

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

**MAGISTRSKO DELO
VREDNOST PODJETJA X KOT DEJAVNIK PREHODA V ODPRTO
DELNIŠKO DRUŽBO**

V LJUBLJANI, NOV. 2005

MILAN ŠTIBERNIK

IZJAVA

Študent/ka MILAN ŠTIBERNIK izjavljam, da sem avtor/ica tega magistrskega/specialističnega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom DOC. DR. SILVE DEŽELAN in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega/specialističnega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
1.1. Področje proučevanja	1
1.2. Namen in cilji magistrskega dela	2
1.3. Hipoteze in omejitve magistrskega dela	2
1.4. Uporabljene metode dela	3
1.5. Vsebinska zasnova dela.....	4
2. MOTIVI PREHODA V JAVNO DELNIŠKO DRUŽBO	5
2.1. Zmanjšanje stroškov kapitala	6
2.2. Teorija zaporednega financiranja	9
2.3. Izstop lastnikov iz podjetja.....	10
2.4. Priprava na prevzem drugih podjetij.....	11
2.5. Primerjava motivov prehoda na borzo	12
3. SODOBNI MODELI OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETIJ.....	14
3.1. Opredelitev vrednosti in namen vrednotenja	14
3.1.1. Vrednost podjetja	16
3.2. Determinante vrednosti	17
3.2.1. Pričakovana rast podjetja	18
3.2.2. Zahtevana oziroma pričakovana donosnost	19
3.2.2.1. Ocena zahtevane stopnje donosa s CAPM modelom.....	19
3.2.3. Tveganje naložb	22
3.2.4. Drugi dejavniki vrednosti podjetja.....	23
3.3. Tradicionalne in sodobne mere uspešnosti poslovanja.....	24
3.3.1. EVA kot mera uspešnosti podjetja	26
3.3.2. CFROI kot sodilo uspešnosti poslovanja podjetja	27
3.3.3. Model uravnoteženega merjenja in presojanja uspešnosti poslovanja podjetja.....	28
3.4. Model diskontiranih denarnih tokov.....	29
3.4.1. Opredelitev denarnega toka.....	29
3.4.2. ROIC kot sodilo uspešnosti poslovanja podjetja.....	31
3.4.3. Ocenjevanje končne vrednosti	32
3.4.4. Vrednotenje podjetja po modelu DCF	34
3.5. Ekonomska dodana vrednost	37
3.5.1. Poslovni stroški, katerih namen je ustvarjati koristi v prihodnosti	38
3.5.2. Vrednost podjetja z modelom EVA	39
3.5.3. EVA in vrednost podjetja: potencialni konflikti	41
3.6. Denarni tok od investicij.....	42
3.6.1. Vrednost podjetja z modelom CFROI.....	44
3.6.2. CFROI in vrednost podjetja: potencialni konflikti.....	46

4. OCENA VREDNOSTI PODJETJA X	47
4.1. Predstavitev Podjetja X	47
4.1.1. Proizvodni program in prodaja Podjetja X	48
4.2. Vrednost Podjetja X po modelu DCF	50
4.2.1. Analiza preteklega poslovanja	51
4.2.2. Napoved izkaza uspeha in balance stanja	55
4.2.3. Izračun povprečnega stroška kapitala podjetja	58
4.2.4. Ocena končne vrednosti Podjetja X v letu 2009	60
4.2.5. Vrednost podjetja z DCF modelom	61
4.3. Vrednost podjetja z modelom EVA.....	62
4.4. Vrednost podjetja z modelom CFROI	63
4.5. Primerjava vrednosti Podjetja X po različnih metodah vrednotenja.....	67
5. PODCENJENOST DELNIC	68
5.1. Asimetričnost informacij med investicijsko banko in izdajateljem delnic	68
5.2. Asimetričnost informacij med bolj in manj obveščenimi investitorji	69
5.3. Zmanjševanje tveganja.....	70
5.4. Zavarovanje pred možnimi bodočimi spori z investitorji	70
5.5. Učinek domin.....	71
5.6. Teorija monopola	73
5.7. Ocena vrednosti delnice Podjetja X pri prvi javni izdaji delnic.....	74
6. ČAS PREHODA NA BORZO	75
6.1. Možnosti za ugodno ceno delnice podjetja	75
6.2. Stanje na trgu kapitala	77
6.3. Pomanjkanje kapitala za financiranje rasti	79
6.4. Asimetričnost informacij.....	79
6.5. Optimizem investitorjev	80
6.6. Primerjava teorij in njihova primernost za Podjetje X.....	80
6.7. Argumenti proti kotaciji na borzi.....	81
7. SKLEP	82
LITERATURA	85
VIRI	89
SLOVAR TUJIH IZRAZOV	
PRILOGA	

1. UVOD

1.1. PODROČJE PROUČEVANJA

Vsako podjetje se v fazi razvoja sooči s strateškim vprašanjem nadaljnje rasti. Ta faza nastopi v trenutku, ko podjetje želene rasti ne more več financirati z lastnimi sredstvi in hkrati izčrpa vse možnosti za pridobitev bančnih kreditov. V bistvu gre za vprašanje nadaljnjega financiranja poslovanja podjetja z dolgoročnimi viri. Tipično uspešno in rastoče podjetje, ki deluje v razvitih tržnih gospodarstvih, gre glede na način dolgoročnega financiranja poslovanja podjetja skozi pet faz (Podjetnik, 10/1999, str. 58-62). Prva faza je lastniško financiranje iz osebnih finančnih virov podjetnika. Druga faza predstavlja dolžniško (kredit) in lastniško financiranje iz tekoče ustvarjenih finančnih presežkov podjetja (notranje lastniško financiranje). V tretji fazi se podjetja dodatno zunanje lastniško financirajo (npr. sorodniki, znanci, poslovni partnerji itd.). Četrta faza vključuje zunanje lastniško financiranje z zbiranjem tveganega kapitala (ang. venture capital) ter posebne metode zbiranja dodatnega lastniškega kapitala (direktna javna ponudba delnic-ang. direct public offering, prosta ponudba delnic-ang. exempt offering, prodaja delnic preko interneta, itd.). In šele zadnja, peta faza v procesu financiranja podjetij vključuje prvo javno ponudbo delnic (ang. initial public offering, IPO).

Uvrstitev delnic podjetja na borzo oziroma organiziran trg kapitala je lahko šele zadnja stopnica v procesu dolgoročnega financiranja podjetja, ki jo dosežejo le podjetja, ki uspešno opravijo prvo javno ponudbo delnic. To so v večini primerov podjetja, ki so uspešno prebrodila prve štiri faze financiranja podjetja.

Da pa bi podjetja uspešno izvedla prvo javno izdajo delnic ter tako dosegla zadnjo stopnico v fazi dolgoročnega financiranja, morajo temeljito oceniti dejavnike prehoda na organiziran trg kapitala. Najpomembnejši dejavniki prehoda so: motiv prehoda, vrednost podjetja, podcenjenost delnic, čas prehoda in razlogi proti prehodu. Če podjetje temeljito oceni omenjene dejavnike, bo lahko s prvo javno izdajo iztržilo najvišjo možno ceno za delnice ter s tem zbralo potrebna finančna sredstva za financiranje rasti podjetja.

Kakšno vrednost bo podjetje doseglo na trgu, se da ugotoviti z izračunom po eni izmed znanih metod vrednotenja. Vrednost podjetja je določena z diskontiranimi denarnimi tokovi v podjetje, ustvarja pa se samo tedaj, ko so donosi na investirani kapital večji, kot so bili stroški pridobivanja kapitala. Spoznanje, kako trg kapitala vrednoti podjetje, je samo prvi korak k povečevanju vrednosti podjetja in vrednosti za lastnika. Bistvena korist sodobnih finančnih konceptov je, da omogočajo vodenje podjetja tako, da se njegova vrednost povečuje in nadomešča tradicionalno računovodsko presojanje uspešnosti poslovanja podjetja. Za ocenjevanje potencialne vrednosti podjetja na trgu lahko uporabimo sodobne koncepte vrednotenja podjetij, med katere spadajo: model diskontiranih denarnih tokov, model ekonomske dodane vrednosti in denarni tok iz naložb.

Na podlagi ocene vrednosti podjetja ter ob upoštevanju dejavnikov prehoda na organiziran trg kapitala lahko podjetja izberejo pravi trenutek prehoda, ki jim bodo omogočila uspešno izvedbo prve javne ponudbe.

1.2. NAMEN IN CILJI MAGISTRSKEGA DELA

Namen magistrskega dela je s pomočjo domače in tuje literature proučiti dejavnike prehoda v odprto delniško družbo ter podati osnovna izhodišča za njihovo uporabo v Podjetju X. Vodstvu Podjetja X želimo prikazati, kako lahko določijo najpomembnejše dejavnike prehoda v odprto delniško družbo.

Temeljni cilj magistrskega dela je na podlagi izbranega dejavnika prehoda v odprto delniško družbo izračunati vrednost Podjetja X ter glede na izračunane vrednosti določiti, ali je smiselno, da Podjetje X preide iz zaprte v odprto delniško družbo.

Da bi dosegli temeljni cilj, je potrebno preučiti vse dejavnike, ki vplivajo na odločitev o prehodu v javno družbo, izračunati dejavnik vrednosti podjetja ter podati mnenje o vstopu Podjetja X na odprti trg kapitala. Zato iz temeljnega cilja izhajajo štirje pomožni cilji. Najprej bomo predstavili najpomembnejše motive prehoda v odprto delniško družbo.

Dejavnik vrednosti podjetja bomo predstavili v posebnem poglavju, kjer bomo navedli najbolj pogosto uporabljene metode ocenjevanja vrednosti podjetij.

Nato bomo s pomočjo drugega pomožnega cilja prišli do vrednosti podjetja. Za konkretno podjetje bomo izvedli oceno vrednosti, ki bo služila kot podlaga za razpravo o prehodu na odprti trg kapitala.

S tretjim ciljem bomo prišli do vrednosti Podjetja X, ki pa ne bo enaka vrednosti podjetja pri prvi javni izdaji. Zato bomo posebno poglavje namenili predstavitvi teorij, zakaj do tega prihaja, ter s pomočjo raziskave, izdelane za ameriški trg kapitala, ocenili podcenjenost delnic Podjetja X na prvi dan trgovanja.

Na podlagi opisanih pomožnih ciljev bomo podali mnenje o smiselnosti prehoda v odprto delniško družbo ter ocenili optimalni čas prehoda. Postavljeni pomožni cilji torej omogočajo izpolnitev temeljnega cilja magistrskega dela.

1.3. HIPOTEZE IN OMEJITVE MAGISTRSKEGA DELA

V magistrskem delu bomo testirali hipotezo, da je Podjetje X zrelo za prehod iz zaprte v odprto delniško družbo. Seveda bomo hipotezo testirali le na najpomembnejših dejavnikih, ki odločajo

o prehodu v javno delniško družbo, zato se tudi zavedamo omejitev, ki izhajajo iz te predpostavke. Sicer pa je dejavnik vrednosti podjetja eden izmed najpomembnejših ter tudi eden izmed najbolj kvantitativnih dejavnikov, tako da je ocena na podlagi dejavnika vrednosti merodajno merilo.

Druga omejitev empiričnega dela se nanaša na relevantnost podatkov o poslovanju podjetja, predvsem glede dobička in iz te kategorije izračunanih donosnosti. Vedeti moramo, da je dobiček kategorija, ki je lahko preveč podvržena t.i. kreativnemu računovodstvu, hkrati pa ne upošteva interesov vseh udeležencev, ampak zgolj lastnikov.

Prav tako se je potrebno zavedati, da na oceno vrednosti podjetja vplivajo tudi predpostavke, ki jih bomo sprejeli pri načrtovanju prihodnjega poslovanja podjetja. Predpostavke bomo postavili tako glede rasti prihodkov, kot tudi v ohranjanju enakih razmerij med glavnimi računovodskimi podatki.

1.4. UPORABLJENE METODE DELA

Teoretični del magistrskega dela temelji na uporabi večih znanstvenih metod proučevanja. Osnovna uporabljena metoda bo splošna raziskovalna metoda spoznavnega procesa, s pomočjo katere bodo zbrana dejstva, podatki in informacije o posameznih opredelitvah, pojavih in procesih vrednotenja podjetij in uspešnosti prehoda v javno delniško družbo. Metoda spoznavnega procesa bo preko metode deskripcije nadgrajena s širšim procesom spoznavanja. **Metoda deskripcije**, ki obsega postopek splošnega opisovanja in opredeljevanja pojavov, bo zlasti uporabljena pri metodah vrednotenja podjetij. Metoda deskripcije kot taka dobiva večjo vrednost, v kolikor so pojavi tudi pojasnjeni. Zato bo teoretični del magistrskega dela oblikovan na uporabi znanstvene **metode kompilacije**. Skozi celotno delo bo uporabljena **metoda sinteze**. Rezultati uporabe le-te bodo vidni skozi prikaz sintentiziranih vsebin, dobljenih preko procesa spajanja posameznih dejavnikov.

Empirični del magistrskega dela prav tako temelji na uporabi večih raziskovalnih metod. Uporabljena osnovna metoda empirično raziskovalnega dela bo **metoda dedukcije**, saj bomo na podlagi splošnih teoretičnih izhodišč, ugotovljenih v tuji in domači literaturi, uporabili na konkretnem podjetju. Osnovno raziskovalno metodo bo dopolnjevala **statistična metoda analize primarnega vira podatkov–bilanca stanja, izkaz uspeha itd.**, ter bo podprta z **metodo analize**, točneje kvantitativne analize. Na osnovi metode kvantitativne analize bo najprej izvedena analiza podatkov. Nato bodo na osnovi **metode indukcije, metode sinteze, metode konkretizacije in generalizacije** ugotovljeni in postavljeni sklepni zaključki posameznih ugotovitev, ki bodo izoblikovani na osnovi predhodnih delnih spoznanj. Vsebinski del bo zaradi preglednosti in jasnosti razumevanja ključnih ugotovitev podprt z **metodo grafičnega prikazovanja empiričnih podatkov**.

1.5. VSEBINSKA ZASNOVA DELA

Vsebina magistrskega dela je razdeljena na dva dela. Drugo, tretje, peto in šesto poglavje pokrivajo prikaz teoretičnega dela izbrane problematike **dejavnikov prehoda v odprto delniško družbo**, četrto poglavje pa je namenjeno preverjanju uporabnosti teoretičnih spoznanj na primeru uspešnega slovenskega podjetja. Na ta način bomo teoretična spoznanja praktično uporabili pri ocenjevanju smiselnosti prehoda Podjetja X iz zaprte v odprto delniško družbo. Struktura poglavij je prilagojena postavljenemu cilju magistrskega dela, upošteva namen dela in skozi vsebino poglavij potrjuje tezo, da je vrednost Podjetja X večja na odprtem trgu kapitala.

V prvem poglavju smo predstavili področje proučevanja, namen in cilje magistrskega dela, postavili hipotezo ter predstavili omejitve magistrskega dela. Prav tako smo navedli tudi metode, ki jih bomo uporabili v magistrskem delu, na koncu poglavja pa je predstavljena vsebinska zasnova magistrskega dela.

V drugem poglavju predstavljamo motive prehoda v odprto delniško družbo, ki so najpogostejše obravnavani v literaturi. Podrobneje bomo predstavil štiri motive, ki so po našem mnenju tudi ključni za odločitev o prehodu na odprti trg. To so: zmanjševanje stroškov kapitala, zaporedje financiranja, žetvena strategija oziroma izstop lastnikov ali tveganega kapitala ter priprava na prevzem drugih podjetij. Cilj deležnikov, ki se odločajo za en ali drug motiv, je v doseganju čim večje vrednosti podjetja, ki stopa na trg. Kajti le tako bodo lahko oplemenitili svoje premoženje. Zato tretje poglavje namenjam predstaviti modelov za ocenjevanje vrednosti podjetij.

Tretje poglavje obravnava sodobne modele uspešnosti poslovanja podjetij. Osredotočamo se predvsem na izračun vrednosti podjetja po treh znanih in uveljavljenih metodah: metoda diskontiranih denarnih tokov, metoda ekonomske dodane vrednosti in metoda denarnega toka od investicij. Za vsako metodo bo podrobno opisan potek njihovega izračuna ter omejitve, ki izhajajo iz teh izračunov. Konkretni izračuni za preučevano podjetje bodo prikazani v četrtem poglavju. Vrednost podjetja nam pomaga tudi pri izračunu vrednosti delnic, hkrati pa je tudi pomemben signal potencialnim investitorjem, ki se odločajo o nakupu delnic podjetja, ki prehaja v odprto delniško družbo. In kakšno je njihovo merilo? Čim večja vrednost podjetja, glede na dane postavke.

Četrto poglavje je namenjeno praktičnemu izračunu smiselnosti vstopa Podjetja X v odprto delniško družbo. Na začetku poglavja bomo na kratko predstavili podjetje, njegove poslovne uspehe, panogo v kateri posluje in vizijo podjetja v prihodnosti. Nato bomo ocenili vrednost podjetja po različnih metodah vrednotenja, ki bodo predstavljene v tretjem poglavju. Na koncu poglavja bomo podali mnenje o tem, ali je za podjetje, glede na dejavnik vrednosti podjetja, smiselno, da vstopi na odprti trg kapitala.

