



Piše:
mag. Igor Manohin

Povezave med značilnostmi človeškega kapitala v podjetju in kapitalsko strukturo

Prispevek predstavlja teze in ugotovitve številnih avtorjev in raziskovalcev, ki jih je David A. Matsa predstavil v svojem članku z naslovom »Kapitalska struktura in delovna sila v podjetju« (Matsa, 2018) z osnovno tezo, da dejavniki, povezani z delovno silo v podjetju vplivajo na način pridobivanja virov financiranja in njegovo kapitalsko strukturo. Povezave nedvomno obstajajo, toda ali so res vzročno posledične? V ta namen v drugem delu prispevka na kratko predstavljamo delovanje poslovnega in finančnega vzvoda v poslovanju, ki s svojo neločljivo povezanostjo in vzajemnostjo pomagata osvetliti dejanski vpliv dejavnikov, povezanih s človeškim kapitalom na kapitalsko strukturo podjetja.

Poznavanje obravnavane problematike je vsekakor lahko **zelo koristno tudi za predstavnike zaposlenih v podjetjih**, in sicer tako za svete delavcev oziroma organe delavskega soupravljanja pri vključevanju v sprejemanje pomembnejših poslovnih odločitev v podjetjih in za sindikate v zvezi s pogajanjem o obsegu delovnopравnih pravic delavcev. Struktura financiranja oziroma stopnja zadolženosti podjetja namreč, kot je podrobneje pojasnjeno v tem prispevku, bistveno vpliva po eni strani na **varnost zaposlitve, višino plač in uresničevanje nekaterih drugih pravic in interesov zaposlenih, kakor tudi na njihovo »pogajalsko moč«**, po drugi strani pa na **zmožnost podjetja za pridobivanje, razvoj in zadržanje kadrov** ter v povezavi s tem posledično v končni fazi tudi na njegovo **poslovno uspešnost**, ki je sicer vsekakor skupni interes vseh njegovih notranjih in zunanjih deležnikov.

Izhodišče

Podjetje za svoje izločke potrebuje dve osnovni vrsti vložkov – sredstva in delo, za pridobitev obeh pa potrebuje **denar oziroma vir financiranja**. Ta je lahko lastniški ali

dolžniški, razmerje med obema pa predstavlja temeljno strukturo financiranja v podjetju. **Ali lastnosti in organizacija delovne sile v podjetju vplivajo na njegovo strukturo financiranja?**

V teoriji se pogosto uporablja predpostavka, da se delo ponuja na konkurenčnem trgu, kjer je plačilo za delo enako mejnemu produktu tega dela. V praksi temu vsekakor ni tako. Trg delovne sile je **poln nepopolnosti**, poleg tega pa ima delovno razmerje eno pomembno različno lastnost glede na druge vložke v proizvodni proces – ima bolj nedoločeno časovno trajanje in se razteza v različna obdobja razvoja podjetja. S tega vidika nedvomno način financiranja vpliva na način oziroma vsaj na zmožnost podjetja za pridobivanje, razvoj in zadržanje delovne sile. Toda ali res velja tudi obratno, da je struktura financiranja odvisna od presojanja dejavnikov v zvezi z delovno silo?

Kapitalska struktura podjetja

Za namen tega prispevka bomo kapitalsko strukturo poenostavljeno pojmovali kot **razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom**, čeprav imata sicer oba še svojo strukturo, na primer po ročnosti.

Različna struktura kapitala (razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom) vpliva na stroške financiranja poslovanja, s povečevanjem deleža dolžniškega financiranja (ki je sicer glede na lastniško cenejši vir financiranja) se povečuje tudi tveganje lastniškega kapitala v podjetju. Zato obstaja določena točka oziroma razmerje med tema vrstama financiranja, pri kateri je vrednost podjetja najvišja in razmerju v tej točki pravimo **optimalna struktura kapitala**¹.

