

**UČINKOVITOST,  
USPEŠNOST IN  
FINANCIRANJE PODJETJA**

doc. dr. Boštjan Aver

Februar 2012

**UVOD**

Finančne odločitve in  
investicijske odločitve

- Podjetje se mora ukvarjati s finančnimi odločitvami (pasiva) in investicijskimi odločitvami (investicijske odločitve).
- Vloga finančnega direktorja v podjetju.

Finančne/investicijske odločitve

Investicijske odločitve AKTIVA	Finančne odločitve PASIVA
GIBLJIVA SREDSTVA (denar, kratkoročne fin. naložbe, terjatve do kupcev, zaloge)	KRATKOROČNE OBVEZNOSTI (obveznosti do dobaviteljev, kratkoročni krediti)
STALNA SREDSTVA (zgradbe, zemljišča)	DOLGOROČNE OBVEZN. (dolgoročni krediti, obveznice)
NEOPREDMETENA SREDSTVA ( " dobro ime " )	LASTNIŠKI KAPITAL (prednostne delnice, navadne delnice)

## Vprašanje

- Zakaj naj bi bili kratkoročni viri financiranja usklajeni z gibljivimi sredstvi in dolgoročni viri financiranja z dolgoročnimi sredstvi?
- Če niso ali je prisotno kakšno tveganje?

## Odnos lastnik vs direktor podjetja (problem principala in agenta)

- Večinoma lastnik podjetja ni hkrati tudi direktor (manager) podjetja.
- Kadar nekdo, ki ni lastnik podjetja upravlja podjetje v imenu lastnika - govorimo o agentskem odnosu.
- V povezavi z odnosom lastnik-direktor govorimo tudi o problemu agenta oziroma agentskih stroških (interesi lastnikov in managerjev niso usklajeni).

## Interes lastnikov vs. interes managerjev oziroma agentov

- Interesi lastnikov:
  - Maksimizacija vrednosti podjetja oziroma vrednosti delnice.
- Interesi managerjev:
  - Maksimizacija lastnih koristi (npr. nakup dragih avtomobilov, sprejemanje neoptimalnih poslovnih odločitev, ki povečujejo njihovo korist, ne pa korist podjetja).
- Posledica neuskladenosti interesov agent-lastnik so agentski stroški (neoptimalne odločitve vodijo do nižje vrednosti podjetja oziroma povzročajo stroške nadzora).
- Rešitev?

## Rešitev problema agent-lastnik

- Motivacijska shema (izplačilo managementu vezano na dobiček oziroma poslovanje podjetja).
- Grožnja z odpustitvijo (odpustitev slab signal za njegovo nadaljnjo kariero).
- Grožnja prevzema (slabo vodenje niža ceno delnice, zaradi česar prevzem bolj verjeten, s tem pa tudi delovno mesto managementa).

### Problem agenta v odnosu lastniki - upniki

- Kje je problem v odnosu lastnik – upnik?
- Asimetrija koristi lastnik – upnik.
- Upniki oziroma posojilodajalci imajo terjatev do dela poslovnega rezultata podjetja, ki je določen vnaprej (obrestne mera). V primeru izgube oziroma bankrota podjetja, izgubijo tudi sami.
- Lastnik na drugi strani želi čim bolj dobičkonosne in velikokrat tudi tvegane odločitve, ki poleg dobička povečujejo tudi tveganje izgube.
- Problem = pri večjem tveganju je možnost izgube za upnike višja, ne sodelujejo pa pri višji dobičkih?!

### Problem lastnik - upnik

- Do tega problema prihaja, če lastniki po odobritvi kredita spremenijo investicijsko politiko in sprejemajo bolj tvegane odločitve.
- Ali pa spremenijo strukturo kapitala (npr. z dolgom odkupijo del kapitala-delnice).
- Do tega problema večinoma ne prihaja, ker:
  - Pogodbe med upniki in lastniki vsebujejo omejitvene člene (kaj lahko naredi lastnik z denarjem).
  - Poslovna etika in ugled (podjetje izgubi možnost pridobivanja nadaljnjih kreditov).

### Organizacijske oblike podjetij

- Samostojni podjetnik (majhne zahteve za ustanovitev podjetja, plačuje dohodnino, težko pridobi dodatni kapital, neomejena odgovornost, ni prenosljivosti).
- D.O.O. (osnovni kapital nizek, dvojno obdavčevanje-podjetje in družbeniki, lažje do kreditov, omejena odgovornost, življenjska doba neomejena).
- D.D. (največ zakonske regulative, organi družbe, poročanje itn., dvojno obdavčevanje, izdaja delnic, obveznic ali krediti, lastniki niso odgovorni za poslovanje družbe, prenos lastništva je hiter (borza)).

### Davki in prispevki

- Davek od dobička pravnih oseb (d.o.o in d.d. plačujeta davek; olajšave).
- Davek na dodano vrednost.
- Prispevki za socialno varnost:
  - pokojninsko in invalidsko zavarovanje
  - zdravstveno zavarovanje
  - brezposelnost
  - porodniško varstvo
- Dohodnina (s.p.).