Peto poglavje obravnava čas prehoda iz zaprte v odprto delniško družbo. Če se podjetje odloči za prehod, mora izbrati tudi ustrezen trenutek prehoda. Cikličnost prvih izdaj v svetu in pri nas nam namreč govori, da obstajajo boljši in slabši časi za prehod ter s tem povezana večja in manjša

vrednost podjetja. V tem poglavju bomo predstavili teorije, ki govorijo, kdaj bi bilo za podjetja smiselno preiti na borzo, ter na podlagi predstavljenih teorij ocenili čas prehoda Podjetja X na odprti trg.

V zadnjem, šestem poglavju bomo predstavili tudi razloge proti prehodu na borzo. Za sprejem tako pomembnih odločitev, kot je prehod na borzo, se morajo managerji zavedati tudi razlogov, ki govorijo proti prehodu. Le-tako bo odločitev tehtna in preiščljena. Razlogi so povzeti po raziskavi, ki sta jo izvedla Brau in Scawett v obdobju 2000-2002.

2. MOTIVI PREHODA V JAVNO DELNIŠKO DRUŽBO

Prehod v javno delniško družbo pomeni, da podjetje proda del delnic zunanjim investitorjem, kar pomeni, da se z njimi trguje na odprtem trgu. Sam proces prehoda pa vendar ni tako enostaven, kot bi bilo moč sklepati iz zgornjega stavka. Podjetja, ki se odločajo za prehod v odprto delniško družbo morajo v prvi vrsti preučiti nekaj najpomembnejših dejavnikov prehoda, katere bomo v magistrskem delu predstavili po poglavjih. Poleg tega pa je proces odpiranja dolgotrajen proces, ki je za podjetja tudi finančno zahteven. In kateri so motivi, ki vlečejo podjetja na borzo. Brigham in Daves (2004, str. 590-591) navajata sledeče motive:

1. **omogočiti lastnikom, da razpršijo tveganje.** Ko podjetja rastejo, se njihova vrednost povečuje. Tako se zgodi, da imajo lastniki večino svojega premoženja vezanega le v enem podjetju, kar povečuje njihovo tveganje. S prodajo dela premoženja na borzi in z nakupom delnic drugih podjetij, lastniki razpršijo tveganje svojih naložb,
2. **večja likvidnost investitorjev.** Delnice zaprtih podjetij je težko prodati, saj je težko pridobiti kupca, če pa kupec obstaja, ni določene cene, ki bi bila osnova za transakcijo. Ti problemi pri javnih delniških družbah ne obstajajo,
3. **pridobiti kapital za rast.** Če želi privatno podjetje pridobiti dodaten denar za financiranje svoje rasti s prodajo delnic, mora ali poiskati obstoječe kupce, kateri mogoče ne bodo imeli dovolj denarja, ali pa najti ustrezne investitorje, ki bi bili pripravljeni kupiti delnice. Dejstvo je, da je potrebno vložiti veliko truda v pridobitev novih investitorjev, saj le-ti niso naklonjeni vlaganju v zaprte družbe. Razlog je skrit v pravicah do glasovanja, ki so v zaprtih podjetjih pogosto v rokah notranjih lastnikov. Notranji lastniki se torej po lastni volji odločajo ali bodo izplačali dividende in v kolikšnem obsegu ali celo prikrivajo zunanjim lastnikom pravo vrednost podjetja. To je tudi drugi razlog, da takšna podjetja težko zberejo dodatna sredstva. Z odpiranjem podjetja pa se ti problemi odpravijo. Investitorji so bolj naklonjeni vlaganju v podjetja, ki kotirajo na borzi, podjetja lažje zberejo potrebni denar, vendar pa to pomeni razkritje notranjih informacij trgu in regulaciji podjetja s strani Agencije za nadzor trga kapitala,

4. **izoblikovanje tržne vrednosti podjetja.** Če je podjetje javno, je njegova vrednost znana. V nasprotnem primeru je potrebno vrednost podjetja oceniti za različne potrebe, npr. smrt enega izmed lastnikov, prevzemi, prodaja podjetja, delniške opcije itd.,
5. **priprave na prevzem drugih podjetij.** Oblikovana tržna cena pripomore k oblikovanju menjalnega razmerja med podjetjem, ki ga prevzema ali nas prevzema,
6. **razširitev trga.** Ko postanejo podjetja javna, se jim ponavadi poveča trg. O njih se več govori, piše v časopisih itd. in vse to pripomore k prepoznavnosti podjetja.

V literaturi zasledimo bolj ali manj podobne motive, kot sta jih identificirala Brigham in Daves in smo jih navedli v prejšnjem odstavku¹. V tem poglavju se bomo osredotočili na štiri teorije oziroma motive. Najprej bomo predstavili teorijo zmanjševanja stroškov kapitala, ki je veljala za glavni motiv prehoda v zgodnjem obdobju kapitalizma, do motiva, ki je aktualen v zadnjih nekaj letih, priprave na prevzem podjetja.

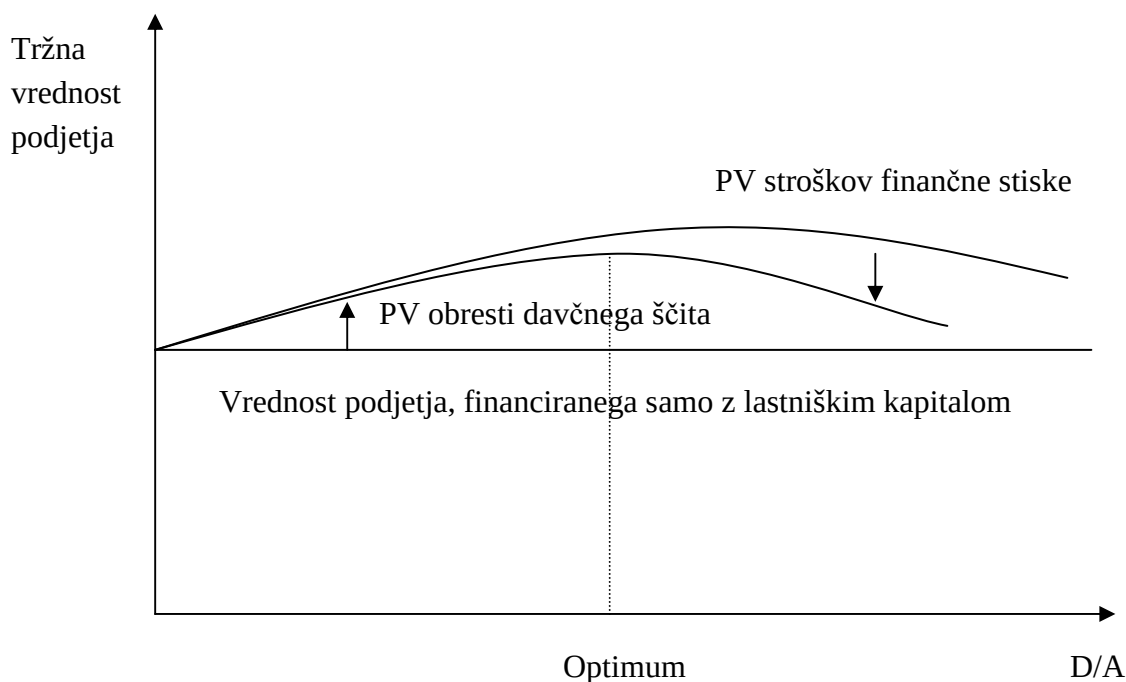
2.1. ZMANJŠANJE STROŠKOV KAPITALA

Lastniški kapital enako kot dolžniški za podjetja ni zastonj. Investitorji oziroma finančne institucije, ki kapital »posojajo«¹ podjetjem, pričakujejo določeno stopnjo donosnosti. Le-te se razlikujejo in od posameznega podjetja je odvisno, kateri kapital (lastniški ali dolžniški) bodo uporabili in v kakšnem obsegu oz. razmerju. Modigliani (1982, str. 255-273) je bil prepričan, da med lastniškim in dolžniškim kapitalom obstaja določeno optimalno razmerje, v katerem so stroški kapitala najnižji. To tezo je utemeljeval s statično »trade-off«² teorijo v kateri je pojasnil, da doseže podjetje večjo vrednost, če se delno financira z dolgom zaradi t.i. davčnega ščita. V kakšnem obsegu oz. razmerju se doseže največja vrednost podjetja, pa je odvisno od mnogih dejavnikov (podjetja, panoge itd.). Iz prakse vemo, da se razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom spreminja. Podjetja se ne nahajajo v optimumu, ampak izven njega. Da bi podjetja vzdrževala optimalno razmerje med dolgom in sredstvi (v nadaljevanju D/A), morajo nenehno menjati dolg za lastniški kapital in obratno. To pa lahko dosežejo le v primeru javne delniške družbe, saj je likvidnost delnic podjetij na borzi, najvišja. Modigliani je trdil, da je to glavni motiv, ki vleče podjetja na borzo.

Statična »trade-off«³ teorija pravi, da podjetja določijo svojo ciljno strukturo kapitala, ki jo poskušajo zasledovati. Optimalno razmerje D/A je določeno s tehtanjem (ang. trade-off) med stroški in koristmi najemanja dolga, ob predpostavki, da se sredstva podjetja in investicijski načrti ne spreminjajo. Mnenja se razhajajo o tem, koliko je vreden davčni ščit in katere stroške finančne stiske sploh upoštevati. Vendar to trenutno ni pomembno. Teorija pravi, da podjetja menjajo dolg za kapital ali kapital za dolg vse dotlej, dokler ni vrednost podjetja maksimalna. Slika 1 na strani 7 prikazuje »trade-off«⁴ med dolgom in lastniškim kapitalom.

¹ Naj omenimo le nekatere: Modigliani (1982, str. 255-273) zagovarja motiv zmanjševanja stroškov kapitala, Mayers (1984, str. 575-591) je zagovornik teorije zaporednega financiranja, Zingales (1995, str. 420-435) je zagovornik teorije izstopa lastnikov iz podjetja in še bi jih lahko našli.

Slika 1: Statična »trade-off« teorija (optimalna struktura kapitala)



Opomba: PV pomeni sedanjo vrednost obresti davčnega ščita in stroškov finančne stiske, D/A pa pomeni delež dolga v celotnih sredstvih podjetja.

Vir: Mayers, 1984, str. 577.

Vendar ima teorija kar nekaj pomanjkljivosti, na katere je opozoril Mayers (1984, str. 575-581). Slednji je v svojem delu »The Capital Structure Puzzle« poskušal pokazati, da s statično »trade-off« teorijo ne moremo določiti ciljnega razmerja D/A za posamezno podjetje. S pomočjo stroškov prilagajanja, davkov in stroškov finančne stiske je pokazal, da je teorija neuporabna.

Pri testiranju statične »trade-off« teorije je Mayers (1984, str. 578) predpostavil, da *stroški prilagajanja* ciljnemu razmerju D/A ne obstajajo. V tem primeru bi moralo biti optimalno katerikoli razmerje D/A. Vendar stroški obstajajo tako kot tudi časovni zamik prilagajanja optimumu. Podjetja se ne morejo hitro prilagajati naključnim dogodkom, ki jih oddaljijo od ciljnega kazalca, zato bi morali zaslediti razpršenost dejanskih vrednosti D/A podjetij, ki zasledujejo enako razmerje D/A. Veliki stroški prilagajanja bi lahko razložili ugotovljeno široko varianco v strukturi kapitala, saj bi bila podjetja prisiljena v dolgoročni odklon od optimalne vrednosti. Vendar teorija ne omenja stroškov prilagoditve kot najpomembnejše. Še več, le redko jih zasledimo (Mayers, 1984, str. 578).

Nato je Mayers (1984, str. 578) postavil sledečo hipotezo: »V primeru, ko so stroški prilagoditve majhni in so podjetja v vzorcu blizu optimuma ali v njem, bi morale razpršitve odražati razlike v tveganjih ali v drugih spremenljivkah, ki vplivajo na optimalno strukturo kapitala«. Ugotovil je, da teorije ne more testirati, saj ne more prilagajati tveganja in drugih spremenljivk, ki vplivajo na vrednost podjetja. Iz prakse je namreč znano, da je nemogoče držati ostale spremenljivke nespremenjene. Če pa so stroški prilagajanja veliki, torej se podjetja dalj časa oddaljijo od ciljnega kazalca, pa pravi, da se ne bi smeli naslanjati na teorijo »trade-off«, ampak bi morali

posvetiti več pozornosti na spoznanju: kakšni so stroški prilagajanja, zakaj so tako pomembni in kako racionalni manager reagira na njih (Mayers, 1984, str. 578).

Mayers (1984, str. 579) s pomočjo *stroškov prilagajanja* ni mogel pojasniti različnosti razmerja D/A med podjetji, ki zasledujejo enako starukturo kapitala, zato je z upoštevanjem davkov in dolžniškega kapitala poskušal priti do odgovora. Če se podjetje financira z dolžniškim kapitalom, se pojavi učinek davčnega ščita. Davčni ščit, davčne olajšave za najete kredite, finančni najem in drugi finančni instrumenti zmanjšujejo mejne davčne stopnje podjetij. Če statična »trade-off« teorija velja, bi davčni vpliv moral pojasniti velike razlike v mejnih davčnih stopnjah. Tega Mayers (1984, str. 578) ni uspel potrditi. Statična »trade-off« teorija predvidi samo to, katera podjetja se bodo v povprečju zadolževala več in katera manj.

Ker ni uspel pojasniti različnosti razmerja D/A med podjetij s pomočjo stroškov prilagajanja in davki, je iskal odgovor v stroških finančne stiske. *Stroški finančne stiske* vključujejo pravne in administrativne stroške bankrota, kot tudi stroške moralnega tveganja (ang. moral hazard), stroške nadzora in pogodbene stroške, ki lahko izničijo vrednost podjetja, četudi se izognemo formalnim napakam. Ti stroški obstajajo, razlike so le v velikosti njihovega vpliva.

Mayers (1984, str. 580-581) je pri proučevanju stroškov finančne stiske prišel do dveh sklepov:

1. tvegana podjetja naj bi se zadolževala manj. Tveganje predstavlja stopnjo variacije tržne vrednosti sredstev podjetja. Višja kot je, višja je verjetnost napake na ocenjenem ciljnem kazalcu D/A. Stroški finančne stiske pa so odvisni ravno od preciznosti te ocene. Torej, manj tvegana podjetja so sposobna pridobiti več dolžniškega kapitala preden pričakovani stroški finančne stiske odtehtajo davčne prednosti dolga,
2. podjetja, ki imajo v posesti oprijemljiva sredstva z aktivnim posredniškim trgom (ang. second-hand market) se lahko zadolžijo več kot podjetja, ki posedujejo specializirana, neoprijemljiva sredstva (patente, licence, dobro ime itd.). Pričakovani stroški finančne stiske so odvisni ne le od verjetnosti nastopa težav, ampak vrednost izgubijo, ko težave nastopijo. Ko težave nastopijo, je večja verjetnost izgube vrednosti za specializirana in neoprijemljiva sredstva.

Statična »trade-off« teorija na pojasni, zakaj imajo podjetja različne kapitalske strukture, niti nam ne pomaga določiti optimalnega razmerja med dolgom in kapitalom. Če bi s pomočjo teorije določili optimalno razmerje dolga v sredstvih, bi morala podjetja čim hitreje postati javna. Tako bi imela dostop do kapitala, katerega dnevno prilagajajo optimalnemu razmerju dolga v sredstvih, s čimer bi ohranjala optimalno strukturo kapitala. Podjetja namreč dosežejo največjo vrednost ravno v točki optimuma. Ker pa optimalne kapitalske strukture ne poznamo, ne vemo katero ciljno razmerje D/A moramo zasledovati. Podjetja s prehodom v odprto delniško družbo ne pridobijo ničesar.

Ker takšna teorija ni praktično uporabna zaradi omenjenih pomanjkljivosti, v nadaljevanju predstavljamo bolj realne teorije, ki pojasnjujejo motive prehoda na odprti trg kapitala.

2.2. TEORIJA ZAPOREDNEGA FINANCIRANJA

Viri, s katerimi se podjetja financirajo, imajo ceno, ki jo podjetja plačujejo posameznikom ali institucijam, ki jih posojajo. Torej lastniki virov pričakujejo določen donos na vložena sredstva. Za podjetja, ki takšne vire pridobivajo, pa to predstavlja strošek financiranja njihove dejavnosti. Zato se podjetja najprej poslužujejo najcenejših in najlažje dostopnih virov financiranja in se za najdražje vire financiranja odločajo v primeru, ko ne morejo več pridobivati cenejših virov za financiranje njihove dejavnosti. Torej obstaja v praksi določeno zaporedje financiranja, ki je določeno s ceno posameznega vira. Tako se je izoblikovala teorija zaporednega financiranja, ki jo predstavljamo v nadaljevanju.