Delovna sila se močno razlikuje od sredstev

In sicer tako po značilnostih pridobivanja kot delovanja v podjetju. Osnovne razlike izhajajo iz dejstva, da je **delovna sila živa** in kot taka sposobna procesiranja informacij, reševanja problemov in sprejemanja odločitev. Razlika je torej v kreativnosti, ki lahko **pripelje do dragocenih idej**, procesov in znanja zaposlenih.

Druga pomembna razlika, ki jo izpostavlja Matsa, je v tem, da **delovne sile oziroma zaposlenih ni mogoče imeti v lasti** in se lahko obnašajo strateško. Vsaj prvi del trditve v dandanašnjem svetu velja le v teoriji. V praksi pa smo vsakodnevno priča dogajanju in razmeram, da podjetja z zaposlitveno pogodbo in z institutom strahu

¹ Tu je struktura mišljena le v smislu razmerja med dolžniškim in lastniškim financiranjem, ne pa tudi kot struktura glede na ročnost virov financiranja, ki pa ima neposreden vpliv na dolgoročno plačilno sposobnost podjetja in je kot taka izredno pomembna.

(pred izgubo zaposlitve) pridobijo izjemno moč vplivanja na življenje in sprejemanje odločitev zaposlenih, ki na trenutke **močno spominja na sužnjelastniška razmerja iz preteklosti**, še zlasti v nekaterih manjših podjetjih.

V teoriji seveda podjetje (na dolgi rok) ne more prisiliti delavca, da dela proti svoji volji. Zaposleni ima namreč možnost, da da odpoved in preneha z zaposlitvijo v podjetju². Toda za **realno oceno njegove zmožnosti dati odpoved** je potrebno pogledati širše.

En del zgodbe predstavljajo njegove sposobnosti, naučene spretnosti in znanja, ki si jih je pridobil skozi svoje delovanje v preteklosti in oceno vrednosti, ki jo te predstavljajo v očeh sprejemalcev odločitev v podjetju, kjer je zaposlen.

Drugi del zgodbe pa je tisti zunanji (ki ni neposredno odvisen od zaposlenega in podjetja), in sicer širši trg dela, saj šele zmožnosti oziroma potenciali, ki se kažejo na trgu dela vplivajo na zmožnost zaposlenega, da sprejme odločitev o zapustitvi podjetja, ker ocenjuje, da ima dobre možnosti pridobiti boljšo zaposlitev drugje.

Trenja na trgu delovne sile

Matsa izpostavlja zlasti **štiri dejavnike**, prek katerih se odražajo trenja na trgu delovne sile, in ki naj bi imela vpliv na odločitev podjetja o strukturi financiranja:

1. Zaposleni se soočajo s stroški nezaposlenosti.
2. Zaposleni se lahko pogajajo o višjih plačah (in drugih ugodnostih, ki predstavljajo strošek za podjetje).
3. Zaposleni so do določene mere zaščiteni z delovno zakonodajo, predpisi in pravilniki.
4. Zaposleni se soočajo s tveganjem upokojitve (preskrbljenost ob prenehanju zaposlitve).

Stroški nezaposlenosti igrajo tu izredno pomembno vlogo. Zaposleni cenijo varnost zaposlitve v podjetju, saj jih izguba zaposlitve lahko veliko stane, poleg direktnih stroškov (kot je na primer strošek iskanja nove zaposlitve) predvsem zaradi visokih oportunitetnih stroškov izgube dohodka. Te lahko ločimo na dve dimenziji:

- izguba dohodka za čas nezaposlenosti (dokler si zaposleni ne uspe poiskati nove zaposlitve) in
- izguba dohodka za čas, ko sicer ima novo zaposlitev, a prejema manjše plačilo za svoje delo kot pri prejšnjem delodajalcu.

Skupen strošek izgube v primeru neprostovoljne izgube zaposlitve pri večjih odpuščajih znaša lahko celo **ekvivalentu nekaj let (zaposlenega) življenja**.

Varnost zaposlitve v očeh zaposlenih je močno odvisna od finančne kondicije podjetja, ta pa je odvisna od **stopnje zadolženosti podjetja**. Bolj zadolžena podjetja namreč lahko hitreje pridejo v težave, ko so prisiljena zmanjšati obseg poslovanja in s tem odpustiti del delovne sile za znižanje stroškov. Podjetje, ki se bolj zadolži, torej poveča pričakovane stroške nezaposlenosti (kar dejansko lahko koristi podjetju pri njegovem kolektivnem pogajanju z zaposlenimi).