## I. SREDSTVA PODJETJA (brez gibljivih, opredmetenih in neopredmetenih sredstev):

### Tveganje in donosnost finančnih naložb podjetja

#### Uvod

- Dividendna metoda ni edina in še zdaleč optimalna za vrednotenje donosov oziroma cene delnice ali naložbe.
- Investitorji si jasno želijo čim višjih donosov oziroma donosnosti, vendar pa to ni edini kriterij, saj ponavadi vsi varčujemo ali vlagamo z namenom (za npr. pokojnine, šolanje otrok, socialno varnost itn.).
- Kateri so torej dejavniki, ki jih upoštevamo?

#### Razlika donos vs. donosnost

- Razlika med pojmom donos in donosnost
- Donos – absolutni znesek zaslužka od naložbe
- Donosnost – donos / vložek
- Poleg donosnosti ali donosa nas zanima seveda še tveganje
- Ponazorimo s primerom

#### Primer naklonjenosti tveganju

- Na voljo imate dve naložbi:
  - Naložba 1: za vložek 100 EUR lahko na koncu leta dobite 160% z verjetnostjo 0,5 (torej imate 260 EUR) ali pa ostanete brez vsega -100%, prav tako z verjetnostjo 0,5.
  - Naložba 2: za vloženi denar dobite na koncu leta zagotovljenih (z državno garancijo) 30% donosa, torej 1,3 EUR na vsak vloženi evro.
- Za katero naložbo bi se odločili?

## Tveganje in donosnost naložbe

- Katera naložba je bolj donosna?
- Katera je bolj tvegana?
- S čim merimo tveganje?
- Tveganje opredelimo kot možnost, da je donos naložbe drugačen od predvidenega.
- Ena bolj uporabljenih mer je standardni odklon ali varianca:

$$Var = \int_{r=-\infty}^{\infty} (r - \bar{r})^2 dF(r) = \frac{1}{n} \sum_{k=1}^n (r_k - \bar{r})^2$$

## Tipi investorjev

- Ljubitelji tveganja – večje tveganje, rajši se odločijo (izbere prvo naložbo).
- Nevtralni – se odločajo samo na podlagi pričakovanega donosa.
- Tveganju nenaklonjeni investitorji – med dvema enako donosnima naložbama izberejo manj tvegano (torej naložbo 2 v prejšnjem primeru).

## CAPM model – uporaben pri investiranju podjetja

- CAPM model predpostavlja, da vsi investitorji držijo kombinacijo popolnoma razpršenega t.i. tržnega portfelja in netvegane naložbe (npr. denarja na banki ali državne obveznice, ki ima vnaprej določen netvegan donos).
- Zakaj pa naj bi bilo temu tako?

## Kaj je sploh to tržni portfelj?

- Tržni portfelj je kombinacija oziroma naložba v vse delnice na trgu, kjer kupimo npr. določen delež Leka (20%), Krke (10%), Telekomu (8%) itn., in sicer v takih razmerjih kot imajo delnice tržne vrednosti. Večja podjetja (z višjo tržno vrednostjo) bodo vključena v večjem deležu. Npr.: v tržnem portfelju bo imel investitor več delnic Mercatorja kot pa Juteksa.

### Odločanje investorjev-primer

- Predpostavite, da ima podjetje na voljo dve naložbi, naložbo 1 in naložbo 2.
- Naložba 1 ima pričakovan donos  $r=10\%$  in  $\sigma=20\%$ , druga naložba pa  $r=9\%$  in  $\sigma=20\%$ .
- Za katero naložbo bi se odločili?
- Vsak racionalen investor bi izbral prvo naložbo, saj ima višji donos  $r$  in enako tveganje  $\sigma$ . Verjetnost, da končate pod želenim donosom (npr. 2 ali 3% ali katerikoli donos) je v prvem primeru vedno nižja.
- Pričakovani razvoj dogodkov je za podjetje v 1 primeru vedno bolj ugoden.
- **Investitorji imajo raje večji (donos) pri enakem tveganju kot manjši (donos).**

### Kaj se dogaja pri razprševanju premoženja podjetja?

- Kot kaže slika, več delnic kot vključimo v portfelj podjetja, manjše je tveganje podjetja. **Zakaj?**

### Primer zmanjševanja tveganja naložb podjetja

- Kaj se zgodi, ko k premoženju dodamo nove in nove delnice?
- Vzemimo, da imamo samo eno delnico (delnico A), katere donos je  $r=13\%$  in  $\sigma=30\%$ .
- Kaj se zgodi, če dodamo delnico drugega podjetja (B), ki ima enak donos  $r=13\%$  in enako tveganje  $\sigma=30\%$ ?
- Recimo, da sta delnici v portfelju v razmerju 50%, 50%.
- Pričakovani donos ostane enak  $r_p=0,5*13\% + 0,5*13\%=13\%$ .
- Kaj pa tveganje portfelja? Ali se delnice gibljeta enako. Npr., ko pade vrednost ene ali pade tudi vrednost druge?
- To je odvisno od korelacije  $\rho$ , ki nam pove kako "močno sta soodvisni" delnici (njuno gibanje) oziroma donosi.