Teorija zaporednega financiranja (ang. pecking order theory) temelji na sledečih predpostavkah:

1. podjetja so bolj naklonjena notranjemu kapitalu;
2. delež čistega dobička, ki je namenjen za izplačilo dividend (ang. dividend pay-out ratio), se prilagaja investicijskim priložnostim podjetja;
3. zavezujoča politika dividend (ang. sticky dividend policy) skupaj z nepredvidljivim spreminjanjem v dobičkonosnosti in investicijskih priložnostih povzročajo, da je notranje generirani denarni tok večji ali manjši od potreb po investicijah. Če je manjši, podjetja najprej prodajo vrednostne papirje, če pa je večji, najprej odplačajo dolg ali investirajo v tržne vrednostne papirje;
4. če je potreben zunanji kapital, podjetja najprej izdajo najmanj tvegane oblike. Začnejo z dolgom, nato s hibridnimi obveznicami (ang. convertible bonds) ter nato z lastniškim kapitalom. Teorija zaporednega financiranja ne definira ciljnega kazalca D/A, saj loči le dve vrsti kapitala: notranji in zunanji. Notranji kapital je prvi na listi financiranja, zunanji pa zadnji.

Idejo o zaporednem financiranju je prvič omenil Donaldson (1961, str. 67), ki je opazil, da so managerji zelo naklonjeni notranjemu kapitalu pri financiranju njihove rasti, zunanjega se poslužujejo le občasno za premagovanje finančnih težav. Teh težav niso reševali z zmanjševanjem izplačila dividend. Zmanjševanje načrtovanega izplačila dividend je bilo za managerje nepojemljivo, razen v primeru obrambnih namenov v obdobju finančne krize (Donaldson, 1961, str. 70). Četudi je bil potreben zunanji kapital, so se managerji le redko odločali za izdajo delnic.

Seveda teorija zaporednega financiranja ne razloži vsega. Poznamo veliko podjetij, ki izdajajo delnice, čeprav bi lahko najemala dolg. Na splošno lahko ugotovimo, da se podjetja zelo opirajo na notranji kapital in dolg. To je potrdila tudi raziskava, ki jo je izvedel Mayers (1984, str. 582) v obdobju med letoma 1973 in 1982, na ameriškem trgu. Raziskava je pokazala, da je notranji kapital v povprečju pokrival 62 % kapitalskih izdatkov, vključno z investicijami v zaloge in druga gibliva sredstva. Največji del zunanjega kapitala je predstavljal dolg. Neto nove izdaje delnic niso nikoli dosegle več kot 6 % zunanjega financiranja. Torej opisano stanje v proučevanem obdobju potrjuje teorijo zaporednega financiranja.

Nekateri avtorji naklonjenost managerjev notranjemu kapitalu opisujejo kot stranski produkt ločitve funkcije lastništva od funkcije vodenja: profesionalni managerji se izogibajo zunanjemu kapitalu, saj bi bili pod vplivom discipline kapitalskega trga². Do podobnih ugotovitev je prišel tudi Donaldson (1969, 71-96). Opazil je, da finančne odločitve managerjev niso bile usmerjene v maksimiranje vrednosti premoženja delničarjev ter vsakdo, ki je želel interpretirati takšno obnašanje, se je moral zateči k t.i. »managerjevim pogledom« na finance. Managerji so se izogibali prvi javni izdaji delnic, kar je pomenilo, da je zunanji kapital zadnja stopnica v procesu pridobivanja finančnih sredstev. Iz tega je izhajalo dejstvo, da managerji delujejo v nasprotju z interesi delničarjev. Takšen zaključek je bil povod za teorijo zaporednega financiranja, ki je bila predstavljena v tem poglavju.

2.3. IZSTOP LASTNIKOV IZ PODJETJA

Odločitev za prehod podjetja v javno družbo je običajno rezultat želje lastnika po maksimizaciji vrednosti podjetja. Sprejme jo lastnik, ki želi nekoč prodati svoje podjetje (Zingales, 1995, str. 426). S tem dejanjem lahko lastniki spremenijo navadni delež v kontrolni delež, katerega bodo zadržali v primeru pogajanja s potencialnim kupcem. Ker trg kapitala ni popolnoma konkurenčen, bo ta delež vplival na celotno vsoto presežka, ki ga lahko pridobi od potencialnega kupca. Tako prvotni lastniki uporabijo prvo javno ponudbo za optimizacijo lastniške strukture v podjetju z razlogom optimizacije njihovih donosov od morebitne prodaje.

Zingales (1995, str. 426-430) navaja dva možna razloga za visoko vrednotenje s strani kupca: povečanje denarnega toka in povečanje osebnih ugodnosti zaradi kontrolnega deleža. Ti dve komponenti pa sta po svoji naravi zelo različni. Pravico do denarnega toka uživajo vsi lastniki v sorazmerju z velikostjo njihovih vložkov v podjetju. Osebnosti pa uživajo le tisti delničarji, ki imajo pravico glasovanja. Iz tega sledi, da je povpraševanje po teh dveh delnicah različno. Trg delnic, katere imajo pravico le do dividende, je zanimiv za množico majhnih lastnikov in je popolnoma konkurenčen. Rezultat tega je, da s prodajo teh delnic razpršenim delničarjem omogoča dosegati njihovo polno vrednost za kupca. Tržišče za delnice z glasovalno pravico je omejeno na nekaj velikih investitorjev, ki uživajo osebnosti za upravljanje s podjetjem. Ta trg ni popolnoma konkurenčen. Posledica tega je, da lastniki teh delnic ne bodo mogli pridobiti celotne kupčeve rezervacijske vrednosti (kupec je pripravljen za delnico plačati več) preko neposrednih pogajanj.

Zingales (1995, str. 426-430) je predlagal, da bi bilo za podjetja bolje, če bi ti dve vrsti delnic prodajali preko dveh ločenih mehanizmov. Delnice s pravico do dividend naj bi prodajali preko javnih dražb, delnice z glasovalno pravico pa naj bi prodajali neposredno preko pogajanj s kupci. Cilj prodajalca je ločena prodaja omenjenih delnic. S prodajo delnic in zadržanjem kontrolnega deleža prodajalec uspe izvleči določen presežek, ki izvira iz kupčevega povečanega denarnega toka, saj se tako izogne pogajanju s kupci (Zingales, 1995, str. 426).

² Glej npr. Berle (1954) ter Berle in Means (1932).

Ta scenarij ima dve omejitvi. Prvič, vrednost delnice s pravico do dividende je odvisna od tega, kdo ima kontrolni delež. Če se lastnik odloči zadržati premalo delnic s pravico do dividende, lahko izgubi pobudo za prodajo kontrolnega deleža bolj »učinkovitim« kupcem. To bi v celoti izničilo morebiten presežek od trgovanja, zmanjšalo vrednost podjetja in s tem premoženje prodajalca. Ta omejitev presežka določa optimalno velikost notranjega lastništva v javnih podjetjih, zatrjuje Zingales (1995, str. 426).

Drugič, kombinacija pravic do denarnega toka in kontrolnega deleža je lahko omejena s strani zakonodaje. V odsotnosti zakonskih omejitev bo prodajalec vedno prodal toliko delnic s pravico do dividende, da pridobi ves presežek, ki izvira iz kupčevega presežnega denarnega toka. Zingales (1995, str. 426) pravi, da v tem primeru za prodajalca ni optimalno, da zadrži manj kot 50 % glasovalnih delnic. Če pa zakonodaja prepoveduje izločanje delnic s pravico do dividende od delnic s pravicami do glasovanja, lahko prodajalec zadrži glasovalne pravice ter tako ne pridobi celotnega povečanja vrednosti delnic, ki imajo pravico do dividende, ali pa ga pridobi v celoti ter tako izgubi kontrolni delež. Ta scenarij velja, če se od potencialnega kupca pričakuje, da poveča prihodnjo vrednost delnice s pravico do denarnega toka. In obratno, če se pričakuje, da bo potencialni kupec zmanjšal vrednost delnice, razpršenost manjših lastnikov povzroči manjšo učinkovitost pri pridobivanju kupčevega presežka. Princip maksimiranja vrednosti podjetja pravi, da ne smemo prodati podjetja preko javne ponudbe, ampak ga obdržati v privatnih rokah in se pogajati s potencialnim kupcem za prodajo podjetja kot celote. Če se pričakuje, da bo potencialni investitor zmanjšal vrednost pravic do denarnega toka, Zingales (1995, str. 427) predlaga, da tudi javna podjetja postanejo privatna. Ta scenarij je najpogostejši v primeru, ko se zmanjša vrednost delnic podjetij, ki kotirajo na borzi.

2.4. PRIPRAVA NA PREVZEM DRUGIH PODJETIJ

V literaturi zasledimo veliko razprav o tem, ali naj podjetje postane javno preko prve javne izdaje delnic ali s tem, da jih prevzame podjetje, ki že kotira na borzi. Pomanjkanje akademskih študij na tem področju je spodbudila avtorje Brau et al. (2004, str. 583-613), da izvedejo raziskavo. Predvsem so se osredotočili na faktorje, ki vplivajo na odločitev: prva javna izdaja ali prevzem. Čeprav obe odločitvi omogočata podjetjem dostop do javnega kapitala (direktno preko prve javne izdaje delnic ali indirektno preko prevzema), so avtorji domnevali, da na to odločitev vplivajo različni motivi in tržni pogoji.

Stopnja likvidnosti in notranje lastništvo sta dva pomembna motiva za prvo javno izdajo delnic (IPO) ali prevzem. Prevzemi omogočajo povečano likvidnost lastnikov ter s tem omogočijo lastnikom izstop z manjšimi posledicami kot v primeru prve javne izdaje. Leland in Pyle (1977, str. 371-387) trdita, da v primeru prodaje velikega deleža podjetja v procesu prve javne izdaje delnic, lastniki posredujejo trgu negativni signal. Potencialni investitorji si takšno informacijo razlagajo kot precenjenost podjetja. Posledica vsega tega je nižja cena delnice na trgu kapitala, manj zbranih sredstev od načrtovanih ter verjetnost, da ponujene delnice ne bodo v celoti prodane. Ta negativni signal je manj relevanten pri prevzemih, saj se v tem primeru soočimo z

manjšimi asimetričnimi informacijami med investitorji in prodajalci glede dejanske vrednosti podjetja (Leland in Pyle, 1977, str. 375). Torej, prevzemi omogočajo notranjim lastnikom, da prodajo celotno podjetje znanemu kupcu, kateri želje notranjih lastnikov ne bo interpretiral kot negativni signal.

V tesni povezavi s problemom likvidnosti sta tudi lastništvo in nadzor. Lastniki, ki želijo obdržati večinski delež v podjetju in hkrati pridobiti kapital s trga, se odločajo za prvo javno izdajo. V tem primeru se notranji lastniki ne pogajajo s ciljnimi podjetjem glede nadzornega deleža, saj je od relativnega deleža sekundarnih delnic odvisen kontrolni delež notranjih lastnikov. V empirični analizi so Brau et al. (2003, str. 583-613) proučevali relativno pomembnost notranjega lastništva pri odločanju o prvi javni izdaji v primerjavi s prevzemi, da bi tako ugotovili, ali razlika v želji po kontrolnem deležu motivira podjetja za eno ali drugo pot. Prav tako so proučevali tudi zunanje dejavnike, ki vplivajo na relativno privlačnost prve javne izdaje delnic in prevzemov za podjetja, ki niso javna. Trdijo, da obstajajo določeni makroekonomski, borzni in panožni dejavniki, ki vplivajo na to odločitev. Dokazali so, da stopnja koncentracije privatnih podjetij v panogi, stopnja »high-tech« podjetij v »high-tech« panogi, relativna zaželenost prve javne izdaje delnic v primerjavi s prevzemi ter trenutni stroški dolga pozitivno vplivajo na verjetnost, da se podjetja odločijo za prvo javno izdajo delnic. Velika zasebna podjetja se tudi bolj nagibajo k prvi javni izdaji delnic. In kakšna so podjetja, ki se nagibajo k prevzemom? To so podjetja, katerih tržna vrednost je veliko večja od knjigovodske, podjetja, ki poslujejo v panogah, katere ponujajo finančne storitve, in podjetja, ki poslujejo v panogah visoke zadolženosti.

2.5. PRIMERJAVA MOTIVOV PREHODA NA BORZO

Motivi, ki vlečejo podjetja na borzo so različni odvisni od življenjskega cikla v katerem se nahajajo, ciljev, ki jih podjetje želi doseči, finančnega stanja itd. Teorija zmanjševanja stroškov kapitala je preživela. Značilna je bila za začetno obdobje kapitalizma t.i. grobega kapitalizma, kjer so vse ocenjevali skozi prizmo stroškov. Tudi zaposlene so obravnavali kot strošek in ne kot kapital podjetja. Teorija zmanjševanja stroškov kapitala teoretično lepo prikaže gibanje vrednosti podjetja, financiranega samo z lastniškim kapitalom ali v kombinaciji z dolžniškim. V praksi pa se je izkazalo, da podjetja ne spremljajo razmerje med dolgom in sredstvi (D/A), ponavadi niti ne vedo, katero je ciljno razmerje. Četudi bi vsako podjetje poznalo svoje ciljno razmerje med dolgom in sredstvi, bi zelo težko dnevno prilagajali razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom. Hitro prilagajanje bi bilo možno samo v primeru odprte delniške družbe, saj lahko dokaj hitro izdamo nove delnice in tako spremenimo strukturo dolga v sredstvih. Skratka, ta teorija ne opisuje motiva, ki vleče podjetja na borzo, saj le-ta ne poznajo ciljnega razmerja med dolgom in sredstvi, niti ga ne zasledujejo.

Teorija zaporednega financiranja se bolj približa realnemu dogajanju. Ko podjetja rastejo, iščejo kapital. Majhno podjetje, zaradi svoje majhnosti pridobiva kapital iz zadržanih dobičkov in virov ustanovitelja. Takšno podjetje sicer lahko pridobiva dolžniški kapital, vendar v manjšem obsegu,

saj banke in druge finančne institucije zahtevajo poročstvo za tvegane posle. Primerni viri financiranja za majhna podjetja so tudi prijatelji in znanci, ki za kratek čas posodijo denar uspešnemu podjetniku. Zopet gre tu za majhne zneske. Skratka, velja pravilo, da imajo majhna podjetja omejene vire financiranja, velika pa skoraj neomejene. »Neomejenost« virov se nanaša na odprte delniške družbe, ki poslujejo na borzi. Tako imajo enostaven dostop do potrebnega kapitala z izdajanjem novih delnic. Torej naravna pot sili podjetja na borzo in borza je lahko šele zadnja stopnica v financiranju podjetij, ko so vse druge že izčrpane. Seveda ni nujno, da velika podjetja vstopijo na borzo. Če imajo dovolj kapitala za financiranje rasti, tu mislimo predvsem iz zadržanih dobičkov, se jim ni potrebno odločiti za takšen korak. Vendar pa obstajajo podjetja, ki imajo dovolj virov za financiranje svoje rasti pa so del borze. V takšnih primerih so interesi drugih deležnikov v podjetjih tako močni, da se uprava odloči za prehod. Tu mislimo predvsem na interese lastnikov, ki v zaprtih delniških družbah trpijo nelikvidnost svojih delnic saj se z njimi trguje na zaprtem trgu, kjer je število kupcev omejeno, v primerjavi s kapitalskim trgom, kjer je baza investorjev skoraj neomejena. V tem primeru je prehod na borzo politično motiviran in uprava sprejme politično odločitev, ker je pod močnim pritiskom lastnikov podjetja.

Pogosto omenjeni motiv je tudi širitev baze investorjev. Ta motiv je povezan z nelikvidnostjo delnic lastnikov v zaprti delniški družbi in tudi s potrebo po dodatnem kapitalu. V prvem primeru gre za političen motiv, v drugem pa za ekonomski motiv. Tudi motiv ugotovitev prave vrednosti podjetja lahko razumemo kot politični ali ekonomski motiv. Podjetje, ki želi ugotoviti pravo vrednost podjetja, potrebuje ta podatek za svojo odločitev. Upravo ali lastnike lahko preprosto zanima, za koliko so cene delnic na notranjem trgu podcenjene ali koliko bodo delnice vredne na trgu. To slednje je predpriprava na prevzeme podjetij, saj s tem pridobijo vpogled na tržno vrednost svojega podjetja in podjetja, ki ga želijo prevzeti. Ta vrednost služi kot pogajalsko izhodišče pri pogajanjih o prevzemu. S tega vidika gre izključno za ekonomski motiv.

Veliko se govori tudi o motivih izhoda lastnikov ali tveganega kapitala iz podjetja. Ta dva motiva zopet lahko povežemo z motivom širitve baze investorjev ali povečanja likvidnosti delnic ali z motivom, da omogočimo lastnikom razpršitev svojih naložb ter s tem zmanjšanje njihovega tveganja. Skratka, omenjene motive lahko razvrstimo v dve skupini: v tiste, ki so ekonomsko in tiste, ki so politično motivirani. Med ekonomske motive uvrstimo vse tiste, ki imajo direkten vpliv na poslovanje podjetja, med politične pa tiste motive, ki imajo posreden vpliv na poslovanje podjetja in so rezultat pritiska različnih deležnikov, predvsem lastnikov.