Vidiki zadolženosti

Odločitev oziroma presoja menedžmenta o tem, v kolikšnem obsegu se bo podjetje zadolžilo (torej, kako visok naj bo delež dolžniškega financiranja), je oziroma bi vsaj morala biti tehtana glede na številne dejavnike. Osnovno vprašanje pri tem je, **koliko financiranja podjetje sploh potrebuje** glede na trenutno poslovanje, trende v poslovanju in načrtovani razvoj v prihodnje. Poleg tega pa mora menedžment upoštevati **tudi vsaj naslednje štiri vidike zadolženosti** (Bergant, 2013):

1. vpliv zadolženosti na plačilno sposobnost: odplačevanje dolga ustvarja negativni pritisk na denarni tok;
2. vpliv zadolženosti na dobičkonosnost: višja stopnja zadolženosti prek finančnega vzvoda sicer povečuje dobičkonosnost lastniškega kapitala, a povečuje tudi tveganje;
3. vpliv zadolženosti na boniteto podjetja: višja zadolženost (predvsem po določeni točki) poslabšuje boniteto podjetja;
4. vpliv zadolženosti na samostojnost pri odločanju: višja zadolženost zmanjšuje samostojnost pri odločanju, saj povečuje odvisnost od financerjev.

Ločiti pa moramo tudi dva skrajna vzroka zadolževanja:

- kdaj se podjetje zadolžuje zaradi (so)financiranja razvoja podjetja in se pri tem drži omejitve optimalne stopnje zadolženosti, in
- kdaj pa se podjetje zadolžuje zaradi nuje, ki jo prinesejo finančno-ekonomske težave, s katerimi se sooča.

Drugi vzrok v primeru nesposobnosti odplačevanja dolga oziroma refinanciranja povzroči prestrukturiranja in odpuščanja³ zaposlenih.

Izguba najboljših delavcev

Do zanimivih ugotovitev prihajajo švedski raziskovalci (Baghai et al., 2016) in sicer, da ob vse večjih finančnih težavah **podjetja izgubljajo najbolj kvalificirane delavce**. Posledično imajo podjetja, ki so v večji meri odvisna od bolj kvalificiranega kadra, manj dolžniškega financiranja v svoji kapitalski strukturi (na ta način so manj izpostavljena tveganju, da bi zašla v finančne težave).

Še več, finančne omejitve (zaradi težav) lahko **izkrivijo odločitve glede odpuščanj zaposlenih**, saj zaradi okoliščin in različnih dejavnikov favorizirajo odpuščanje zaposlenih z višjo produktivnostjo in nižjimi stroški odpuščanja (Caggese et al. 2018), kar ni nujno najboljše za podjetje (in navadno tudi ni). Poleg tega se ocenjuje, da je kar 30 % večja verjetnost, da bodo podjetje v težavah (prostovoljno) zapustili **bolj sposobni zaposleni kot povprečni**. Razlog je seveda v tem, da so po eni strani bolj sposobni zaposleni bolj na preži pred morebitnimi težavami podjetja in so jih sposobni ugotoviti precej hitreje od drugih, po drugi strani pa seveda imajo ti zaposleni veliko večje oziroma boljše možnosti najti drugo zaposlitev.

Velja pa po drugi strani tudi, da podjetja v težavah (ko so te enkrat znane okolju) težje pridobijo nove (predvsem bolj kakovostne in bolj izobražene) zaposlene. Težave s financiranjem podjetja tako **zmanjšujejo njegovo boniteto** v očeh potencialnih novih zaposlenih in posledično je nabor potencialnih novih zaposlenih manjši in slabše kakovosti.