### Primer gibanj delnic glede na korelacijo

### CAPM model - optimalna kombinacija

- CAPM model predpostavlja, da investitorji zahtevan donos na naložbo določajo prek tveganja, ki ga prinese posamezna naložba ali delnica k celotnemu portfelju
- Zakaj?
- Moč je pokazati, da je kombinacija tržnega portfelja in netvegane naložbe bolj donosna pri enakem tveganju od katerekoli druge naložbe (odločanje investitorjev).

### CAPM model - nadaljevanje

- Ker je za podjetje optimalno držati popolnoma razpršeno naložbo, ki vsebuje le sistematično tveganje, je pri oceni tveganja delnice pomembno le sistematično tveganje, ki ga le ta nosi.
- Prispevek delnice k tveganju tržnega portfelja podjetja je enak  $\beta$ .

### CAPM model

- Tako je zahtevan donos delnice enak:  

$$R_i = R_f + \beta(R_m - R_f)$$
- V kolikor poznamo beto, ki je navedena, lahko izračunamo zahtevano donosnost.
- <http://www.bloomberg.com/>

## Investicijske odločitve podjetja - PROJEKTI

## Povzetek

- Kako ocenimo ustrezne denarne tokove iz investicije in kako določimo oziroma izmerimo donosnost posameznega projekta oziroma s katerimi merami izbiramo med posameznimi projekti podjetja.
- Poglejmo si najprej nekatere najbolj uveljavljene mere, s katerimi razvrščamo projekte, ki jih želi podjetje izvesti.

## Vprašanje

- Ko računamo uteži, ki jo ima v WACC (povprečni tehtani stroški kapitala) posamezen kapitalski vir, kaj vzamemo tržne ali knjigovodske vrednosti?
- Odgovor: Tržne, saj je razmerje med kapitalom določeno na podlagi tržnih vrednosti. Vrednost lastniškega kapitala namreč ni enaka knjigovodski vrednosti oziroma tržni, saj je donos, ki ga želijo lastniki, enak tržnemu donosu\* (tržni) vrednosti lastniškega kapitala.

## Merjenje ustreznosti projektov

- Pri izbiri projekta ali izbiri med projekti potrebujemo merilo, s katerim lahko presodimo ali bomo investirali v projekt ter če jih imamo več, kateri od projektov so bolj in kateri manj primerni.
- V literaturi poznamo več meril, ki nam to omogočajo.
- Poglejmo si najbolj uveljavljene.

## Doba povračila

- Doba povračila nam pove koliko časa potrebujemo za povrnitev investicije, če ne upoštevamo časovne vrednosti denarja.
- Poglejmo si primer:
 

$$\begin{array}{cccc} -180 & 100 & 100 & 0 \\ | & | & | & | \\ \hline 0 & 1 & 2 & 3 \end{array}$$
- Doba povračila je v tem primeru 1,8 leta.



### NSV – neto sedanja vrednost

- Prejšnji kriterij ni ustrezen, saj ne upošteva, da ima kapital svoj strošek in da moramo vsako leto zagotoviti ustrezen donos kreditorjem in lastnikom podjetja.
- Dano pomanjkljivost lahko odpravimo, če upoštevamo vrednost denarja v času, oziroma če denarne prilive iz investicije v prihodnosti diskontramo v sedanji čas.
- Katero diskontno stopnjo pa uporabimo?

### NSV – neto sedanja vrednost

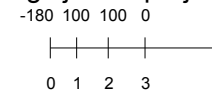
- Strošek investicije korektno vzamemo v obzir, če vse prilive iz investicije diskontiramo z WACC na leto nič (SV prilivov) in primerjamo le-te z začetnim odlivom oziroma vrednostjo investicije v tistem letu (letu nič).
- V kolikor so diskontirani prilivi višji od odlivom (če  $NSV > 0$ ) projekt sprejmemo, v nasprotnem primeru ga zavrnemo.
- Ali ima NSV kakšno pomanjkljivost?

### NSV pomanjkljivost

- NSV je absolutna mera in kot taka ne pove direktno koliko nad stroški kapitala bo dana investicija povečala premoženje lastnikov.
- Če bi gledali le NSV bi se vedno odločili le za projekt z višjo NSV, kar ima svoje pomanjkljivosti.
- Projekt z NSV 2 mio EUR in investicijo 1 mld. EUR je manj privlačen od projekta z investicijo 10 mio EUR in NSV 1,5 mio EUR.