Kot bomo videli v nadaljevanju, Podjetje X razmišlja o prehodu zaradi političnih in ne ekonomskih razlogov, saj ima trenutno dovolj kapitala za financiranje vseh projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Prav tako se še uspešno brani pred pritiski delničarjev, ker so večinski lastniki zaposleni, kateri glavni cilj ni kapitalski dobiček. Uprava pa občuti zelo velike pritiske od zunanjih lastnikov, torej manjšinskih lastnikov, ki bi želeli uresničiti svojo žetveno strategijo. Ali bi morebitna žetvena strategija bila uspešna ali ne, pa bomo ugotovili v zadnjem poglavju magistrskega dela.

3. SODOBNI MODELI OCENJEVANJA VREDNOSTI PODJETIJ

3.1. OPREDELITEV VREDNOSTI IN NAMEN VREDNOTENJA

Vrednost kot pojem predstavlja lastnost nečesa, da se lahko zamenja za drugo blago ali denar. Lahko bi rekli, da je vrednost menjalno razmerje, iz česar izhaja t.i. menjalna vrednost. Da pa ima blago menjalno vrednost, mora zadostiti dvema kriterijema: prvi je relativna redkost blaga, drugi pa je uporabna vrednost blaga. Če blago ne bi imelo uporabne vrednosti, tudi ne bi imelo menjalne vrednosti. Torej je uporabna vrednost nujen pogoj za menjalno vrednost (Norčič, 1994, str. 65).

Pri določitvi vrednosti sta se v ekonomski teoriji razvila dva skrajna pogleda (Škof, 1994, str. 24) in sicer:

- 1) *objektivistični koncept*: vrednost je lastnost stvari, ki jo ima stvar sama po sebi, ne glede na odnos do drugih stvari. V osnovi je takšno pojmovanje povezano z delovno teorijo vrednosti oziroma gradi na stroškovni vrednosti.
- 2) *subjektivistični koncept*: kjer subjekt sam pripisuje vrednost določeni stvari. To pojmovanje je povezano z različnostjo potreb posameznika, z zaznavanjem posameznika glede na koristnost stvari, z vprašanji morale, etike ter s socialnimi in drugimi vrednotami. V ta koncept pa sodi tudi znano načelo o padajočih donosih (vsaka nadaljnja enota dobrine predstavlja manjšo koristnost).

V vsakodnevni praksi je prevladal subjektivistični koncept, saj obstaja več razlogov, ki govorijo njemu v prid. Če bi upoštevali zgolj objektivistični (t.i. stroškovni) koncept, bi namreč lahko prišli do absurdne situacije, ko bi bila velika, a popolnoma zgrešena in nedonosna naložba, ki ne daje nikakršnih koristi, zelo veliko vredna. Preprosto zato, ker smo zanjo porabili veliko časa in denarja. Lahko bi bilo tudi obratno, ker majhna naložba, ki bi dajala velike koristi, ne bi bila vredna skoraj nič. Ravno zaradi tega je koristnost stvari ključnega pomena za njeno vrednost. Iz povedanega zaključimo, da je vrednost v splošnem definirana kot sedanja vrednost prihodnjih koristi.

V praksi so se razvile različne vrste vrednosti, odvisno od vrste subjektov in od vrste transakcij. Te so lahko (Škof, 1994, str. 31):

- poštena tržna vrednost (*ang. fair market value*),
- notranja vrednost (*ang. intrinsic value*),
- vrednost za investitorja (*ang. investment value*),
- poštena vrednost (*ang. fair value*),
- knjižna vrednost (*ang. book value*),
- likvidacijska vrednost (*ang. liquidation value*),

- hipotetična vrednost (ang. *hypotetical value*),
- zavarovalna vrednost (ang. *insurable value*),
- hipotečna vrednost (ang. *mortgage value*).

Vse našteje vrednosti je nekako možno uvrstiti med naslednje štiri temeljne vrednosti: tržna vrednost, vrednost za investitorje, notranja vrednost in poštena vrednost. To pomeni, da je treba pred vrednotenjem podjetja natančno določiti, kakšno obliko vrednosti želimo sploh analizirati (Škof, 1994, str. 31).

Tržna vrednost je vrednost, ki jo določa trg oziroma jo določata ponudba in povpraševanje množice subjektov na trgu.

Vrednost za investitorje je specifična vrednost dobrin in storitev za konkretnega investitorja zaradi njegovih individualnih investicijskih razlogov (koristi). Tako lahko npr. gre za strateškega investitorja, ki išče nove proizvodne kapacitete; lahko gre za investitorja, ki kupi propadlo podjetje in ga nato skuša s pomočjo svojega podjetniškega znanja oživiti; lahko gre za investitorja, ki bo kupil podjetje in ga nato zaradi pričakovanih sinergijskih učinkov priključil k svojemu podjetju. Pri ugotavljanju investitorjeve vrednosti gre torej za to, da se upošteva volja in namera investitorja, ki pa sta lahko različni.

Do **notranje vrednosti** pridemo preko podrobne analize podjetja oziroma njegovega vrednotenja. Notranja vrednost podjetja torej ni ne tržna vrednost, ker ni odvisna od trga, ne investitorjeva vrednost, ker ni pogojena s konkretnimi interesi posameznega lastnika. Notranja vrednost podjetja naj bi zanimala predvsem portfeljske investitorje, kajti le-ti nimajo osebnih interesov v konkretnem podjetju, temveč iščejo koristi predvsem v razliki med notranjo vrednostjo in tržno vrednostjo delnice. Če je notranja vrednost delnice večja od tržne vrednosti, potem velja, da je podjetje na trgu podcenjeno in obratno. Investitorji torej iščejo podcenjene delnice, ki jih, ko trg spozna njihovo pravo vrednost, prodajo po višji ceni in si tako ustvarjajo koristi v obliki povečanega premoženja.

Pošteno vrednost opredeljuje situacija, ko gre za zaščito interesov manjšinskega lastnika, ko se npr. z večino v podjetju odloči za združitev podjetja z nekim drugim podjetjem. Pri tem manjšinski lastniki v novo nastalem podjetju dobijo delež, ki je sorazmeren vrednosti manjšinskega deleža »starega podjetja« z upoštevanjem diskontov za manjšinski delež in za pomanjkanje tržnosti. Zato bi lahko izgubili del vrednosti zaradi prej omenjenih diskontov. Sodišča (predvsem gre tu za prakso v ZDA) v takih primerih odstopajo od tržne vrednosti, ki največkrat zajemajo tudi diskonte in priznavajo tržne vrednosti brez upoštevanja diskontov, kar je poimenovano kot poštena vrednost. V nasprotnem primeru bi takoj po ustanovitvi podjetja, ko vsi ustanovitelji-lastniki vplačajo sorazmeren delež kot kapital podjetja, nujno prihajalo do teženj, da večinski lastniki izrinejo manjšinske po vrednosti, ki je zaradi manjšinskega deleža in ne tržnosti, bistveno manjša od tistega, kar je bilo pravkar vplačano. S tem večinski lastnik (teoretično) takoj po ustanovitvi podjetja pride do celotnega kapitala za manjši znesek, kot je bil

dejansko vplačan, in to proti volji tistih manjših lastnikov, ki so ta sredstva vplačali. Prav upoštevanje poštene vrednosti naj bi preprečevalo tovrstne situacije³.

Namenov vrednotenja je veliko in se med seboj razlikujejo glede na različne potrebe. Tako lahko vrednotenje služi za nakup ali prodajo podjetja, zavarovanje premoženja, najem kredita, zavarovanje kredita, združevanje podjetij, določanje partnerskih deležev, izdajo delnic, vstop delnic na borzo, denacionalizacijo, zamenjavo delnic, odkup podjetja s strani managementa (ang. management buy out, MBO), likvidacijo podjetja, stečaj podjetja, presojo stanja podjetja, dokapitalizacijo itd. (Škof, 1994, str. 34).

V magistrskem delu bomo s pomočjo vrednotenja ocenili notranjo vrednost podjetja ter jo nato primerjali s trenutno vrednostjo delnice podjetja na zaprtem trgu. Dobljena vrednost podjetja bo podlaga za investicijske odločitve tako trenutnih lastnikov kot tudi potencialnih investitorjev⁴. Prav tako se bo tudi uprava Podjetja X seznanila z ocenjeno vrednostjo, ki bi jo delnice podjetja dosegle na odprtem trgu kapitala. Na podlagi te ocene se bo uprava podjetja odločala o nadaljnjih korakih svojega strateškega razvoja.

Ko govorimo o namenu vrednotenja podjetij, ne moremo mimo cilja poslovanja. Kot najpogostejše navedene cilje podjetja srečamo: maksimiranje dobička, maksimiranje prodaje, maksimiranje tržnega deleža, preživetje in doseganje zadovoljive ravni dobičkov (Mramor, 2000, str.15). V razvitih tržnih gospodarstvih je v večini primerov cilj poslovanja podjetja maksimiranje njegove tržne vrednosti. Ko podjetje sledi temu cilju, tudi ustrezno kombinira tako donosnost kot tudi tveganje svojih naložb in omogoča imetnikom lastniških vrednostnih papirjev, da maksimirajo koristnost svoje potrošnje (Mramor, 2000, str. 37). Da pa lahko management podjetja uspešno sledi temu cilju, mora pri tem sprejemati poslovne odločitve, ki zahtevajo poznavanje teorije o vrednotenju podjetij ter osnovnih determinant, ki vplivajo na vrednost podjetja.

3.1.1. Vrednost podjetja

V literaturi najdemo štiri temeljne modele vrednotenja podjetij, ki temeljijo na (Tajnikar, 2000, str. 230):

- premoženju,
- primerljivi tržni vrednosti,
- kapitalizaciji dobičkov in
- sedanji vrednosti prostih denarnih tokov.

V primeru vrednotenja na podlagi premoženja gre za oceno vrednosti sredstev, ki jih poseduje podjetje, in izhaja iz trenutnih cen oziroma stroškov nadomestitve sredstev podjetja ali njihove

³ Glej Škof (1994, 193 str.)

⁴ Priporočila vlagateljem so npr. lahko: prodaj, drža ali kupi.

likvidacijske vrednosti. Takšno vrednotenje upošteva samo dosedanje poslovanje in ne upošteva dejstva, da bo podjetje verjetno delovalo tudi v prihodnosti.

Naslednja metoda predpostavlja izračun vrednosti podjetja na osnovi poznane tržne vrednosti kapitala primerljivega podjetja. Ocena izhaja iz poznane razmerja med tržno ceno delnice in dobička ali poznane razmerja med tržno ceno in knjižno vrednostjo delnice v primerljivem podjetju. Takšno vrednotenje je zelo oteženo, ker je zelo težko poiskati popolnoma primerljivo podjetje. Za vrednotenje malih podjetij je primerna metoda, ki temelji na kapitalizaciji dobičkov z izkustveno določeno kapitalizacijsko stopnjo (Tajnikar, 2000, str. 234). Gre za kapitalizacijo dolgoročnih dobičkov, ki jih je podjetje sposobno dosegati, kapitalizacijska stopnja pa predstavlja pričakovano donosnost lastniškega kapitala podjetja.

V primeru hitro rastočih podjetij, ki prehajajo v večja podjetja, je smiselno izpeljati vrednotenje na osnovi prostih denarnih tokov (Tajnikar, 2000, str. 234). Ker je prehod v odprto delniško družbo povezan tudi z velikostjo podjetja, bomo v nadaljevanju vse razprave o vrednotenju podjetij vezali izključno na metodo vrednotenja na osnovi prostih denarnih tokov.

3.2. DETERMINANTE VREDNOSTI

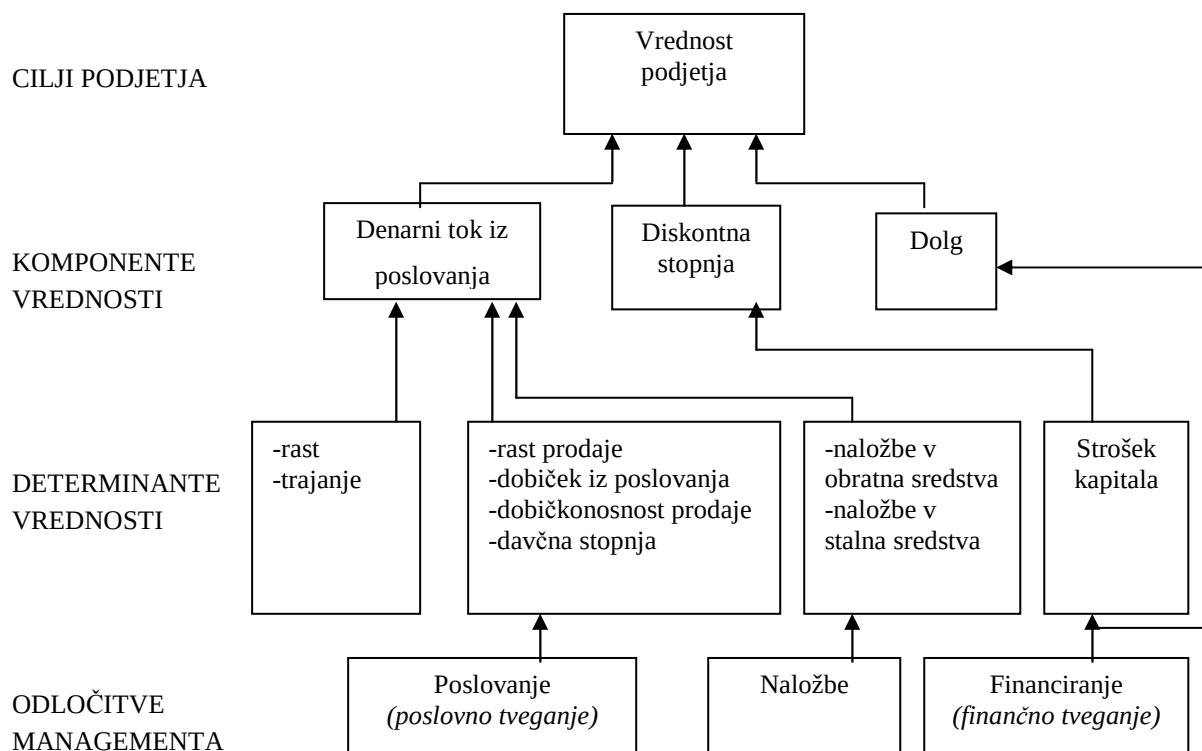
Najpomembnejši dejavniki, ki vplivajo na vrednost podjetja oziroma na vrednost katerekoli finančne naložbe so (Maček, 1993, str. 5):

- pričakovani denarni donosi;
- časovna razporeditev denarnih donosov;
- tveganje, da denarni donosi ne bodo enaki pričakovanim.

Med modeli vrednotenja se v svetu največ uporablja model diskontiranih denarnih tokov. Model bo podrobneje opisan v nadaljevanju poglavja. V zvezi z logiko tega modela pa si pogledajmo dejavnike, ki vplivajo na vrednost podjetja.

Slika 1 (stran 18) prikazuje Rappaportov model vrednosti za delničarje (ang. shareholder value model), iz katerega je razvidno, kateri dejavniki vplivajo na vrednost podjetja. Izhodišče predstavljajo odločitve managementa v zvezi s poslovanjem podjetja, naložbami podjetja in financiranjem. Vsaka od teh treh odločitev posebej določa determinante vrednosti (ang. value drivers). Le-te vplivajo na posamezne komponente vrednosti in zato na vrednost celotnega podjetja. Lahko torej vidimo, da je vrednost podjetja odvisna od prihodnjih **denarnih tokov**, ki so v veliki meri odvisni od **pričakovane rasti podjetja** in od časovne razporeditve denarnih tokov, ter od **diskontne stopnje** oziroma **zahtevane stopnje donosa**, ki pa je odvisna od **poslovnega in finančnega tveganja**. V nadaljevanju so podrobneje predstavljeni posamezni dejavniki vrednosti.

Slika 1: Rappaportov model vrednosti za delničarje



Vir: Barker, 2001, str. 202.

