechnic School of Social Sciences, Gundulićeva 10, Zagreb

Zusammenfassung

Jasna Bogovac **

THEORIEMODELLE ZUR FINANZSTRUKTUR VON
HANDELSGESELLSCHAFTEN UND IHRE
STEUERRECHTLICHEN ASPEKTE

Die Theoriemodelle zur Finanzierung von Handelsgesellschaften erklären einige Faktoren, die auf die Management-Entscheidungen zur Kapitalstrukturierung Einfluss haben. Die Verschuldung bildet dabei einen Steuerschild aufgrund von Zinsen, was einen wesentlichen steuerlichen Aspekt dieser Modelle darstellt. Die übrigen Elemente des Steuerrechtssystems sind Gegenstand zahlreicher wissenschaftlicher Untersuchungen in Bezug auf die Frage, inwiefern sie Management-Entscheidungen zur Schuldenaufnahme, Einbehaltung von Gewinnen oder Ausgabe neuer Aktien beeinflussen, werden jedoch nicht im Rahmen der theoretischen Modelle behandelt.

Gegenstand des vorliegenden Beitrags sind gerade die Theoriemodelle zur Kapitalstruktur von Handelsgesellschaften: die Modigliani-Miller-Theoreme, die Trade Off-Theory, die Agency-Theory, die Signalling Theory und die Packing-Order-Theory. Das Ziel ist, die bestehenden wissenschaftlichen Theorien zu untersuchen und in der Analyse mit steuerrechtlichen Aspekten zu vervollständigen. Zu diesem Zweck wird ein Überblick über die relevanten wissenschaftlichen Untersuchungen zum Einfluss verschiedener steuerlicher und nichtsteuerlicher Variablen auf die Strukturierung des Unternehmenskapitals gegeben. Es werden darüber hinaus jene steuerrechtlichen Aspekte benannt, die zur Vollständigkeit von Theoriemodellen beitragen können.

Die Anwendung der Ergebnisse dieser Analyse ermöglicht einen besseren Einblick in die Bedeutung steuerrechtlicher Aspekte bei der Entscheidungsfindung des Managements in Handelsgesellschaften. Es ergeben sich Kriterien für die Schaffung eines Steuersystems, das die Entwicklung des Unternehmertums, aber zugleich auch eine nachhaltige Entwicklung des Staates fördern kann. Ein neutrales, einfaches und transparentes Steuersystem, das stabil und mit den Steuersystemen international harmonisiert ist, bietet eine solide Grundlage für die Erfüllung wirtschaftlicher Ziele. Allgemeine Rechtssicherheit und die Stabilität des Steuersystems bieten einen massiven Anreiz für Unternehmen, ihre Aktivitäten an die realen Herausforderungen im Wirtschaftsleben anzupassen, und mindern zugleich die Attraktivität diverser Instrumente der Steuervermeidung.

Schlüsselwörter: steuerrechtliches System, Finanzstruktur, Gewinnsteuer, Zinssteuerschild, Besteuerungsgrundsätze.

** Mag. Jasna Bogovac, Oberassistentin, Fachhochschule für Sozialwissenschaften, Gundulićeva 10, Zagrebu