### IRR – notranja stopnja donosa

- Kriterij, ki je relativen in ne absoluten, je IRR (interna stopnja donosnosti).
- IRR nam pove, pri kateri diskontni stopnji je sedanja vrednost prilivov enaka odlivom investicije.
- Poglejmo si prejšnji primer; izračun IRR:

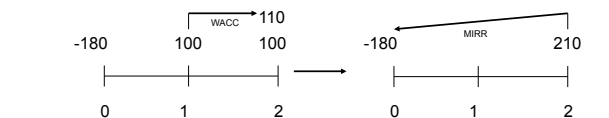


## IRR

- Kdaj projekt sprejmemo po kriteriju IRR?
- Vemo, da so stroški oziroma donos, ki ga zahtevajo lastniki in kreditorji enak WACC.
- V primeru, ko je  $IRR > WACC$  projekt sprejmemo, saj takrat lastnikom zagotavljamo višji donos od zahtevanega (ostalim pa zahtevan donos).
- Pomanjkljivosti IRR? Implicitno predpostavlja, da prilive reinvestiramo po IRR.

## MIRR (modificirana interna stopnja donosnosti)

- MIRR je kriterij, ki v veliki meri odpravlja pomanjkljivosti kriterijev IRR in NSV.
- Po kriteriju MIRR predpostavimo, da se prilivi obrestujejo z WACC. Diskontna stopnja, ki izenači sedanjo vrednost izdatkov s končno vrednostjo prilivov je MIRR.



## Ocenjevanje denarnih tokov investicije/projekta podjetja

## Uvod

- Kot smo omenili v prejšnjem poglavju si bomo pogledali, kako ocenimo denarne prilive in odlive investicije podjetja.
- Pri ocenjevanju prilivov in odlivov investicije izhajamo iz relevantnih denarnih tokov (računovodske postavke niso vedno tudi denarni tokovi).
- Poleg tega upoštevamo inkrementalne oziroma dodatne denarne tokove, torej tiste, ki nastanejo kot posledica investicije.

### Ocena denarnih tokov: posebnosti

- Nepovratni stroški (strošek, ki je že bil, ne upoštevamo).
- Oportunitetni stroški (npr. zmanjšanje prihodkov obstoječih projektov na račun novega projekta).
- Eksternalije (±učinki na denarne tokove ostalih projektov).
- Stroški prevoza in montaže (lahko vključimo v vrednost sredstev in imamo višjo amortizacijo).
- Spremembe v obratnem kapitalu (npr. več zalog zaradi razširitve poslovanja).
- Obresti (jih ne upoštevamo); Kje pa jih?

### Ocena denarnega toka

- Ker pri stroških oziroma diskontni stopnji izhajamo iz WACC, ki je strošek tako kreditorjev in lastnikov vseh, ki prispevajo kapital.
- Torej je treba pri oceni relevantnih denarnih tokov upoštevati ves denarni tok, ki je na voljo vsem investitorjem.
- Denarni tok, ki je na voljo investitorjem oziroma t.i. prosti denarni tok izračunamo na naslednji način:

### Prosti denarni tok

- Prosti denarni tok (FCF) je tok denarja namenjen investitorjem potem, ko je podjetje prilagodilo višino obratnega kapitala in stalnih sredstev potrebam projekta.
- $FCF = NOPAT$  - Neto investicija v obratni kapital, pri čemer je NOPAT enak:
  - $NOPAT = EBIT(1-T)$ ; T davčna stopnja
  - EBIT = dobiček iz poslovanja (pred obdavčitvijo in obrestmi)

### Primer izračuna denarnih tokov

- Podjetje želi investirati v projekt peke krofov.
- Za ta namen želi kupiti peči vredne 90 mio EUR, katere montaža in prevoz staneta dodatnih 10 mio EUR (stroji se amortizirajo enakomerno v 3 letih).
- V podjetju ocenjujejo, da bodo za čas projekta (3 leta) prihodki podjetja narasli za 90 mio EUR, stroški pa za 40 mio EUR.
- Poleg tega bo podjetje za potrebe proizvodnje krofov moralo povečati zaloge surovin za 10 mio EUR.

## Hipotetični primer

(predpostavka konstantnega T = 25%, zakonsko nižji po letih)

leto	2010	2011	2012	2013
<b>Investicija</b>				
stroj za peko	90			
montaža in prevoz	10			
sprememba obratnega kapitala	10			
<b>začetna investicija</b>	<b>110</b>			
<b>Denarni tok iz poslovanja</b>				
prihodki		90	90	90
stroški		40	40	40
amortizacija (33%)		33	33	33
dobiček iz poslovanja		17	17	17
davek na dobiček iz posl (25%)		4,25	4,25	4,25
dobiček iz poslovanja po davih-NOPAT		12,75	12,75	12,75
amortizacija		33	33	33
<b>Denarni tok iz poslovanja</b>		<b>45,75</b>	<b>45,75</b>	<b>45,75</b>
<b>Dodatni denarni tok ob zaključku projekta</b>				
končna vrednost opreme				0
sprememba obratnega kapitala				20
Dodatni denarni tok ob zaključku projekta				10
<b>Skupni denarni tokovi</b>	<b>-110</b>	<b>45,75</b>	<b>45,75</b>	<b>55,75</b>