Nadomestilo za tveganje

S tem, ko se podjetje v finančnih težavah sooča tudi z **večjimi težavami pridobivanja kadrov**, kajti zaposleni pogosto zahtevajo višje plače, dodatne ugodnosti ali

² Pri tem je vprašanje, ali si zaposleni lahko privoščijo zaposlitev (bolj objektivni del) in ali si upa odpovedati zaposlitev (subjektivni del).

³ Odpuščanje se zdi precej neprimerna beseda v slovenskem jeziku. V teh primerih se nikomur nič ne odpusti. Gre bolj za to, da se (potrebno ali nepotrebno) podjetje odreče oziroma odpove delu zaposlenih, zato bi bila morda primernejša beseda odrekanje oziroma odpovedovanje.

izboljšane pogoje dela (ki predstavljajo strošek za podjetje) za to, da nadomestijo višje tveganje izgube zaposlitve. Ta dodatni strošek lahko imenujemo **nadomestilo za tveganje** (ang. »Compensating wage differential«), saj gre za dodatno nadomestilo za nestalnost (potencialno izgubo) zaposlitve.

Teoretično je sedanja vrednost dodatnega nadomestila enaka sedanji vrednosti pričakovane izgube dohodka zaradi nezaposlenosti. V praksi po nekaterih študijah znaša nekje do 14 %⁴, pri čemer ena dodatna odstotna točka tveganja izgube zaposlitve povzroči za skoraj 1 % višji zahtevani dohodek (2,5 % v primeru, če ne bi bilo zavarovanja za primer brezposelnosti).

Matsa tako trdi, da morajo **podjetja z višjo zadolženostjo in posledično z višjo verjetnostjo stečaja plačevati višje plače** (oziroma druge ugodnosti) svojim zaposlenim kot kompenzacijo za višje pričakovane izgube zaslužka kot posledica stečaja. Sedanja vrednost tega nadomestila (plačne premije) bi morala biti **enaka sedanji vrednosti zaslužkov**, izgubljenih zaradi morebitnega stečaja (upoštevajoč njegovo ocenjeno verjetnost), ta razlika v strošku dela pa naj bi bila eden od dejavnikov, ki vplivajo na odločitev o zadolževanju poleg učinka davčnega štita in stroškov morebitnih finančnih težav. Za razliko od teh zadnjih, ki so oportunitetne narave in se pojavijo šele po nastopu finančnih težav (ex post), razlika v strošku dela obstaja že pred nastopom finančnih težav (ex ante).

Zaščitenost delovne sile

Še en pomemben dejavnik, prek katerega se odražajo trenja na trgu delovne sile, in ki naj bi imel vpliv na odločitev podjetja o strukturi financiranja, je, da so zaposleni (za razliko od sredstev) do določene mere **zaščiteni z delovno zakonodajo** in predpisi. Eden takih je na primer določena minimalna plača, ki jo morajo podjetja izplačevati zaposlenim, ki delodajalcem omejuje fleksibilnost pri odločitvah o znižanju plač v primeru težav. Ta večja rigidnost stroška dela navzdol ima po svoji naravi podobno vlogo kot sicer nespremenljivi stroški v podjetju.

Podoben vpliv imajo tudi **sindikati**, ki kot oblika združenega nastopa delavcev povečujejo njihovo pogajalsko moč. Po empiričnih raziskavah obstaja jasna regresijska povezava med tem, kako močno so orga-

nizirani sindikati in med finančno zadolženostjo. Ali je povezava vzročno posledična, je seveda drugo vprašanje. Da bi podjetje namenoma povečalo svojo zadolženost za zmanjšanje pogajalske moči sindikata, se ne zdi verjetno⁵. Bolj verjetno se zdi, da vzrok leži v tem, da se sindikati bolj organizirajo v večjih, bolj uveljavljenih in bolj dobičkonosnih podjetjih, ki imajo zaradi teh značilnosti tudi **večjo sposobnost zadolževanja**. Iz enakega vzroka po mojem mnenju velja tudi, da so podjetja, kjer imajo zaposleni večjo pogajalsko moč, bolj zadolžena – večjo pogajalsko moč imajo namreč pogosteje zaposleni v boljših podjetjih.

