

Koliko se podjetje lahko zadolži?

Prof.dr. Dušan Mramor



MPP 2010
Ljubljana, 20.10.2010

Temeljno vprašanje

Iz empiričnih raziskav do leta 2000 (prevladujoča teorija pravi obratno):

1. Večji dobički vodijo v manjše zadolževanje
2. Podjetja bolj “konzervativna” pri zadolževanju, kot je pripravljenost bank dati kredit (predvsem za velika, delno srednja podjetja)

Vprašanje:

Kaj je vodilo k tako enormnem zadolževanju podjetij v času pred izbruhom finančne in gospodarske krize?

Makroekonomski vzroki

1. Teroristični napad na ZDA
2. Financiranje “vojne proti terorizmu” z ekspanzivno fiskalno in denarno politiko ZDA
3. Razvite države primorane v sledenje ZDA
4. Vloga Kitajske in nepremičninskega trga pri prikrivanju posledic takšne makroekonomske politike
5. Vloga nadzora in regulacije finančnega sektorja

Vzroki na strani finančnih institucij in podjetij

1. Zadolževanje podjetij pred krizo 30-tih let
2. Zlata načela zadolževanje po krizi na podlagi slabih izkušenj – “tradicionalna” razlaga optimalne zadolženosti
3. Sodobna finančna teorija po 50-tih letih (Nobelove nagrade, logika maksimiranja vrednosti podjetja)

Faktorji “tradicionalne” razlage

- Temeljni faktorji tveganja na ravni:
 - gospodarstva
 - dejavnosti
 - Podjetja
- Elementi korekcije
 - zavarovanja
 - garancije
 - jamstva

Primer: tveganje na ravni dejavnosti

Struktura in ekonomska uspešnost

Konkurenčnost (monopol, oligopol,...)

Zakonske omejitve in državni nadzor

Značaj in položaj dejavnosti v celotnem gospodarstvu

Stopnja nadzora povpraševanja in cene s strani dejavnosti

Ekonomska odvisnost od drugih dejavnosti in države

Zrelost

Faza življenjskega cikla

Možnosti vstopa

Stopnja povečevanja kapacitet

Primer: tveganje na ravni dejavnosti (1)

Stabilnost

Vpliv gospodarskih ciklov

Vpliv kreditnih ciklov

Uravnoveženost ponudbe s povpraševanjem

Vpliv tehnoloških inovacij

Vpliv sprememb v načinu proizvodnje in distribucije

Vpliv sprememb v obnašanju potrošnikov

Vpliv stopnje smrtnosti itd.

Sodobna teorija in ključni faktorji

1. Stroški različnih oblik kapitala:
 - **Obrestne mere**
 - **Davčne stopnje**
 - **Stroški finančne stiske (majhni)**
 - **Tveganje**
2. Pričakovan dobiček pred obrestmi in davki

Sodobna teorija in dodatni faktorji

- Kazalci zadolženosti drugih podjetij v dejavnosti.
- Ocenjeni kazalci pokritja pri različnih zadolžitvah in gospodarskih razmerah.
- Odnos bonitetnih ocenjevalcev do višine zadolžitve.
- Možnost dodatne zadolžitve.
- Učinek deleža zadolženosti na nadzor posameznih lastnikov.
- Vrsta sredstev: Ali so materialna in primerna za zavarovanje dolga?

Problemi sodobne finančne teorije

Kljub makro vzrokom za preveliko zadolžitev, je bila ta neustrezna tudi zaradi neustrezne opredelitve optimalne zadolžitve, ki:

1. Izjemno poenostavlja kompleksnost ocene optimalne zadolženosti (nerealne predpostavke)
2. Pri tem:
 - **Zelo “statistično” ocenjuje tveganje**
 - **Za napovedovanje razpoložljivega denarnega toka uporablja relativno kratko preteklo obdobje oz. uteži z verjetnostmi**
 - **Edini cilj poslovanja podjetja je čim večje premoženje za delničarje**