## Izračun primer – nadaljevanje

- Na podlagi ocen denarnih tokov lahko izračunamo vrednosti mer (NSV, IRR, MIRR)

Skupni denarni tokovi		-110	45,75	45,75	55,75
WACC	10%				
NSV	11,29 EUR				
IRR	16%				
MIRR	14%				

## Analiza nadomestitvenih projektov

- V tem primeru nov projekt (npr. stroj) nadomesti obstoječega-starega, ki pa je lahko še vedno uporaben.
- Logika je enaka kot prej, s tem, da moramo paziti, kaj so dodatni denarni tokovi.
- S tem ko namreč nadomestimo staro opremo, izgubimo tudi star denarni tok in s tem povezane prilive in odlive, ki jih je le ta general.
- Tako je treba upoštevati spremembo amortizacije (ne samo novo amortizacijo) spremembo prihodkov, vrednost stare opreme itn.

## Primerjava projektov podjetja z neenako življenjsko dobo

- Velikokrat se v podjetju soočimo s tem, da moramo izbirati med dvema izključujočima projektoma (npr. nakup stroja proizvajalca A ali B).
- Pri tem ponavadi projekta (npr. stroja) nimata enake življenjske dobe.
- Kako postopamo v tem primeru, oziroma kako primerjamo projekta?
- Dve možnosti: metoda nadomestitvene verige ali pa metoda enakovrednih anuitet.

## Nadomestitvena veriga

- V tem primeru, najdemo skupni imenovalec za življenjske dobe projektov (npr. 2 letni in 3 letni imata 6 let, kot skupni imenovalec). 2 letni projekt ponovimo 3x, 3 letni pa 2x. Tako dobimo za **ENAKO** obdobje (6 let) denarne tokove pri obeh projektih.
- Te denarne tokove diskontiramo z WACC.
- Izberemo projekt, ki ima višjo NSV.
- **Če tega ne bi upoštevali bi zanemarili, da krajši projekt lahko ponovimo v obdobju do izteka daljšega, kar ima pozitivno vrednost.**

## Metoda enakovrednih anuitet

- Namesto ponavljanja projektov oziroma iskanja skupnega imenovalca, izračunamo NSV za oba projekta (npr. za 2 letnega in 3 letnega, glede na ocene denarnih tokov).
- Na podlagi tako pridobljene NSV izračunamo (pri danem WACC), kakšen pozitiven letni denarni tok (anuiteta) predstavlja izračunana NSV.
- V primeru 2 letnega projekta tako dobimo 2 anuiteti v zaporednih letih, v primeru 3 letnega pa 3x anuiteto
- Izberemo projekt, ki ima višjo letno anuiteto.

## II. VIRI SREDSTEV PODJETJA: Stroški kapitala podjetja (WACC)

## Uvod

- Ena temeljnih odločitev v podjetju je odločitev o sprejetju ali zavrnitvi novih potencialnih projektov.
- Če želimo podati oceno o sprejemljivosti projekta, potrebujemo na eni strani oceniti, koliko kapitala bomo potrebovali za investicijo in kakšni bodo s tem povezani stroški in le te primerjati z donosi same investicije podjetja.
- V kolikor je donos investicije višji od stroškov kapitala, ki ga potrebujemo za investicijo, projekt sprejmemo, drugače ne.
- Poglejmo, kako ocenjujemo stroške kapitala podjetja.

### Predpostavke pri ocenjevanju stroškov kapitala podjetja

- Če želimo izračunati stroške investicije (oziroma kapitala, ki ga potrebujemo), potrebujemo vedeti razmerje med posameznimi viri kapitala, katere bomo uporabili pri investiciji podjetja.
- Pri tem ponavadi izhajamo iz predpostavke, da podjetje pri pridobivanju kapitala sledi obstoječi strukturi kapitala.
- Npr.: če ima podjetje 50% lastniškega, 50% dolžniškega kapitala, bo temu razmerju sledilo tudi pri financiranju novega projekta-investicije.
- Ponavadi tudi velja, da se podjetje odloča za take investicije, ki so podobno tvegane kot obstoječe poslovanje podjetja.

### Vrste kapitala podjetja

- Poznamo več vrst kapitala, ki se razlikujejo po stroških oziroma donosnosti.
- Najcenejši je ponavadi dolžniški kapital (kredit na banki, izdaja obveznic podjetja).
- Cenejše kot lastniški kapital so prednostne delnice (s pravnega vidika spadajo te v lastniški kapital, po obliki participacije v dobičku pa so bolj podobne obveznicam).
- Najdražji pa je lastniški kapital. Zakaj?