3.2.1. Pričakovana rast podjetja

Za povečanje prihodnjih denarnih tokov podjetja je ključnega pomena rast podjetja. Podjetje lahko raste na dva načina: po naravni poti (organska rast) z večanjem svojih proizvodnih zmogljivosti in povečano prodajo ali pa s prevzemi (ang. acquisitions) drugih podjetij. Pri prevzemih lahko podjetje raste vertikalno ali horizontalno (Barker, 2001, str. 204). Sorazmerno z rastjo prodaje se morajo povečevati tudi sredstva podjetja, če ima podjetje svoje kapacitete že skoraj izkoriščene. Pri tem si mora podjetje pomagati z dodatnim zadolževanjem ali z izdajo novih delnic, največkrat pa svojo rast podjetje financira z zadržanimi dobički iz preteklih let, kar pomeni, da podjetje v fazi rasti večinoma ne izplačuje dividend lastnikom kapitala. Za majhna podjetja so zadržani dobički najlažji in najcenejši način financiranja. Podjetja so namreč pri zadolževanju omejena, saj morajo paziti na ustrezno razmerje med kapitalom in dolgom. Pričakovana rast podjetja je odvisna tudi od panoge, v kateri podjetje posluje. Zrele panoge imajo nizke stopnje rasti, medtem ko imajo podjetja iz t.i. nove ekonomije, zelo velike potenciale za rast (Brigham et al., 1999, str. 342).

3.2.2. **Zahtevana oziroma pričakovana donosnost**

Zahtevano oziroma pričakovano donosnost lastniškega kapitala imenujemo tudi strošek lastniškega kapitala ali oportunitetni strošek. Z njo diskontiramo prihodnje denarne tokove, s čimer njihovo vrednost prevedemo na sedanjo vrednost ter tako pridemo do sedanje vrednosti podjetja.

V stvarnem svetu vladajo razmere negotovosti. To pomeni, da ne moremo z gotovostjo napovedati prihodnjih donosov podjetja. Zato investitorji zahtevajo za svoje naložbe poleg stopnje donosa za netvegane oziroma najmanj tvegane vrednostne papirje še dodatno premijo za tveganje. Tako določena zahtevana stopnja donosa, ki jo uporabljamo za diskontiranje, bistveno vpliva na sedanjo vrednost podjetja. Višina diskontne stopnje je premosorazmerno povezana s tveganjem. Večje kot je tveganje, da prihodnji denarni tokovi ne bodo enaki pričakovanim, višja bo zahtevana stopnja donosa, s tem pa bo nižja tudi sedanja vrednost podjetja (Brigham et al., 1999, str. 168). V državah z razvitimi trgi kapitala zahtevano donosnost najpogosteje ocenjujemo s pomočjo modela za določanje cen dolgoročnih naložb (ang. capital asset pricing model, CAPM).

Teoretično lahko namreč podjetje raste samo v primeru, ko donosnost dolgoročnih naložb podjetja preseže stroške kapitala oziroma zahtevano donosnost. V primeru, da sta donosnost dolgoročnih naložb podjetja in strošek kapitala enaka, se podjetju vrednost ne spreminja, če pa je donosnost dolgoročnih naložb nižja od stroškov kapitala, potem bo podjetje izgubljalo svojo vrednost (Copeland et al., 2000, str. 54).

3.2.2.1. **Ocena zahtevane stopnje donosa s CAPM modelom**

Zahtevana donosnost naložbe nam pove, za koliko mora biti korist, ki jo bo vlagatelj realiziral kdaj v prihodnosti, relativno večja od koristi, ki bi jo realiziral danes, da bi ta korist bila zanj enakovredna. Pri računanju sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov je uporabljena diskontna stopnja pravzaprav pričakovana stopnja donosa naložbe. Gre za takšno stopnjo donosa, ki jo lahko vlagatelj realizira z naložbo v alternativne vire s podobnim tveganjem. Zaradi tega nam predstavlja pričakovana stopnja donosa oportunitetni strošek. Če bi podjetja poslovala v razmerah **gotovosti**, kjer so prihodnji donosi gotov dogodek, torej so netvegani, bi bila zahtevana stopnja donosa tolikšna, da bi nam nadomestila časovno vrednost denarja (ang. risk free rate). Ker pa vemo, da podjetja v stvarnosti poslujejo v razmerah **negotovosti**, obstaja določeno tveganje, da dejanski donosi ne bodo enaki pričakovanim. Zato poleg časovne vrednosti denarja zanje zahtevamo še dodatno premijo za tveganje (Pintar, 2000, str. 22).

Pričakovani prihodnji donosi so predvidljivi samo do določene mere. Tako poleg predvidljivih dejavnikov vpliva na bodoče donose še cela vrsta slučajnih in nepredvidljivih dejavnikov.

Vsakokratni donosi zaradi tega običajno odstopajo od pričakovane vrednosti. Med slučajne dejavnike, ki vplivajo na obseg in naravo neto denarnega toka, štejemo npr. (Škof, 1994, str. 70):

- znižanje prodaje,
- nihanje prodajnih cen na trgu,
- odpoved pomembnih kupcev,
- nihanje cen inputov,
- stečaj, likvidacija ali nelikvidnost podjetja,
- škodni dogodki (požar, poplave, potres) in vprašanje ustreznosti zavarovanja,
- (ne)ustreznost managementa in napake managementa (napačne finančne ali strateške poteze),
- spremembe obrestnih mer,
- sprememba davčnih obremenitev,
- politično tveganje.

V razvitem svetu se za izračun zahtevane stopnje donosa v zadnjem času najbolj pogosto uporablja model CAPM. Predstavljamo ga z enačbo 1:

$$E(r_i) = r_f + [E(r_m) - r_f] * \beta \quad (1)$$

r_i zahtevana stopnja donosa za konkretno naložbo i

r_f stopnja donosa za netvegano naložbo

$E(r_m)$ pričakovana stopnja donosa tržnega premoženja

β mera sistematičnega tveganja

Enačba 1 simbolizira že omenjena dejstva, ki smo jo navedeli za razmere negotovosti. Zahtevana stopnja donosa je sestavljena iz stopnje donosa za netvegano naložbo (r_f) in premije za tveganje. Slednja se za vsako podjetje izračuna kot zmnožek tržne premije za tveganje in koeficienta beta. Koeficient beta nam pove obseg sistematičnega tveganja za izbrani vrednostni papir v primerjavi s tveganjem tržnega premoženja (povprečno tvegan vrednostni papir).

Za izračun zahtevane donosnosti potrebujemo tri ključne elemente:

- 1) stopnja donosa za netvegano naložbo (r_f): hipotetično je stopnja donosa za netvegano naložbo (ang. risk free rate) enaka donosu vrednostnega papirja, ki je popolnoma netvegan in ni koreliran z donosom nobene druge naložbe. Teoretično bi lahko to stopnjo določili s pomočjo donosnosti premoženja, ki bi imelo beta koeficient enak 0, kar pa v praksi ni izvedljivo. Zato si pomagamo z državnimi vrednostnimi papirji, ki veljajo na kapitalskem trgu za najvarnejšo oziroma za najmanj tvegano naložbo. Nekateri finančni analitiki zagovarjajo uporabo kratkoročnih vrednostnih papirjev, drugi pa uporabo dolgoročnih vrednostnih papirjev (10-letne državne obveznice). Slednji to argumentirajo z dejstvom, da tudi pri projekcijah denarnih tokov uporabljamo daljše obdobje (10-letno obdobje). Na ta način se ročnosti v obeh primerih ujemajo.

- 2) tržna premija za tveganje ali cena za tveganje $[E(r_m) - r_f]$: predstavlja dodaten donos nad »netvegano naložbo«, ki ga zahteva povprečni vlagatelj. Dodaten donos nam predstavlja razlika med pričakovano stopnjo donosa tržnega premoženja ($E(r_m)$) in stopnjo donosa za netvegano naložbo (r_f). Tržna premija za tveganje lahko temelji na podlagi »ex-post« podatkov ali »ex-ante« ocen. Pri oceni na podlagi preteklih podatkov je dobro vzeti čim daljše obdobje, da tako odpravimo vse anomalije, ki so se pojavile v preteklosti. Pri tem je mogoče za izračun uporabljati geometrijsko ali aritmetično povprečje, pri čemer daje slednje višje rezultate za tržno premijo za tveganje. Copeland in soavtorji (2000, str. 216) na podlagi izračunov za leto 2003 priporočajo za ameriška podjetja tržno premijo za tveganje v višini med 4,5 in 5 %, vendar lahko ta niha v odvisnosti od izbrane dolžine obdobja, v razponu od 3 do 8 %. V Sloveniji je težko določiti tržno premijo za tveganje, saj je slovenski trg kapitala še dokaj nerazvit in ima razmeroma kratko zgodovino⁵. Tržno premijo lahko »ex-ante« izračunamo tudi z uporabo naslednje enačbe:

$$E(r_m) = \frac{Div}{P} + g \quad (2)$$

$\frac{Div}{P}$ dividendna donosnost delniškega indeksa

g ocena stopnje rasti dividend

Dobljeni rezultat predstavlja pričakovano stopnjo donosa za tržno premoženje. Vendar tako dobljeni rezultat ni zanesljiv, saj model od analitika zahteva napoved stopnje rasti dividend v prihodnje, le-ta pa je lahko subjektivne narave. Druga kritika zadeva sam model, ki predvideva konstantno stopnjo rasti, kar je precej nerealno.

- 3) koeficient beta, ki meri sistematično tveganje (β): koeficient beta meri volatilnost posameznega vrednostnega papirja v primerjavi z volatilnostjo vseh vrednostnih papirjev na trgu. Gre za obseg sistematičnega tveganja posameznega vrednostnega papirja, ki ga ta prispeva k tveganju celotnega premoženja in ga zato z razpršitvijo ni mogoče odpraviti (Mramor, 2000, str. 73).

$$\beta = \frac{Cov(r_j, r_m)}{\sigma_M^2} = \frac{\rho_{JM} \sigma_J \sigma_M}{\sigma_M^2} = \rho_{JM} \frac{\sigma_J}{\sigma_M} \quad (3)$$

$Cov(r_j, r_m)$ kovarianca donosnosti konkretne naložbe (r_j) in tržnega premoženja (r_m)

σ_M^2 varianca donosnosti tržnega premoženja (r_m)

σ_M standardni odklon donosnosti tržnega premoženja (r_m)

σ_J standardni odklon donosnosti konkretne naložbe (r_j)

ρ_{JM} korelacijski koeficient med r_j in r_m

⁵ V praksi se največkrat uporabljajo podatki za ameriški ali nemški trg.

Za vse delniške družbe, ki kotirajo na razvitih trgih po svetu, lahko preko svetovnega spleta najdemo njihove ocene koeficientov beta, kar je tudi razlog za popularizacijo tega modela, saj je izračunavanje bete precej zahtevno.

Copeland in soavtorji (2000, str. 224) priporočajo pri računanju zahtevane stopnje donosa uporabo koeficienta beta za celotno panogo namesto koeficienta beta za posamezno podjetje. Ta je ponavadi bolj zanesljiv in vsebuje manj napak. Poleg tega pa so manjša podjetja bolj tvegana od večjih in so zaradi tega tudi koeficienti beta nasprotno sorazmerni z velikostjo podjetja. Najbolje je, da netehtano beto, ki se nanaša na podjetja brez dolga (ang. unlevered beta), prilagodimo glede na velikost finančnega vzvoda podjetja. Če se namreč podjetje dodatno zadolži in ni več financirano samo z lastniškim kapitalom, se takšnemu podjetju povečuje tveganje. Netehtano beto prilagodimo s pomočjo Hamadine enačbe (Brigham et al., 1999, str. 507):

$$\beta_L = \beta_U (1 + (1 - t) \left(\frac{D}{S} \right)) \quad (4)$$

β_L tehtana beta
 β_U netehtana beta
 t davčna stopnja
 $\frac{D}{S}$ razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom podjetja

3.2.3. Tveganje naložb

Velika večina vlagateljev tveganju ni naklonjena (ang. risk averse). To pomeni, da ob dani donosnosti preferirajo naložbe, ki niso tvegane, napram naložbam, ki so tvegane in imajo kot takšne bolj negotove denarne tokove oziroma donosnost. Večje tveganje jim pomeni manjšo korist(nost) naložb. Posledica takšnega obnašanja je, da so ob enakem pričakovanem donosu bolj tvegane naložbe vredne manj, kot tiste naložbe, ki so manj tvegane. To pomeni, da ima tveganje svojo ceno (in obseg). Pri finančnih naložbah v vrednostne papirje se to kaže v zahtevi po višji donosnosti vrednostnega papirja oziroma višjem diskontnem faktorju pri višjem tveganju (Mramor, 2000, str. 50). Da bi torej bili ljudje pripravljeni investirati tudi v bolj tvegane naložbe, se mora učinek tveganja izraziti v povečani zahtevani stopnji donosa. To je namreč osnovna ekonomska logika: večje kot je tveganje, višja je zahtevana stopnja donosa.

Tveganje posameznega vrednostnega papirja lahko merimo na različne načine. Enačba 5 na strani 23 predstavlja standardni odklon donosnosti kot mero celotnega tveganja naložbe, kadar poznamo verjetnostno porazdelitev njene donosnosti.

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n \left(r_i - \hat{r} \right)^2 * P_i} \quad (5)$$

$\hat{r}$ pričakovana donosnost vrednostnega papirja
 r_i posamezne donosnosti vrednostnega papirja
 P_i posamezne verjetnosti

Vrednostni papir je tem bolj tvegan, čim večja je varianca oziroma standardni odklon njegove donosnosti (Mramor, 2000, str. 53). Ker pa lahko investitor naloži papirje v več (tveganih) vrednostnih papirjev, lahko na ta način zmanjša celotno tveganje premoženja. Zato ne moremo trditi, da je lahko sama variabilnost donosnosti posameznega papirja merilo za njegovo tveganje.

Variabilnost donosnosti je prava mera samo za tveganje celotnega premoženja. Zato si pri tveganju posameznega papirja pomagamo s koeficientom beta, ki meri relativni obseg njegovega sistematičnega tveganja. To je tveganje, ki ga z razpršitvijo premoženja med več naložb ni mogoče odpraviti (Mramor, 2000, str. 73). Če je vrednost koeficienta beta večja od 1, je vrednostni papir bolj tvegan od tržnega premoženja. To vpliva na povečanje premije za tveganje in posledično tudi na povečanje zahtevane stopnje donosa. Pri tem pa se, kot smo že ugotovili, zniža sedanja vrednost podjetja. Obratno velja, kadar je koeficient beta manjši od 1.

3.2.4. Drugi dejavniki vrednosti podjetja

Med druge dejavnike, ki vplivajo na vrednost podjetja, lahko uvrstimo zunanje dejavnike. Pri tem imamo v mislih splošne značilnosti domačega poslovnega okolja, ki v veliki meri vplivajo na uspešnost poslovanja podjetja. Najpomembnejši zunanji dejavniki, ki lahko vplivajo na vrednost podjetja, so (Maček, 1993, str. 7):

- odvisnost od cikličnosti domačega gospodarstva (podjetje se zgolj prilagaja gibanju gospodarstva);
- rast bruto domačega proizvoda (v veliki meri določa rast podjetja in tako vpliva na vrednost podjetja);
- investicije in podjetniška donosnost (v državah z nizko investicijsko stopnjo ne moremo pričakovati visoke donosnosti kapitala);
- inflacijska stopnja (lahko vpliva na vrednost podjetja pozitivno ali negativno, odvisno od povišanja cen prodajnih izdelkov in stroškov);
- obrestna mera (obrestna mera ima lahko dvojni učinek na vrednost podjetja. Po eni strani vpliva na stroške financiranja (odvisno od virov kapitala), po drugi strani pa vpliva na potrošnjo v gospodarstvu, ter tako na prihodke iz prodaje podjetja);
- vklučenost v mednarodno gospodarstvo (večja internacionalizacija podjetja naj bi zmanjševala tveganje podjetja zaradi njegove razpršenosti prodaj, po drugi strani pa se to tveganje povečuje zaradi tveganja spremembe deviznih tečajev);

- g) panožna dejavnost (primerjamo podatke podjetja s splošnimi razmerami in trendi v panogi);
- h) tehnologija (vpliva na produktivnost in s tem na stroške podjetja);
- i) konkurenca (v razmerah konkurence podjetje bistveno težje povečuje svoj tržni delež, kar pomeni, da podjetje težje dosega večje stopnje rasti);
- j) politične razmere (stabilne politične razmere zmanjšujejo tveganje);
- k) stabilnost virov (zanesljivost dobaviteljev in trajnost njihovih dobav).

Predstavljenih dejavnikov pri izračunu vrednosti Podjetja X ne bomo upoštevali, ker so ocene letih zelo subjektivne, odvisne pač od osebe, ki ocenjuje njihov vpliv na vrednost podjetja. Navedli smo jih zgolj kot opozorilo, da je mnogo dejavnikov, ki vplivajo na vrednost podjetja, ki jih modeli vrednotenja podjetij ne upoštevajo. So pa prisotni in dejanska vrednost ocenjevanega podjetja je mnogokrat odvisna prav od njih.