Mobilnost delovne sile

Pomemben vpliv, ki ga ugotavlja Matsa, je tudi ta, da podjetja z višjim bremenom finančne zadolžitve **manj vlagajo v razvoj**

Mobilnost delovne sile vodi podjetja k izbiri bolj konzervativne kapitalske strukture (večji delež lastniškega financiranja), ki kompenzira višje tveganje, ki izhaja iz morebitne izgube dragocenih zaposlenih.

tistih sposobnosti in spretnosti zaposlenih, ki so specifično uporabni (imajo uporabno vrednost za podjetje samo, ne pa tudi za potencialne druge zaposlovalce). Velja pa tudi obratno – zaposleni v podjetjih z višjo verjetnostjo finančnih težav so **veliko manj naklonjeni pridobivanju sposobnosti in spretnosti**, ki so specifično uporabni samo za podjetje, kjer so zaposleni, seveda zaradi tveganja izgube zaposlitve, s čimer bi njihov investirani čas, energija in denar bili tako rekoč izgubljeni.

Podjetja so še posebej občutljiva oziroma ranljiva na odhode zaposlenih, ki imajo posebne sposobnosti in znanja, ki jih je za podjetje težko nadomestiti, in ki na nek način predstavljajo intelektualni kapital podjetja. Ob njihovem odhodu ostane podjetje s sredstvi, ki so manj produktivna. Ta **intelektualni kapital** je veliko bolj pomemben v **visoko tehnoloških panogah, finančni industriji in zdravstvu** kot pa v proizvodnih panogah in potrošniški industriji, kjer je zaposlene lažje nadomestiti in ne posedujejo posebnih znanj, ki bi se jih bilo težko naučiti oziroma jih pridobiti.

Mobilnost delovne sile zato vodi podjetja k izbiri bolj konzervativne kapitalske strukture (večji delež lastniškega financiranja), ki kompenzira višje tveganje, ki izhaja iz morebitne izgube dragocenih zaposlenih.

Plačilo za delo mora biti **vsaj enako oportunitetnemu strošku zaposlenega**. Verjetnost večjega plačila je odvisna od pogajalske moči zaposlenega, ta pa je odvisna od tega, kako težko (in s kakšnimi stroški) je nadomestiti obstoječega zaposlenega. Težje kot je nadomestljiv, **višjo pogajalsko moč ima** in višji del ustvarjene dodane vrednosti bo morda lahko pridobil (skozi pogajanja).

Ali torej značilnosti in organizacija delovne sile v podjetju neposredno vplivajo na njegovo odločitev o zadolževanju? Na podlagi svojih izkušenj sem mnenja, da povezava ni neposredno vzročno posledična,

temveč le posredna. Za pojasnilo si moramo na kratko pogledati delovanje vzvodja v podjetju.

Delovanje vzvodja v podjetju

Ena temeljnih značilnosti poslovanja podjetja je dejstvo, da se različne vrste stroškov obnašajo različno glede na obseg poslovanja. Nekateri se z večjim obsegom poslovanja povečujejo bolj sorazmerno kot drugi. V skrajnem primeru so nekateri (na določenem razponu obsega poslovanja) popolnoma nespremenljivi (fiksni), nekateri pa popolnoma spremenljivi (variabilni). Točko obsega poslovanja, pri kateri podjetje z ustvarjenimi prihodki od prodaje pokrije vse nespremenljive in spremenljive stroške, imenujemo **točka preloma oziroma prag rentabilnosti** (ang. »Breakeven point«). Od te točke naprej pri povečevanju obsega poslovanja podjetje ustvari dobiček in zaradi tega, ker je del stroškov nespremenljive narave (in so do te točke že pokriti), dobiček narašča relativno hitreje kot prihodki. Temu fenomenu pravimo vzvodje.

Vzvodje v podjetju ima dva dela, saj delujeta tako poslovni kot tudi finančni vzvod (Bergant, Manohin, 2018):

- **Poslovni vzvod** je odvisen od nespremenljivih in spremenljivih stroškov poslovanja (kot so stroški materiala,

⁴ Ta odstotek je najverjetneje celo višji, če bi upoštevali tudi nedenarne ugodnosti, ki imajo enako funkcijo nadomestitve tveganja nazaposlenosti, a vseeno za podjetje predstavljajo strošek.