### Ocenjevanje stroškov kapitala podjetja

- Ko ocenjujemo donos investicije in stroške kapitala, ocenjujemo obe postavki bodisi pred ali po davkih. Klasičen pristop je ocenjevanje po davkih.
- Pri tem pa nastane problem, saj so stroški dolga (obresti v banki) odbitna postavka od davčne osnove in zato strošek po davkih ni enak kot pa pred davki (torej obrestim, ki jih plačujemo).
- Po drugi strani pa je dobiček lastnikov po davkih zaradi česar je tudi strošek delnic (zahtevana donosnost lastnikov) naveden po davkih.
- Kako postaviti obe postavki na enako osnovno, oziroma kako izračunati strošek dolga po davkih.

### Strošek dolga po davkih

- Vzemimo, da ima kredit na banki 6% obrestno mero in da je davek od dobička 25%. Kako določimo strošek dolga po davkih?
- Primer: Vzemimo, da je dobiček 100 enot, kreditna anuiteta (na kredit = 1.000) pa 60 enot.
- Koliko smo torej efektivno plačali strošek kredita po davkih?
- 1. Če bi ne imeli kredita, bi imeli na koncu dobička 75 enot.
- 2. S kreditom imamo dobička pred davki 40 in po davkih 30.
- 3. Strošek kredita po davkih je  $75 - 30 = 45$  in ne 60
- Strošek kred. po davkih je torej  $r_d \cdot (1 - T)$ ; T davki

### Strošek prednostnih delnic (p.d.)

- Prednostnih delnic je več vrst, ponavadi pa imajo lastniki vnaprej določeno fiksno dividendo  $D_{ps}$ .
- S prednostnimi delnicami se trguje tako kot z navadnimi delnicami in njihova cena se vzpostavi na trgu.
- Če je tržna cena p.d.  $P$  in dividenda  $D_{ps}$  je strošek oziroma donos na prednostne delnice enak  $r_{ps} = \text{DIV}/P$ .
- V primeru, ko moramo za pridobitev novega kapitala izdati nove prednostne delnice, moramo pri strošku kapitala upoštevati tudi stroške izdaje fl. V tem primeru je strošek p.d. enak  $r_{ps} = \text{DIV}/(P - fl)$ .

### Strošek lastniškega kapitala (l.k.)

- Ponavadi je strošek lastniškega kapitala managementu podjetja dobro poznan.
- V kolikor pa ga želimo oceniti, imamo zato na voljo več metod:
  - dividendna metoda
  - metoda premije za tveganje
  - CAPM
- Pri tem pa moramo paziti ali podjetje pridobi kapital iz zadržanih dobičkov ali z izdajo novih delnic.

### Strošek zadržanih dobičkov

- Dividenda metoda:
  - $r_s = (\text{Div} * (1 + g)) / P + g$
- Metoda premije za tveganje:
  - $r_s = r_f + rp$ ; premija za tveganje v %
- CAPM model, če poznamo  $\beta$ :
  - $r_s = r_f + \beta(r_m - r_f)$
- Pri novo-izdanih delnicah upoštevamo še stroške izdaje fl.

### WACC - celoten strošek kapitala podjetja

- Sedaj, ko poznamo strošek posameznega vira kapitala lahko določimo tudi tehtan strošek kapitala – WACC.
- Ta nam pove, kakšno donosnost glede na strošek virov kapitala zahtevamo za celotno investicijo.
- $WACC = w_d * r_d * (1 - T) + w_s * r_s + w_{ps} * r_{ps}$ ; tu predstavljajo  $w_d, w_s, w_{ps}$  delež dolga, delnic in prednostnih delnic v kapitalu investicije.

### Primer

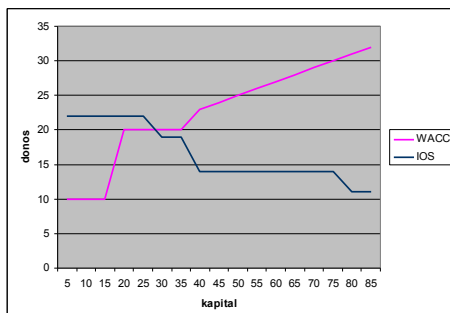
- Podjetje za investicijo potrebuje 100 mio EUR kapitala. Podjetje želi investicijo financirati z 30% dolga ( $r_d=6\%$ ), 40% zadržanih dobičkov in 30% z izdajo novih prednostnih delnic, katerih strošek izdaje je 2 EUR, dividenda na pred. delnico je 10 EUR, trenutno pa pred. delnica kotira pri ceni 102 EUR. Zahtevan donos lastnikov podjetja je 12%.
- $$WACC = 0,3 \cdot 6\% \cdot (1 - 0,25) + 0,4 \cdot 12\% + 0,3 \cdot 10 / (102 - 2) = 0,3 \cdot 4,50\% + 0,4 \cdot 12\% + 0,3 \cdot 10\% = 9,15\%$$

### Mejni stroški kapitala

- Pri pridobivanju kapitala, strošek za posamezne vire kapitala ni vseskozi konstanten. Tako npr. obrestna mera na 10 mio EUR kredita ni enaka kot pa na 100 mio EUR kredita, prav tako so zadržani dobički cenejši od izdaje novih delnic.
- Mejni strošek kapitala nam pove, kakšna je cena zadnjega pridobljenega evra kapitala.