3.3. TRADICIONALNE IN SODOBNE MERE USPEŠNOSTI POSLOVANJA

Tradicionalna razlaga večanja vrednosti za lastnika temelji na računovodsko ugotovljenem dobičku podjetja. Metode in tehnike tradicionalne finančne analize se prvenstveno nanašajo na analizo računovodskih kazalcev in na analizo absolutnih računovodskih podatkov (analiza absolutnih podatkov, indeksi rasti, strukturni deleži, preseki bilanc in finančni kazalniki), njen temeljni problem z vidika managementa pa je, da poskuša ugotoviti finančne posledice poslovnih odločitev brez jasnega kriterija, kaj je cilj poslovnih odločitev (Mramor 2001b, str. 5). Pomanjkljivost tradicionalnih konceptov presojanja uspešnosti poslovanja se torej pokaže, ko jih poskušamo uporabiti kot sodilo vrednosti za lastnika podjetja. Tradicionalni koncepti se v tem primeru niso izkazali kot uspešni, saj računovodske kategorije ne vsebujejo celotnih stroškov kapitala, tveganja in časovnih preferenc denarja.

Tradicionalni koncepti se ozko usmerjajo na poslovanje podjetja v preteklosti in spodbujajo eno od največjih in prepogostih napak managementa, ki je kratkoročna naravnost (Gruban, 1999, str. 46)⁶.

Med tradicionalne koncepte uspešnosti poslovanja štejemo:

- dobiček na delnico (ang. earnings per share, EPS),
- dobičkonosnost navadnega kapitala (ang. return on equity, ROE),
- dobičkonosnost investicij (ang. return on investment, ROI) in
- donosnost sredstev (ang. return on assets, ROA).

⁶ Podjetje lahko npr. z zmanjšanjem potrebnih izdatkov za raziskave in razvoj kratkoročno poveča računovodski dobiček. Če bi kapitalski trgi reagirali na računovodski dobiček, bi morali tudi v praksi zaslediti podjetja, ki veliko vlagajo v raziskave in razvoj in zato poslujejo z manjšimi dobički in nizko tržno vrednostjo kapitala (Booth, 1998, str. 8).

Tradicionalna sodila uspešnosti so lahko sicer tudi dobra sodila učinkovitosti poslovanja, če se zavedamo njihovih omejitev. V splošnem jih lahko uporabljamo za primerjavo različnih podjetij med sabo ali pa za analizo poslovanja določenega podjetja v določenem časovnem obdobju.

Razvoj **sodobnih finančnih modelov** presojanja uspešnosti poslovanja podjetij je rezultat delovanja statistikov, ekonomistov in managerjev, ki so poskušali bolje razumeti in izboljšati poslovanje podjetja v razvitem tržnem gospodarstvu. Odločilno prelomnico v tem razvoju predstavlja odkritje pravila neto sedanje vrednosti (ang. net present value, NPV), ki ga je definiral t.i. oče matematične ekonomije Fisher (1930). V matematični enačbi je združil koristi in stroške v prihodnosti in oboje reduciral na denarne tokove, ki jih je nato diskontiral v sedanjost. V sedanjosti oziroma v tekoče denarne enote preračunani prihodnji denarni stroški in koristi naj bi bili po Fisherju najboljše sodilo za sprejemanje poslovnih odločitev. Postavil je odločitveno pravilo, ki temelji na neto sedanji vrednosti: izbrati moramo tisto investicijo, ki da največjo neto sedanjo vrednost.

Bistvena razlika med tradicionalnimi in sodobnimi finančnimi koncepti je v tem, da sodobni finančni koncepti temeljijo na jasno opredeljenem cilju poslovanja podjetja, ki je maksimiranje vrednosti podjetja oziroma vrednosti za lastnika. Takšna opredelitev cilja poslovanja podjetja je skupaj s Fisherjevim konceptom neto sedanje vrednosti omogočila izdelavo modelov vpliva poslovnih odločitev na vrednost podjetja oziroma na vrednost za lastnika. Sodobna finančna analiza tako na neposreden in analitično obvladljiv način omogoča odgovor na vprašanje, kateri so ključni dejavniki in kako le-ti vplivajo na premoženje finančnih investorjev, ki je naloženo v podjetje (Mramor, 2001b, str. 7).

Če lahko rečemo, da imajo ključni koncepti, na katerih temeljijo današnji sodobni modeli, korenine v daljnih dvajsetih letih prejšnjega stoletja, je možno večino današnjih razprav prevesti na problem, kako pridobiti primerne računovodske podatke in jih vstaviti v teoretično pravilne ekonomske modele. Problem je v tem, da se izračun investiranega kapitala omejuje na opredmetena sredstva, začetni stroški se ne upoštevajo, ne upoštevajo se investicije v razvoj dobrih odnosov s kupci, dobavitelji in zaposlenimi itd. (William, 2001, str. 8).

Današnje poslovno okolje podjetij, preprosto zahteva, da management uporablja modele, ki presegajo praznino med računovodskim presojanjem uspešnosti in vrednotenjem poslovnih odločitev, ki omogočajo boljše strateške odločitve. Ti modeli so lahko samo modeli na osnovi konceptov vrednostno usmerjenega vodenja podjetja (ang. value based management, VBM), saj samo ti upoštevajo velikost denarnih tokov in njihovo časovno vrednost (Ottoson, Weissenrieder, 2001, str. 2). Pomembnejši VBM modeli so:

- model diskontiranega denarnega toka (ang. dicounted cash flow, DCF),
- model ekonomske dodane vrednosti (ang. economic value added, EVA) in
- model denarnega toka dobičkonosnosti naložbe (ang. cash flow return on investment, CFROI).

3.3.1. EVA kot mera uspešnosti podjetja

Ekonomska dodana vrednost (ang. economic value added, EVA) je sodilo, ki v denarju izraža dodano vrednost, ki jo ustvarja podjetje (Stewart, 1998, str. 136). Največ podjetij, ki uporabljajo model ekonomske dodane vrednosti kot sodilo uspešnosti poslovanja, nanj običajno tudi veže sisteme nagrajevanja managerjev in to na vseh ravneh. V večini primerov merijo vsakoletne spremembe ekonomske dodane vrednosti, bolj redko pa sedanjo vrednost napovedanih ekonomskih dodanih vrednosti. Nagrada managementa je pogosto odvisna od tega, koliko je ekonomska dodana vrednost v tekočem obdobju večja od ekonomske dodane vrednosti v preteklem obdobju. Managerji so lahko tudi nagrajeni, če presežejo pričakovano vrednost ekonomske dodane vrednosti, vendar pa se uporaba pričakovane EVA, po mnenju mnogih, prelahko zlorablja.

Podjetja, ki so se odločila za model ekonomske dodane vrednosti so to storila tudi na najnižjih ravneh v podjetju. Takšna podjetja pa se lahko srečujejo s precejšnjimi problemi pri oceni ekonomske dodane vrednosti na teh ravneh upravljanja v podjetju. Običajno takšna podjetja na ekonomsko dodano vrednost vežejo tudi nagrajevanje uspešnosti zaposlenih.

Skupini zunanjih analitikov in upraviteljev premoženja sta pomemben del zunanje javnosti, ki se zaradi doseganja presežnih donosov tudi vse bolj usmerja v uporabo modela ekonomske dodane vrednosti. Ti dve skupini pa sta precej omejeni v aplikaciji modela, saj so jim na voljo samo informacije, ki jih podjetja javno objavljajo, zato običajno poskušajo z dodatnimi popravki javno objavljenih informacij priti do pravilnejših ocen. Vsakoletno primerjanje medletnih ekonomskih dodanih vrednosti, ocenjenih na tak način, izgleda preveč preprosto, da bi lahko bilo uporabno. Sklepanje na osnovi tako izračunanih ekonomskih dodanih vrednosti lahko pripelje do zelo napačnih zaključkov (Damodaran, 2001, str. 55).

Ekonomska dodana vrednost omogoča preusmeritev pozornosti na presežno dodano vrednost oziroma opozarja na dejstvo, da ni pomembno, koliko dobička realizira podjetje, ampak koliko presežnega dobička realizira. To je dobička, ki je nad stroški financiranja. Uporaba absolutnega namesto odstotnega sodila ekonomske dodane vrednosti omogoča boljši vpogled v projekte, ki prispevajo k ustvarjanju vrednosti podjetja. Podjetje mora realizirati vse projekte, ki zagotavljajo donose, ki so večji od stroškov financiranja, ne glede na to, da so nekateri bolj, nekateri pa manj donosni, saj maksimiranje ekonomske dodane vrednosti pomeni tudi maksimiranje vrednosti podjetja.

V praksi se poskuša s kombinacijo sodobnih finančnih in nefinančnih modelov priti do učinkovitega orodja, s katerim bo management lahko učinkovito povečeval vrednost za lastnike. Tako model ekonomske dodane vrednosti kot model BSC⁷ sta uporabno orodje managementa za večanje vrednosti za lastnike. Model ekonomske dodane vrednosti je uporaben pri sledenju ustvarjanja vrednosti v podjetju, medtem ko je model nefinančnega vidika merjenja uspešnosti

⁷ Nefinančni vidiki merjenja uspešnosti (ang. balanced scorecard, BSC).

zelo močno komplementarno orodje s tem, ko omogoča uresničevanje strateških in operativnih planov, katerih namen je iskanje možnosti, ki bodo večale vrednost za lastnike (2GC Active Management, 2001, str. 7).

V bistvu sta si koncept ekonomske dodane vrednosti in koncept nefinančnega vidika merjenja uspešnosti, gledano s finančnega vidika, zelo podobna. Sam izračun ekonomske dodane vrednosti namreč temelji na elementih, ki so povezani s prihodki, stroški, investiranim kapitalom in stroški, povezanimi z investiranim kapitalom. Pri sami aplikaciji koncepta ekonomske dodane vrednosti v celotni organizaciji so definicije teh elementov povezane s strateškimi in operativnimi plani, katerih cilj je ravno izboljšava vrednosti teh elementov in s tem večanje vrednosti za lastnika. Sodila, do katerih pride model BSC, so v praksi mnogokrat zelo podobna ravno tem elementom izračuna modela ekonomske dodane vrednosti, zato je priporočljivo, da se s pomočjo modela ekonomske dodane vrednosti poveča verodostojnost izbora finančnih sodil v okviru modela BSC (2GC Active Management, 2001, str. 10).

3.3.2. CFROI kot sodilo uspešnosti poslovanja podjetja

Modeli, ki izražajo dodajanje vrednosti v denarno izraženih vrednostih, naj bi vodili v slabšo alokacijo kapitala podjetja, ker predpostavljajo, da je na voljo dovolj kapitala za vse projekte s pozitivno sedanjo vrednostjo. Z donosom izraženo sodilo pa podjetju nasprotno omogoča, da doseže največji donos z omejenim obsegom kapitala. Model denarnega toka od investicij (CFROI) se v primeru omenjenega obsega kapitala podjetja pokaže za boljše sodilo.

Tradicionalna sodila uspešnosti podcenjujejo ali precenjujejo uspešnost poslovanja, ker so opredeljena na preostali, računovodski vrednosti sredstev. CFROI model se osredotoči na začetne investicije v sredstva, zato je kot sodilo uspešnosti boljše od tradicionalnih sodil, vključno s sodilom ekonomske dodane vrednosti. V primeru kapitalno intenzivnih podjetij je ta prednost še bolj izrazita. CFROI model predpostavlja končno življenjsko dobo sredstev, zato je boljše sodilo od modela diskontiranih denarnih tokov in od modela ekonomske dodane vrednosti. S tem, ko predpostavlja končno življenjsko dobo, odpade potreba po izračunavanju končne vrednosti podjetja in sprejemanju predpostavk o podjetju v zelo oddaljeni prihodnosti. V nasprotju s tradicionalnimi sodili in celo modelom ekonomske dodane vrednosti, se CFROI model osredotoča na denarne tokove. Mnenja o tem so v literaturi deljena, saj nedenarni stroški, ki jih prištevamo k čistemu dobičku iz poslovanja po davkih (NOPLAT), niso na razpolago lastnikom podjetja, ker so to denarni tokovi pred investicijami in v realnih vrednostih (Damodaran, 2001, str. 68).

Model CFROI je po mnenju zagovornikov primernejši za uporabo na najvišjih ravneh vodenja podjetja, kjer je še posebej pomembna natančnost izračunane vrednosti podjetja. Na nižjih ravneh vodenja podjetja pa je model manj primeren, saj je prehod na operativne dejavnike vrednosti, ki omogočajo izboljšanje poslovnih procesov v podjetju, precej zapleten (Madden, 1999, str. 210-211).

3.3.3. Model uravnoteženega merjenja in presojanja uspešnosti poslovanja podjetja

Sodobni modeli uspešnosti poslovanja podjetja so moderen poizkus aplikacije že dolgo znanih konceptov neto sedanje vrednosti, njihovo osrednje vprašanje pa je, kako korigirati popačene računovodske podatke in jih uporabiti v teoretično pravilnih modelih, ki določajo sodila uspešnosti. Najpomembnejše pri tem je, da ti modeli omogočajo vzpostavitev take organizacije, ki motivira management, da sprejema odločitve, ki jih vodijo k ustvarjanju vrednosti za lastnika. Večino sodobnih modelov uspešnosti poslovanja podjetij je mogoče razdeliti v dve veliki skupini, ki imata različni izhodiščni filozofiji (Bergant, 1998, str. 92):

- izhajajo predvsem iz finančnih kategorij in
- vključujejo tudi druge izide poslovanja podjetij.

Prva skupina vključuje tradicionalne in sodobne finančne koncepte uspešnosti poslovanja, ki so bila predstavljena v prejšnjih odstavkih, značilnost druge skupine modelov pa je, da finančne kategorije dopolnjujejo z nefinančnimi. Tudi zagovorniki sodobnih modelov poslovanja podjetij se v glavnem strinjajo, da je v sodobnih poslovnih okoljih potrebno finančne modele obravnavati tudi z nefinančnega vidika. Danes ni mogoče zanikati uporabnosti sodobnih finančnih modelov, ki temeljijo na diskontiranju denarnih tokov, čeprav je res, da se težišče preveša k nefinančnim informacijam, saj naj bi bila pomanjkljivost finančnih informacij v tem, da ne nudijo vpogleda v dejavnike, ki so uspešnost (gledano s finančnega vidika) omogočili (Rejc, 1998, str. 485). V strokovni javnosti zato prevladuje stališče, da je zelo pomembna komplementarnost obeh skupin modelov, saj so samo tako oblikovane informacije lahko podlaga za kvalitetne in pravilne odločitve, ki jih sprejemajo vodstva podjetij.

Med prvimi, ki so začeli opozarjati na pomen nefinančnih informacij sta bila Johnson in Kaplan, ki sta leta 1990 zasnovala t.i. model uravnoteženega merjenja in presojanja uspešnosti poslovanja podjetja in ga poimenovala »The Balanced Scorecard« (v nadaljevanju BSC). Model je oblikovan na sistematičnem zbiranju povratnih informacij o poslovanju, s pomočjo katerih je mogoče izvajati sprejete strategije podjetja. Model celovito zajema vidike poslovanja podjetja. Njegova celovitost se kaže skozi izbor vidikov poslovanja podjetja, ki ga zajema s štirimi skupinami kazalcev⁸:

- **finančni rezultati** (obvladovanje tveganja, rast prihodkov, zmanjševanje stroškov in rast produktivnosti, uporaba sredstev in investicijska strategija), ki jih upošteva glede na fazo tržne rasti, v kateri se podjetje nahaja (rast, stabilnost ali zrelost),
- **vidik kupcev** (tržni delež, pridobivanje novih kupcev in ohranjanje starih, zadovoljstvo kupcev, dobičkonosnost kupcev, vrednost za kupce, ki je zajeta v izdelkih in storitvah),
- **notranji poslovni procesi** (merjeni skozi verigo vrednosti od ugotovljenih potreb kupcev do zadovoljitve teh potreb, kar zajema inovacijski, proizvodni ter prodajni proces),
- **vidik učenja in rasti** (zmožnosti in zadovoljstvo zaposlenih, produktivnost, fluktuacija, zmogljivost informacijskega sistema ter motiviranost in decentraliziranost).

⁸ 2GC Active Management. (URL:<http://www.2GC.co.uk>).

V praksi se poskuša s kombinacijo sodobnih finančnih in nefinančnih modelov priti do še učinkovitejših modelov uspešnosti poslovanja podjetij. Sodobni finančni koncepti so lahko v praksi podlaga za finančni vidik v okviru modela BSC. Sodobni finančni koncepti pomagajo identificirati dejavnike vrednosti, ki dolgoročno povečujejo vrednost za lastnike in so hkrati podlaga za izbor kazalcev modela povezanih kazalnikov. Skupaj s sistemom povezanih kazalnikov so zato lahko dobro orodje v rokah managementa, ki mu omogoča, da se lahko bolj učinkovito osredotoči na ustvarjanje vrednosti za lastnika.

Zaključimo lahko z ugotovitvijo, da sodobni finančni koncepti omogočajo spremljanje ustvarjanja vrednosti, sistem povezanih kazalnikov pa je dobro komplementarno orodje za izvajanje strateških in operativnih planov, katerih namen mora biti ustvarjanje vrednosti za lastnika.

Ocena notranje vrednosti Podjetja X bo temeljila na sledečih modelih vrednotenja: model diskontiranih denarnih tokov (DCF), model ekonomske dodane vrednosti (EVA) in model denarnega toka od investicij (CFROI). Vsi omenjeni modeli temeljijo na konceptu neto sedanje vrednosti (NPV).