⁵ Povečanje zadolženosti brez investiranja tako pridobljenega vira kvečjemu poveča likvidnost in s tem ustvari še večji pritisk sindikata za povečanje plač in drugih ugodnosti zaposlenih.

storitev in dela ter drugi) in govori o tem, za koliko bolj se spremeni dobiček iz poslovanja ob spremembi obsega poslovanja, merjeno s spremembo poslovnih prihodkov.

- **Finančni vzvod** je odvisen od nespremenljivih stroškov financiranja (kot so obresti iz naslova finančnih obveznosti, torej dolžniškega financiranja) in govori o tem, za koliko bolj se spremeni celotni dobiček ob spremembi dobička iz poslovanja.

Z drugimi besedami, na to, koliko bolj kot poslovni prihodki (obseg poslovanja) se bo povečal celotni dobiček, vplivata tako:

- narava poslovnih stroškov (več nespremenljivih poslovnih stroškov pomeni višji poslovni vzvod) v okviru poslovnega vzvoda, kot tudi
- zadolžitev podjetja (več nespremenljivih stroškov obresti pomeni višji finančni vzvod) v okviru finančnega vzvoda.

Celotni vzvod je zmnožek poslovnega iz finančnega vzvoda in nam kaže na višino tveganja poslovanja:

$$\begin{aligned} \text{Stopnja celotnega vzvoda} \\ &= \text{Stopnja poslovnega vzvoda} \\ &* \text{Stopnja finančnega vzvoda} \end{aligned}$$

Če torej podjetje noče spremeniti skupnega tveganja poslovanja v očeh javnosti (kar bi lahko poslabšalo njegovo boniteto, pogoje poslovanja, otežilo pridobivanje dodatnega financiranja in podobno), se na povečanje ene vrste vzvoda mora odzvati z zmanjšanjem druge vrste vzvoda. V tej povezavi lahko najdemo ključ do razlage **vpliva dejavnikov človeškega kapitala na strukturo financiranja**. Velja predvsem naslednja vzročna posledična povezava:

$$\begin{aligned} \uparrow \text{Stopnje poslovnega vzvoda} &\rightarrow \rightarrow \rightarrow \rightarrow \\ \downarrow \text{Stopnja finančnega vzvoda} & \end{aligned}$$

Tako na primer stroški, ki jih ima podjetje z zamenjavo zaposlenih, dodatno povečujejo nespremenljivost stroškov dela in s tem povečujejo poslovni vzvod, kar ustvarja dodatni pritisk na zmanjšanje finančnega vzvoda (zadolženosti). Naša razlaga z vzvodjem pojasnjuje tudi ugotovitve nekaterih raziskovalcev, da **bolj zadolžena podjetja v večji meri zaposlujejo za določen delovni čas, skrajšani delovni čas in sezonsko**, saj tovrstno ravnanje zmanjšuje

poslovni vzvod in je zato po drugi strani finančni vzvod lahko višji.

Dejavniki človeškega kapitala in zadolženost

Vsi dejavniki, ki so bili predstavljeni v začetnem delu prispevka, tako ali drugače vplivajo kot **omejevalni dejavniki**, ki prek povečanja nespremenljivosti stroškov povečujejo poslovni vzvod in s tem poslovno tveganje (zmanjšujejo tudi fleksibilnost podjetja). Na to se podjetja na daljši rok prilagodijo z **nižjo zadolženostjo** (nižjim finančnim vzvodom), da se celotno tveganje ne bi preveč povečalo. Zato tudi obstaja jasna regresijska povezava med predstavljenimi dejavniki človeškega kapitala in strukturo financiranja, in se del spremembe v stopnji zadolženosti dejansko da pripisati značilnostim teh dejavnikov.

Vendar, povezava ni neposredno vzročna posledična v smislu, da bi vodstvo podjetja namerno upoštevalo te dejavnike pri

stvo podjetja (čeprav podjetje ni neposredni lastnik in se njihova vrednost žal ne izkazuje v bilanci stanja podjetja).