### Primer: krivulja investicijskih možnosti

Primerja krivulje mejnih stroškov in pa krivulje investicijskih možnosti



## Optimalna struktura kapitala podjetja



## Uvod

- Zakaj naj bi struktura kapitala sploh imela vpliv na vrednost podjetja?
- Če želimo odgovoriti na gornje vprašanje, se moramo vprašati, kateri so tisti dejavniki, ki sploh vplivajo na vrednost podjetja oziroma jih upoštevajo investitorji pri svojih odločitvah?
- Kot smo omenili na zahtevan donos vpliva tveganje.
- Ali ima struktura kapitala kakšen vpliv na tveganje podjetja?

## Tveganja katerim je izpostavljeno podjetje

- Poslovno tveganje, je tveganje, ki je neodvisno od strukture kapitala podjetja. Sem štejemo negotovost glede nadaljnega povpraševanja, stroškov poslovanja, kot npr. cen energentov itn.
- Finančno tveganje. Poleg tveganja na katerega podjetje ali management nima vpliva, imamo tudi finančno tveganje, ki je odvisno od strukture kapitala. Tako je podjetje z večjim deležem dolga bolj tvegano tako za kreditorje kot lastnike.
- Vendar zakaj bi si kdo sploh želel imeti čim več dolga?

## Vpliv strukture kapitala podjetja

- Ker je dolg cenejši, podjetje z večjim deležem dolga (glede na lastniški kapital) zniža stroške financiranja in s tem poviša donos za lastnike.
- Na prvi pogled se sicer zdi, da je za podjetje optimalno, da ima samo dolg in 1 delnico, vendar temu ni tako. Zakaj?
- Z višanjem dolga se povečujeta tako zahtevan donos lastnikov lastniškega kapitala, kot obrestna mera kreditorjev. V obeh primerih seveda na račun večjega tveganja propada podjetja. Več dolga pomeni namreč višje obresti, nižje ali negativne dobičke in stečaj.

## Optimalna struktura kapitala podjetja

- Očitno je, da ima povečevanje dolga tako pozitivne kot negativne učinke. Več dolga namesto lastniškega kapitala poveča donos na kapital, vendar se s povečevanjem dolga povečuje tudi zahtevan donos na lastniški kapital in pa višina obresti.
- Prvo, povečevanje dolga dviguje ceno delnice (več dobička na delnico), drugo (večji zahtevan donos na lastniški kapital zaradi večjega tveganja pa jo zmanjšuje) pa zmanjšuje. Ali obstaja optimum (najvišja cena delnice) in kako ga določimo?

### Optimalna struktura kapitala podjetja

- Enostavno je moč pokazati, da je optimalna struktura kapitala v točki (pri tistem deležu dolga v celotnem kapitalu), kjer je WACC minimalen.
- Tam je cena delnice maksimalna in premoženje lastnikov podjetja je pri danem razmerju dolga in kapitala maksimalno.

### Optimalna struktura kapitala - primer

- Vzemimo podjetje, ki ima 4 mio EUR dobička pred obdavčitvijo in izplačilom obresti. Na trgu kotira 20.000 delnic.
- Trenutno podjetje nima dolga, analitiki pa so ocenili, da lahko kredit dobijo po obrestnih merah iz tabele (višina obresti se zvišuje s tveganjem oz. deležem dolga, ki ga ima podjetje v bilanci).
- Prav tako so ocenili, da se bo z dvigom dolga zahtevan donos lastnikov dvigoval, in sicer po stopnjah iz tabele.

### Optimalna struktura kapitala podjetja

- Pri izračunu uporabimo podatke EBIT=4 mio EUR, T=0,25, št. delnic 20.000

dolg (v mio)	kd	ke	Vrednost delnic	Vrednost firme	Pe (v000St)	D/V	WACC
0	0,00%	11,00%	27,27	27,27	1,36	0,00	11,00%
2	8,20%	11,30%	25,46	27,46	1,37	0,07	10,92%
4	8,40%	11,70%	23,49	27,49	1,37	0,15	10,91%
6	<b>8,60%</b>	<b>12,00%</b>	<b>21,78</b>	<b>27,78</b>	<b>1,39</b>	<b>0,22</b>	<b>10,80%</b>
8	9,00%	12,50%	19,68	27,68	1,38	0,29	10,84%
10	11,00%	13,20%	16,48	26,48	1,32	0,38	11,33%
12	12,00%	14,00%	13,71	25,71	1,29	0,47	11,67%
14	12,50%	15,50%	10,89	24,89	1,24	0,56	12,05%
16	13,00%	17,00%	8,47	24,47	1,22	0,65	12,26%
18	14,00%	19,00%	5,84	23,84	1,19	0,75	12,58%
EBIT			davek	št. delnic			
4			0,25	20000			

### Optimalna struktura kapitala – kvalitativni argumenti

- Poleg kvantitativnih argumentov na odločitev o optimalni višini dolga vplivajo:
  - višina in stabilnost dobička iz poslovanja (manj verjetno je, da podjetje vzame dolg, če EBIT ni stabilen);
  - likvidnost naložb (bolj kot so naložbe likvidne večji delež dolga si lahko privoščijo podjetja);
  - izguba nadzora (bolj kot se obstoječi delničarji bojijo izgube nadzora manj verjetno je, da bo podjetje nove projekte financiralo z enako strukturo kapitala).