3.4. MODEL DISKONTIRANIH DENARNIH TOKOV

3.4.1. Opredelitev denarnega toka

Prosti denarni tok (ang. free cash flow, FCF) je denarni tok po plačilu davkov in vseh investicijah podjetja in predstavlja razliko med vsemi prihodki in izdatki podjetja. Opredeljen je kot poslovno finančna kategorija, ki je neodvisna od načina financiranja podjetja (Mauboussin, 1997, str. 7). Izvira iz rednih ali osnovnih dejavnosti podjetja in je na voljo vsem, ki investirajo v podjetje, tako upnikom kot tudi lastnikom.

V strokovni literaturi (Madden, 1999, str. 212) se pojavljajo najmanj tri definicije prostega denarnega toka:

1. Zgoraj opisana definicija prostega denarnega toka, ki je enakovredna definiciji neto denarnih pritokov (ang. net cash receipts, NCR) in jo uporabljajo avtorji CFROI modela vrednotenja.
2. Je celoten denarni tok, zmanjšan za stroške obresti in plačilo dividend, del izdatkov za investicije, ki jih analitik po občutku izloči.
3. Je presežek denarnega toka nad tistim, ki je potreben za financiranje vseh projektov podjetja, ki imajo pozitivno neto sedanjo vrednost.

Izračun celotnega prostega denarnega toka podjetja pričnemo z dobičkom pred plačilom davkov in obresti (ang. earnings before interest and taxes, EBIT), od katerega odštejemo prilagojeni davek in prištejemo odložene davke. EBIT vključuje večino prihodkov in stroškov iz poslovanja, ne vključuje pa: prihodkov in stroškov od obresti, izrednih prihodkov in odhodkov ter prihodkov od neposlovnih investicij podjetja. Edini nedenarni strošek, ki ga vključuje EBIT, je

amortizacija. Ponovni izračun davka je potreben zaradi davčnega ščita, ki ga omogoča financiranje z dolgom. Prilagojeni davek na dobiček predstavlja davek, ki bi ga plačali, če bi bil EBIT osnova za plačilo davka (Bergant, 1998, str. 94).

Tabela 1: Prikaz izračuna prostega denarnega toka (FCF) podjetja

EBIT (dobiček iz poslovanja)
- Prilagojeni davek na dobiček
+ Odloženi davki
= NOPLAT (čisti dobiček iz poslovanja po davkih)
- Investicije podjetja (povečanje obratnega kapitala + nove investicije v osnovna sredstva podjetja)
= FCF (prosti denarni tok podjetja)
+ Denarni tok iz neposlovnih investicij podjetja
= Celoten prosti denarni tok podjetja

Vir: Bergant, 1998, str. 23.

Razlika med EBIT in prilagojenim davkom na dobiček je **čisti dobiček iz poslovanja podjetja po davkih** (ang. net operating profit less adjusted taxes, NOPLAT). Čisti dobiček iz poslovanja podjetja po davkih je tako v bistvu za finančni vzvod oziroma na denarno osnovo prilagojen čisti dobiček iz poslovanja. Prosti denarni tok je sedaj enak razliki med NOPLAT in vsemi investicijami podjetja. V tabeli 1 prikazujemo postopek izračuna prostega denarnega toka.

Prosti denarni tok podjetja lahko ekvivalentno izračunamo tako, da čistemu dobičku iz poslovanja prištejemo vse nedenarne stroške podjetja in povečanje obratnega kapitala podjetja in nove investicije v sredstva podjetja. Če prostemu denarnemu toku dodamo amortizacijo in ostale nedenarne stroške, kot so povečanja kratkoročnih obveznosti iz poslovanja in povečanja pasivnih časovnih razmejitev, dobimo **bruto denarni tok** podjetja oziroma razpoložljivi denarni tok, ki je na voljo za investicije in za vzdrževanje obstoječih sredstev podjetja. Analogno pridemo do **bruto investicij** podjetja, če te nedenarne stroške prištejemo neto investicijam podjetja (Bergant, 1998, str. 23-24).

Vrednost celotnega prostega denarnega toka je pomembna zato, ker daje lastnikom informacijo o tem, kakšna je sposobnost podjetja za izplačevanje določene dividende, in pove, če je izbrana politika dividend dolgoročno vzdržna. Če podjetje izplačuje lastnikom višje dividende, kot je celotni prosti denarni tok podjetja, se mora dodatno zadolžiti ali izdati nove delnice. To prinaša negativne posledice, kot so stroški izdaje novih vrednostnih papirjev, višja zadolženost od optimalne in zavračanje morda zanimivih investicij, ki bi večale vrednost podjetja. Izplačevanje dividend lastnikom, ki so bistveno nižje od prostega denarnega toka pa pomeni, da podjetje zadržuje denar in izplačuje manjše dividende od tistih, ki bi jih lahko izplačalo⁹.

⁹ Številne študije v razvitih tržnih gospodarstvih so pokazale, da podjetja tako akumulirani denar velikokrat porabijo za financiranje nesmotrnih prevzemov ali investicij, ki znižujejo vrednost podjetja (Ivanko, 2000, str. 21).

Vrednotenje podjetja na osnovi diskontiranja denarnih tokov predpostavlja trajni obstoj podjetja, kar pomeni, da sredstva podjetja nimajo določene življenjske dobe. Denarne tokove podjetja je zato potrebno napovedati zelo daleč v prihodnost. V praksi je potrebno vrednotenje poenostaviti tako, da se prihodnost podjetja razdeli na obdobje eksplicitne napovedi denarnih tokov in na preostalo obdobje, to je obdobje od konca eksplicitnega obdobja napovedovanja v neskončnost. Vrednotenje podjetja potem vključuje denarne tokove sredstev v času eksplicitne napovedi in denarne tokove v obdobju po eksplicitni napovedi denarnih tokov. Vrednost podjetja je tako sestavljena iz sedanje vrednosti denarnih tokov v eksplicitnem obdobju napovedi in sedanje vrednosti denarnih tokov po eksplicitnem obdobju napovedi (Mramor, 1999, str. 36).

Vrednost sredstev po eksplicitnem obdobju napovedovanja imenujemo **končna vrednost** (ang. terminal value, TV). Končna vrednost lahko pomeni enako kot preostala vrednost (ang. residual/salvage value), ki sicer predstavlja vrednost osnovnega sredstva na koncu življenjske dobe, ali pa pomeni vrednost podjetja na koncu eksplicitne napovedi denarnih tokov (Mramor, 1999, str. 37). V praksi so bile razvite preproste formule za izračun končne vrednosti, ki olajšajo napovedovanje denarnih tokov v zelo oddaljeni prihodnosti podjetja.

3.4.2. ROIC kot sodilo uspešnosti poslovanja podjetja

V procesu vrednotenja je napovedani prosti denarni tok tisti, ki določa vrednost podjetja. Določimo ga tako, da napovemo prilagojeni dobiček iz poslovanja (NOPLAT) in investicije podjetja. Ključni podatek za vrednotenje z diskontiranjem prostega denarnega toka je pričakovana rast prilagojenega dobička iz poslovanja in s tem rast podjetja. Ta je odvisna od produkta med deležem NOPLAT, ki ga podjetje namenja za investicije, in donosnostjo teh investicij. Dobičkonosnost teh investicij je v okviru modela diskontiranih denarnih tokov opredeljena z dobičkonosnostjo investiranega kapitala (ang. return on invested capital, ROIC), ki ga računamo po spodnji enačbi:

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{IC} \quad (6)$$

ROIC.....donosnost investiranega kapitala
 NOPLAT.....prilagojeni dobiček iz poslovanja
 IC.....investirani kapital

Investirani kapital podjetja je opredeljen kot vrednost sredstev, s katerimi podjetje opravlja svojo osnovno dejavnost. Iz bilance stanja ga določimo kot vsoto knjižne vrednosti neto obratnega kapitala neopredmetenih osnovnih sredstev in opredmetenih osnovnih sredstev ter vseh ostalih sredstev, ki sodelujejo v poslovanju podjetja. Obratni kapital mora vsebovati samo sredstva, ki so potrebna za osnovno dejavnost podjetja, zato moramo izločiti finančne naložbe podjetja, ki jih trenutno poseduje podjetje in so namenjena kasnejšim investicijam ali razdelitvi lastnikom. V literaturi takšna sredstva imenujejo: presežni tržni vrednostni papirji (ang. excess marketable

securites). Dolgoročne finančne naložbe moramo prav tako obravnavati kot neoperativni kapital podjetja.

Investirani kapital lahko enakovredno določimo s strani virov financiranja. V tem primeru pridemo do rezultata tako, da od vsote dolgoročnih in kratkoročnih obveznosti iz financiranja, kapitala in dolgoročnih rezervacij, odštejemo kratkoročne finančne investicije, dolgoročne finančne investicije in odkupljene lastne delnice.

Tako stopnja reinvestiranja kot donosnost investiranega kapitala morata odražati vrednosti, ki jih pričakujemo v prihodnosti. Donosnost investiranega kapitala pogosto ocenjujemo na osnovi knjižnih vrednosti. Običajno se predpostavlja, da je tako izračunana donosnost investiranega kapitala dober približek donosa, realiziranega z obstoječimi sredstvi podjetja, in tudi dobra osnova za napoved donosnosti investicij podjetja v prihodnosti. Najpomembnejši aspekt pri izračunu donosnosti investiranega kapitala je, da definiramo števec in imenovalec konsistentno. Z drugimi besedami to pomeni, da moramo v primeru, če vključimo neko sredstvo v investirani kapital, denarne tokove, ki so povezani s tem sredstvom, tudi vključiti v NOPLAT (Copeland et al., 2000, str. 165).

3.4.3. Ocenjevanje končne vrednosti

Omenili smo, da je pri vrednotenju podjetja potrebno upoštevati predpostavko trajnega obstoja podjetja, ki zahteva napovedovanje prostega denarnega toka daleč v prihodnost. To je zelo težavno in nezanesljivo opravilo, zato se postopek vrednotenja v praksi poenostavlja. Ena možnost je ta, da napoved raztegnemo na zelo dolgo obdobje v prihodnost in tako postane končna vrednost podjetja zelo majhna (obdobje npr. 100 let). Ta predpostavka izhaja iz časovne vrednosti denarja (Mramor, 1993, str. 191), ki zelo oddaljenim prostim denarnim tokovom zaradi večje negotovosti pripisuje zelo majhno sedanjo vrednost.

Odločimo pa se lahko za krajše, eksplicitno obdobje napovedovanja prostega denarnega toka, na koncu katerega ocenimo t.i. **končno vrednost** podjetja, ki je enaka vrednosti vseh prostih denarnih tokov od konca eksplicitnega obdobja v neskončnost. Z upoštevanjem določenih predpostavk lahko pridemo do preprostih enačb, ki določajo vrednost podjetja v eksplicitnem obdobju napovedovanja. S kvalitetno oceno končne vrednosti odpade potreba po napovedovanju poslovanja podjetja daleč v prihodnost. Ker predstavlja končna vrednost podjetja običajno precejšni del celotne vrednosti podjetja, je zelo pomembno, da jo kar se da dobro ocenimo. V nekaterih primerih (npr. t.i. 'high tech' podjetja) lahko predstavlja končna vrednost tudi več kot 100 % sedanje vrednosti podjetja, kar dejansko pomeni, da bodo investicije podjetju ustvarjale vrednost šele v obdobju po eksplicitni napovedi prostega denarnega toka. Omenimo dva druga pristopa: na osnovi rastočega prostega denarnega toka in na osnovi donosnosti investiranega kapitala (ROIC).

Prvi pristop predpostavlja konstantno rast prostega denarnega toka po eksplicitnem obdobju napovedovanja. Ta pristop je v bistvu enakovreden razpotežitvi obdobja napovedovanja v neskončnost, pri čemer je rast prostega denarnega toka konstantna (enačba 7):

$$TV = \frac{FCF_{t+1}}{(WACC - g)} \quad (7)$$

TV..... končna vrednost
 FCF_{t+1} prosti denarni tok v prvem letu po eksplicitnem obdobju
 g pričakovana stopnja rasti prostega denarnega toka
WACC..... povprečen strošek kapitala

Pri tem je pomembno, da pravilno ocenimo rast prostih denarnih tokov po eksplicitnem obdobju napovedovanja. Po eksplicitnem obdobju napovedovanja je namreč rast prostih denarnih tokov običajno manjša kot v obdobju eksplicitnega napovedovanja, zato je tudi delež čistega dobička iz poslovanja po davkih, ki je namenjen investicijam za zagotavljanje te rasti, manjši kot v eksplicitnem obdobju napovedovanja. Posledica tega je, da je tudi večji del prostega denarnega toka na razpolago investitorjem. Če ne upoštevamo tega dejstva, lahko podcenimo končno vrednost podjetja.

Druga različica da enak rezultat, le da je imenovalec izražen z NOPLAT v prvem letu po eksplicitnem napovedovanju ter pričakovanim ROIC in rastjo podjetja v obdobju po eksplicitni napovedi (enačba 8):

$$TV = \frac{NOPLAT_{t+1} \left(\frac{1-g}{ROIC} \right)}{(WACC - g)} \quad (8)$$

Pomembno je, da parametre v tej enačbi kar se da natančno določimo, ker je končna vrednost zelo občutljiva na njihove spremembe. Parametri morajo odražati pričakovano dolgoročno stabilno stanje, v katero bo prešlo podjetje v scenariju, ki ga vrednotimo. NOPLAT mora odražati dolgoročne trende gibanja prihodkov in stroškov. Ocena prostega denarnega toka je odvisna od velikosti NOPLAT in od obsega potrebnih investicij v prihodnosti, ki so v obdobju po eksplicitni napovedi običajno nižja. Pričakovana donosnost investiranega kapitala novih investicij mora biti konsistenten s pričakovanimi konkurenčnimi pogoji poslovanja. Ekonomska teorija opozarja, da bo konkurenca v panogi za večino podjetij dolgoročno znižala presežne donose. Če pričakujemo, da podjetje dolgoročno ne bo zdržalo konkurenčnih prednosti, moramo predvideti, da bo donosnost investiranega kapitala dolgoročno enak tehtanim povprečnim stroškom kapitala. Pri oceni rasti podjetja moramo upoštevati, kakšna bo rast celotnega gospodarstva, in dejstvo, da malo podjetij dolgoročno raste hitreje od gospodarstva. Tehtano povprečje stroškov kapitala mora odražati vzdržno finančno strukturo in tveganje, ki je konsistentno s pričakovanimi razmerami v panogi, v kateri podjetje deluje.

3.4.4. Vrednotenje podjetja po modelu DCF

V tem poglavju bo predstavljeno, kako poteka celoten proces vrednotenja podjetja z DCF modelom. Proces lahko razdelimo v štiri korake:

- analiza tekočega in preteklega poslovanja,
- napoved poslovanja v prihodnosti,
- ocena stroškov kapitala in izračun končne vrednosti in
- izračun vrednosti podjetja.

Pri **analizi preteklega in tekočega poslovanja** se osredotočimo na dejavnike vrednosti. Ključni dejavnik je donosnost investiranega kapitala. Saj podjetje povečuje svojo vrednost samo v primeru, če je donosnost investiranega kapitala večja od stroška kapitala (WACC). Vrednost podjetja je sicer odvisna od velikosti prostega denarnega toka, njegovo povečanje oziroma rast pa od produkta donosnosti investiranega kapitala in stopnje reinvestiranja. Za izračun donosnosti investiranega kapitala (ROIC) moramo iz bilanc podjetja najprej določiti prilagojeni dobiček iz poslovanja (NOPLAT) in investirani kapital (IC). Z NOPLAT in IC je ROIC določen. Sedaj se lahko usmerimo samo v analizo ključnega dejavnika vrednosti.

Copeland (2000, str. 172) predlaga, da si analizo organiziramo tako, da donosnost investiranega kapitala razčlenimo na ključne komponente, ki ga določajo. ROIC je mogoče členiti do najnižje operativne ravni v podjetju, kar v bistvu ni nič drugega kot sistematično organiziranje dejavnikov vrednosti v smiselne skupine, ki omogočajo odkrivanje potencialov za večanje vrednosti podjetja. Kako bomo razstavili ROIC je odvisno od podjetja do podjetja in tudi od tega, kateri dejavniki so za konkretno podjetje pomembni. Z matematično manipulacijo lahko členitev zapišemo z enačbo 9:

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{Prihodki} * \frac{Prihodki}{IC} = \frac{EBIT(1-t)}{Prihodki} * \frac{Prihodki}{IC} \quad (9)$$

Če želimo analizirati, kako uspešno je podjetje pri pretvarjanju prihodkov v dobiček, je bolj primerno, da donosnost investiranega kapitala izrazimo z EBIT. EBIT namreč ne vsebuje davčnih vplivov in je zato boljše sodilo uspešnosti pretvarjanja prihodkov v dobiček (enačba 10)¹⁰:

$$\frac{EBIT}{IC} = \frac{EBIT}{Prihodki} * \frac{Prihodki}{IC} \quad (10)$$

Prvi člen v enačbi 10 predstavlja **dobičkonosnost prihodkov** in meri uspešnost podjetja pri pretvarjanju prihodkov v dobiček iz poslovanja, drugi predstavlja **obračanje investiranega**

¹⁰ Glej Copeland (2000, str. 172).

kapitala¹¹ in meri, kako je podjetje učinkovito pri uporabi kapitala. Nadaljnja členitev teh dveh sodil daje vpogled v razmerja med stroški poslovanja in postavkami kapitala na eni strani ter prihodki iz poslovanja na drugi strani.