Kot lahko vidimo iz številnih študij različnih avtorjev, ki jih je predstavil Matsa v svojem delu, se **povezave med značilnostmi človeškega kapitala v podjetju in kapitalno strukturo** (nekateri bolj izrazito, nekateri manj) kažejo v praksi. Vprašanje je, ali so vzročna posledična. Osebnostno menim, da neposredno ne. Pač pa odločitev o zadolževanju tudi prek delovanja poslovnega in finančnega vzvoda delno vpliva na percepcijo tveganja podjetja. Povezava, ki se nedvomno kaže tudi v praksi, je ta, da višja raven operativnega (poslovnega) tveganja zahteva bolj konzervativno politiko zadolževanja, da skupno tveganje poslovanja ne preseže kritične meje. Odločitev o zadolževanju je tako neposredno odvisna od poslovnega tveganja in ima z njim obratno sorazmerno povezavo. Na poslovno tveganje pa ima neposreden ali posreden vsaj

Podjetja z zaposlitveno pogodbo in z institutom strahu pred izgubo zaposlitve pridobijo izjemno moč vplivanja na življenje in sprejemanje odločitev zaposlenih, ki na trenutke močno spominja na sužnjelastniška razmerja iz preteklosti.

svojih odločitvah o nadaljnjem zadolževanju, temveč je **posredna** zaradi omejitve v skupnem tveganju, ki mu je podjetje (vodstvo in lastniki) pripravljeno biti izpostavljeno (t. i. apetit po tveganju).

Sodobni trendi s povečevanjem pomena informacijske tehnologije in pomena znanja **vpliv človeških dejavnikov na finančno strukturo še povečujejo**. Intelektualni kapital namreč postaja za sodobna podjetja vse pomembnejši, zaposleni pa se iz upravljalcev sredstev (še posebej v sodobnih visoko tehnoloških panogah) v vse večji meri uveljavljajo kot **dragocena sredstva za podjetje**. Tveganje njihove izgube za podjetje⁶ povečuje poslovno tveganje, kar ustvarja pritisk na zmanjšanje finančnega tveganja (zadolženosti).

Sklep

Sredstva in delovna sila se nedvomno močno razlikujejo. Imajo pa tudi veliko skupnega. Tudi delovno silo je potrebno financirati (ob pridobitvi in kasneje ob delovanju) in predstavlja **na nek način sred-**

delni vpliv tudi večina dejavnikov v zvezi z delovno silo, ki so bili predstavljeni v prispevku.

Ne nazadnje pa velja tudi, da odločitev o strukturi financiranja **povratno vpliva na delovno silo** (tako v podjetju kot na trgu delovne sile), kar ima v določeni meri lahko vpliv na poslovanje, na poslovni vzvod in prek tega tudi na odločitev o financiranju. Tako se zdi, da je s tem krog na nek način sklenjen.

Literatura:

Bergant, Živko (2013). *Analiza poslovanja od teorije do prakse*. Ljubljana: Inštitut za poslovodno računovodstvo pri Visoki šoli za računovodstvo in finance.

Bergant, Ž. in Manohin I. (2018). *Priročnik za analizo poslovanja*. Ljubljana: Inštitut za poslovodno računovodstvo pri Visoki šoli za računovodstvo in finance.

Baghai R.P., Silva R.C., Theil V., Vig V. (2016): *Talent in Distressed Firms: Labor Fragility and Capital Structure*. Stockholm School of Economics.

Caggese A., Cunat V., Metzger D. (2018). *Firing the wrong workers: Financing constraints and labor misallocation*. Journal of Financial Economics.

Matsa David A. (2018). *Capital structure and a firm's workforce*. Pridobljeno 1. 7. 2020 s spletne strani: <http://www.nber.org/papers/w25125>.

⁶ V takšnih podjetjih je večje tveganje prekinitve zaposlitve namesto na strani zaposlenega na strani podjetja (in s tem višja pogajalska moč na strani zaposlenih)