## Politika dividend in financiranje podjetja z lastniškim kapitalom

### Politika dividend

- Višina dividend ima pomen z vidika delničarjev, saj ima management boljše informacije od lastnikov.
- Višina dividende zato predstavlja signal managementa lastnikom o stanju v podjetju.

### Vpliv dividend na ceno delnice podjetja

- Z vidika teorije naj bi dividende imele:
  - **pozitiven vpliv** (večje dividende signal o dobrih razmerah in prihodnjem poslovanju podjetja);
  - **negativen vpliv** (kapitalski dobički nižje obdavčeni kot dividende);
  - **nevtralen vpliv** (vlagatelji lahko izbirajo delnice tistih podjetij, ki imajo za njih ustrezno dividendno politiko. Ko je trg kapitala v ravnotežju, spreminjanje dividendne politike ne vpliva na ceno delnice).

### Dividendne politike podjetja v praksi

1. Politika preostalega dobička: razdeli se del dobička, za katerega ni moč zagotoviti donosa, ki ga zahtevajo lastniki.
2. Model enakomerno rastočih dividend:  $g = b \cdot ROE$ ;  $b$  delež zadržanega čistega dobička,  $g$  stopnja rasti dividend.
3. Politika enakega deleža izplačanega čistega dobička: (npr. 20% dobička) - ni v skladu s splošno prakso.
4. Model enakih rednih dividend z dodatnimi dividendami: nizka dividenda - normalno poslovanje, dodatna dividenda kot znak enkratnega dobrega poslovnega izida.

### Financiranje podjetja z lastniškim kapitalom

- Pravice navadnih delničarjev:
  - glasovalna pravica (nadzor, proxy);
  - pravica do prednostnega nakupa novih izdaj (onemogočena "razvodenitev");
  - pravica do preostale vrednosti podjetja ob prenehanju;
  - pravica prenosa lastništva.

### Sestavine navadnega lastniškega kapitala

- Osnovni kapital (nominalna vrednost zbranega lastniškega kapitala).
- Vplačani presežek kapitala (razlika ko podjetje za delnico dobi več kot znaša nominalna vrednost).
- Rezerve (za primer slabih gospodarskih razmer - kritje izgube).
- Preneseni čisti dobiček (gre v povečanje kapitala).

### Kapitalski trgi in transakcije

- Za investitorje zelo pomemben dejavnik likvidnost vrednostnih papirjev (lastništva).
- Zato so se ustanovili trgi, ki omogočajo prenos lastništva.
- Podjetja (d.d.), kotirajo na borzi (primarni trg) z namenom trgovanja z vrednostnimi papirji podjetja.
- Dokaj stroge zahteve za kotacijo na borzi (zagotavljanje stabilnosti institucije).

### Primarni in sekundarni trg

- Poleg prenosa lastništva na primarnem trgu, lahko prenos poteka tudi preko okenc (sekundarni trg). Tu se transakcija izvrši preko borznih trgovcev, ki kupujejo in prodajajo vrednostne papirje na zalogo.
- Pomembna funkcija primarnega trga je tudi primarna izdaja (novih delnic ali obveznic) in ne le prenos lastništva obstoječih vrednostnih papirjev.

Izdaja delnic - primer

- Podjetje namerava izdati 5.000 novih delnic. Delnice kotirajo po 100 EUR, investicijski bankir pa meni, da bodo lahko delnice prodali za 90 EUR.
- Kaj se zgodi v bilanci stanja podjetja?

obv./kapital		
Obveznosti do dobaviteljev	12.000	
Kratkoročni krediti	18.000	
Izdane obveznice	40.000	
Osnovni kapital (10.000)	100.000	
Preseni čisti dobiček	300.000	
SKUPAJ		470.000

Izdaja delnic - primer

- Na račun izdaje novih delnic se na desni strani bilance poveča osnovni kapital (nove delnice po nominalni ceni).
- In pa vplačani presežek VP (razlika med prodajno ceno in nominalno vrednostjo v osnovnem kapitalu):

obv./kapital		
Obveznosti do dobaviteljev	12.000	
Kratkoročni krediti	18.000	
Izdane obveznice	40.000	
Osnovni kapital (10.000)	150.000	
Preseni čisti dobiček	300.000	
Vplačani presežek	400.000	
SKUPAJ		920.000