Vrednosti posameznih komponent ROIC so odvisne od podjetja do podjetja in od panoge, v kateri podjetje deluje. Odražajo lahko strategijo podjetja v razmerju do svojih konkurentov. Podjetje lahko v konkretnem primeru dosega večjo dobičkonosnost prihodkov na račun obračanja kapitala in obratno. Dejstvo je, da so v praksi uspešnejša podjetja boljša od konkurentov po obeh sodilih.

Zadnji dejavnik, ki je potreben za analizo preteklega in tekočega poslovanja, je prosti denarni tok. Z izračunom preteklih dejavnikov vrednosti dobimo vpogled v trende gibanja in možnosti primerjave podjetja s konkurenti v panogi. Celovita analiza poslovanja vključuje poleg finančne analize še analizo konkurenčne strukture panoge in kvalitativne analize prednosti in slabosti podjetja in panoge.

K analizi preteklega in tekočega poslovanja spada še analiza finančnega zdravja podjetja z vidika upnikov. V tem delu nas predvsem zanima, kako podjetje financira svojo rast. Pomembno je, kaj se dogaja s prostim denarnim tokom (ga troši ali generira, kolikšen del investiranega kapitala prihaja od upnikov in kolikšen od lastnikov ter kako varna je struktura kapitala). Najboljši način, da dobimo odgovore na ta vprašanja je, da napovemo denarne tokove v prihodnosti in razvijemo različne možne scenarije njihovega gibanja v prihodnosti ter izračunamo ključna sodila za analizo finančnega zdravja podjetja (pokritost stroškov in obresti, delež dolga v celotnem IC, stopnja investiranja in stopnja izplačila dividend).

Ključni spremenljivki pri **napovedi poslovanja podjetja v prihodnosti** sta stopnja rasti podjetja (g) in donosnost investiranega kapitala (ROIC). Ker sta ti dve vrednosti spremenljivi v času, je potrebno pri njuni napovedi upoštevati časovno komponento. Copeland (2000, str. 233) predlaga sledeče korake pri izdelavi napovedi poslovanja:

- (i) ocenimo strateško pozicijo podjetja;
- (ii) razvijemo različne scenarije razvoja;
- (iii) določimo dejavnike vrednosti in
- (iv) preverimo smiselnost rezultatov.

Konkurenčne prednosti so tiste, ki omogočajo podjetju, da realizira pozitivno razliko med donosnostjo investiranega kapitala in povprečnih stroškov kapitala. Brez konkurenčnih prednosti lahko podjetje realizira donos, ki je v najboljšem primeru enak stroškom kapitala. **Ocena strateške pozicije** podjetja pomeni oceno o tem, kako podjetje izkorišča svoje konkurenčne prednosti v panogi. Gre za celovito oceno podjetja v okviru procesa strateškega planiranja oziroma procesa oblikovanja strategije podjetja.

¹¹ Ker smo sredstva, s katerimi podjetje izvaja svojo osnovno dejavnost poimenovali investirani kapital, smo tudi namesto izraza obračanje sredstev uporabili izraz **obračanje investiranega kapitala**.

Konkurenčne prednosti podjetja, skupaj z analizo možnosti, da jih tudi ohrani v prihodnosti, so osnova za razvoj **različnih možnih scenarijev poslovanja** podjetja v prihodnosti. V praksi se običajno razvije več različnih scenarijev razvoja in ne samo tistega, ki je najbolj verjeten. Razvijanje različnih možnih scenarijev razvoja pomeni upoštevati različne dejavnike, ki bodo v prihodnosti lahko vplivali na podjetje (razvoj novih proizvodov, politične spremembe, spremembe preferenc in življenjskih stilov, dostopnost surovin, splošno stanje v domačem in svetovnem gospodarstvu itd.). Posameznim scenarijem pripišemo verjetnost, da se v resnici zgodijo, vrednost podjetja pa je potem odvisna od rezultatov vrednotenja posameznih scenarijev in verjetnost realizacije posameznih scenarijev.

Preden začnemo z **napovedovanjem posameznih postavk**, je potrebno določiti strukturo napovedi. S strukturo napovedi mislimo na vrstni red napovedovanja posameznih spremenljivk in na to, v kakšni odvisnosti so posamezne spremenljivke. Priporočljivo je, da napovedi začnemo z izkazom uspeha in bilanco stanja, iz katerih potem določimo prosti denarni tok. Možno je sicer direktno napovedovati prosti denarni tok, vendar je ta način manj pregleden in lahko pripelje do situacije, ko ni več pregledna soodvisnost posameznih postavk izkaza uspeha in bilance stanja, ki pa ju v vsakem primeru moramo izdelati (Copeland, 2000, str. 240).

Najpogosteje začnemo napoved posameznih postavk z napovedjo prihodkov, iz katerih izpeljemo vse ostale postavke. V pomoč nam je členitev donosnosti investiranega kapitala, s katero lahko sistematično nadaljujemo napoved in tudi preverjamo pravilnost napovedovanja. Posamezne postavke lahko napovedujemo samo po temeljiti analizi podjetja in panoge, v kateri podjetje posluje, pri čemer so nam v pomoč podatki o preteklem poslovanju. Iz preteklih podatkov moramo izluščiti tiste potenciale podjetja, ki imajo na uspešnost poslovanja največji vpliv. Še posebej pozorni pa moramo biti na spremembe, ki se morajo dogoditi tako v podjetju kot tudi v panogi, da lahko pričakujemo napovedano gibanje dejavnikov vrednosti podjetja.

Zadnji korak pri napovedovanju poslovanja podjetja v prihodnosti je sam izračun prostega denarnega toka in dejavnikov vrednosti iz napovedanih izkazov uspeha in bilanc stanja. Poslovanje podjetja v prihodnosti analiziramo na enak način, kot smo analizirali preteklo poslovanje. Ostane nam še, da presodimo o **smiselnosti rezultatov**, ki smo jih dobili z analizo. Pri oceni smiselnosti rezultatov moramo upoštevati, kako se gibanje ključnih dejavnikov sklada s samimi značilnostmi podjetja in dinamiko konkurenčne strukture v panogi. Pozorni moramo biti na konsistentnost rasti prihodkov podjetja v okviru panoge oziroma na to, ali je podjetje sposobno, da v konkurenčnih razmerah vzdržuje napovedano rast. Proučiti moramo tudi možne reakcije konkurentov, glede na to, da bodo ti v primeru realiziranih napovedi prihodkov verjetno izgubljali tržni delež. Presoditi moramo tudi konsistentnost donosnosti investiranega kapitala z rastjo prihodkov glede na konkurenčno strukturo v panogi. Nenazadnje je potrebno dati tudi oceno sposobnosti managementa, da izpelje načrtovane investicije.

V zadnjem koraku **izračunamo vrednost celotnega podjetja in navadnega lastniškega kapitala**, ter poskušamo interpretirati dobljen rezultat. Sam izračun razdelimo v tri korake, ki so prikazani v tabeli 2, na strani 37.

Tabela 2: Izračun vrednosti navadnega lastniškega kapitala podjetja

+ Operativna vrednost podjetja = sedanja vrednost napovedanih FCF in TV
+ Vrednost vseh neoperativnih sredstev
- Oblike dolga in ostale oblike financiranja
= Vrednost navadnega lastniškega kapitala

Vir: Copeland, 2000, str. 245.

Potem, ko določimo vrednost kapitala za vsako napoved posebej, je pomembno, da preverimo, kako so izračunane vrednosti skladne z napovedjo gibanja dejavnikov vrednosti, kakšne so izračunane vrednosti v primerjavi s tržno vrednostjo podjetja, pravilnost predvidevanj posameznih dejavnikov, ki pomembno vplivajo na izračunano vrednost podjetja in finančni vidik napovedi glede na dosegljivost napovedane finančne strukture.

3.5. EKONOMSKA DODANA VREDNOST

Ekonomska dodana vrednost (ang. economic value added, EVA) je sodilo, ki v denarju izraža dodano vrednost, ki jo ustvarja podjetje (Stewart, 1998, str. 136). Izračun začnemo z določitvijo presežnega donosa, kot razlike med ROIC in WACC podjetja, ki ga pomnožimo s knjigovodsko ugotovljenim investiranim kapitalom v osnovni dejavnosti podjetja. Ekonomska dodana vrednost je opredeljena z enačbo 11¹²:

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC \quad (11)$$

Iz definicije ekonomske dodane vrednosti izhaja, da potrebujemo za njen izračun donos na investirani kapital, strošek kapitala ter vrednost investiranega kapitala. Vsi ti podatki so bili že opisani v okviru DCF modela. Če zgornji zapis nekoliko preuredimo, vidimo, da EVA ni nič drugega kot NOPLAT, zmanjšan za vrednost vseh stroškov investiranega kapitala podjetja. Glej enačbo 12:

$$EVA = NOPLAT - WACC * IC \quad (12)$$

Pri tem je potrebno predstaviti nekatere poglede, ki jih izpostavljajo zagovorniki modela EVA. V glavnem so ti pogledi posledica omejitev in pomanjkljivosti računovodskih informacij, ki so jih pripeljale do tega, da je potrebno pri izračunu IC in NOPLAT bistveno popravljati računovodske informacije. Najpomembnejši popravki se nanašajo na obravnavanje: stroškov raziskav in razvoja, strateških investicij, pripojitev, stroškov, ki so dejansko investicije, stroškov prestrukturiranja, upoštevanje odloženih davkov in amortizacije sredstev (Al Ehrbar, 1998, str. 167). Vse popravke lahko strnemo v naslednjih štirih točkah:

¹² EVA ni novo odkritje na področju ekonomsko-poslovne znanosti, ampak ima korenine v že dolgo znanem ekonomskem dobičku, ki ga je utemeljil Alfred Marshal leta 1890.

- upoštevati je potrebno vse poslovne stroške, katerih namen je ustvarjanje koristi v prihodnosti in so dejansko investicije;
- upoštevati je potrebno vse poslovne stroške, ki so dejansko stroški financiranja;
- izločiti moramo vse postavke, ki nižajo knjižno vrednost IC, čeprav se ta dejansko ne spreminja in
- upoštevati moramo aktivnosti, ki vplivajo na knjižno vrednost IC, vendar zaradi usmeritev računovodskih standardov na IC ne vplivajo.

3.5.1. Poslovni stroški, katerih namen je ustvarjati koristi v prihodnosti

Investicije so opredeljene kot izdatki, ki naj bi prinašali koristi v prihodnosti. Običajno pa pod pojmom investicije razumemo le izdatke v stalna sredstva podjetja (zemljišče, zgradbe in oprema). Zagovorniki modela EVA predlagajo, da se kot investicije štejejo tudi vsi poslovni stroški, ki imajo namen ustvarjanja koristi v prihodnosti oziroma so po svoji naravi investicije. Primer so zagotovo stroški, ki jih podjetje namenja za raziskave in razvoj¹³ (ang. research and development, R&D). Da so ti stroški dejansko investicije, je seveda samoumevno, saj so investicije v raziskave in razvoj v nekaterih podjetjih (kot npr. farmacije, informatike) zagotovo bolj dolgoročne investicije, kot pa investicije v stalna sredstva podjetja. Izdatke v raziskave in razvoj bi morali torej obravnavati kot dolgoročne investicije, vendar pa mednarodni računovodski standardi tega ne dovoljujejo (Damodaran, 2001a, str. 4)¹⁴.

Prvi korak, ki ga moramo narediti pri popravku računovodskih informacij pri obravnavanju izdatka za raziskave in razvoj je, da ga izločimo iz izračuna NOPLAT in ga prikažemo kot investicijo v sredstvo. Posledica vsakršne investicije je namreč sredstvo in tudi v tem primeru je tako. Imenujemo ga lahko kar sredstvo za raziskave in razvoj. Upoštevati moramo tako izdatke v preteklosti kot tekoče izdatke za raziskave in razvoj. Ker tako kot kakršnokoli drugo sredstvo v času izgublja svojo uporabnost, ga moramo amortizirati.

Če raziskave in razvoj obravnavamo kot investicije, ima to velik vpliv na donosnost investiranega kapitala (ROIC). Vpliv določimo tako, da ugotovimo, kakšen je ta vpliv na velikost investiranega kapitala in NOPLAT. Najbolj se bo investirani kapital povečal v starejših podjetjih, ki so v preteklosti imela precejšnje izdatke v raziskave in razvoj. Sicer pa na samo velikost investiranega kapitala vpliva, v nasprotno smer, tudi amortizacija sredstev za raziskave in razvoj. Vpliv na NOPLAT je odvisen od trenda izdatkov v raziskave in razvoj in amortizacije obstoječih sredstev za raziskave in razvoj. Povečanje oziroma znižanje NOPLAT je odvisno od

¹³ Primeri izdatkov, ki so po naravi investicije: usposabljanje zaposlenih, plačana premija za blagovno znamko, izdatki za promocijo itd.

¹⁴ Razlog, zakaj računovodski standardi tako obravnavajo izdatke za R&D, lahko iščemo v domnevi, da obstaja velika negotovost, da bodo izdatki za R&D pripeljali do izdelka, ki bo tržno zanimiv. Takšno konzervativno gledanje pomeni, da sredstvo, ki je kreirano z izdatkom za R&D, nima likvidacijske vrednosti, kar pa je izredno kratkovidno. Če se strinjamo s takšno logiko, potem tudi patentov, ki nastanejo zaradi R&D, ne smemo prikazovati med stalnimi sredstvi v bilanci stanja. Protislovje je še toliko večje, ker lahko nakup patenta od tretje osebe obravnavamo kot stalno sredstvo (Damodaran, 2001a, str.4).

razlike med izdatki za raziskave in razvoj in amortizacijo sredstev za raziskave in razvoj (enačba 13).

$$ROIC = NOPLAT + \frac{AM_{R\&D}}{IC} + R \& D \quad (13)$$

$AM_{R\&D}$ amortizacija sredstev za raziskave in razvoj

$R\&D$sredstva za raziskave in razvoj

Celoten vpliv na ROIC je odvisen od obsega izdatkov v tekočem obdobju v primerjavi s stroški amortizacije sredstev za raziskave in razvoj in same velikosti ROIC pred popravkom.

Pomembno pri tem je tudi dejstvo, da spremenjena obravnava izdatkov v raziskave in razvoj ne vpliva na velikost prostega denarnega toka v tekočem obdobju zato, ker nima nobenih davčnih vplivov¹⁵. Podjetja, ki vlagajo predvsem v raziskave in razvoj in obravnavajo izdatke v raziskave in razvoj kot stroške, imajo običajno zelo nizke stopnje reinvestiranja. Takšna podjetja zato izgledajo, kot da imajo zelo majhno pričakovano rast v prihodnosti. Spremenjena obravnava stroškov za raziskave in razvoj nam omogoča, da ločimo podjetja, ki investirajo v rast podjetja, in tista, ki ne investirajo. Podjetja, ki obravnavajo raziskave in razvoj kot strošek poslovanja, dosegajo višji ROIC, vendar jih spremenjeno obravnavanje izdatkov za raziskave in razvoj postavi v enako izhodišče s podjetji, ki obravnavajo raziskave in razvoj kot investicijo. Podjetja se sedaj razlikujejo samo glede na potencialno rast podjetja v prihodnosti, ki pomeni tudi večjo vrednost podjetja.

3.5.2. Vrednost podjetja z modelom EVA

Model ekonomske dodane vrednosti ne prinaša v teorijo poslovnih financ nič novega. Matematično pomeni model ekonomske dodane vrednosti samo drugačen zapis modela neto sedanje vrednosti (ang. net present value, NPV). Neto sedanja vrednost podjetja je namreč enaka neto sedanji vrednosti ekonomskih dodanih vrednosti projekta (enačba 14).

$$NPV = \sum_{t=1}^N \frac{EVA_t}{(1+r)^t} \quad (14)$$

EVA_tekonomska dodana vrednost v obdobju t

NPVneto sedanja vrednost podjetja

rstrošek kapitala

Nživljenjska doba podjetja

¹⁵ Vpliv davkov je vključen v izračun NOPLAT, zato popravek ne vpliva na FCF podjetja in s tem tudi ne na vrednost podjetja. Ne glede na to pa je ločitev izdatkov v R&D koristna, saj dobimo bolj jasno sliko o tem, kako podjetje izrablja svoja obstoječa sredstva in koliko investira v rast podjetja.

Povezava med ekonomsko dodano vrednostjo in neto sedanjo vrednostjo omogoča povezavo med vrednostjo podjetja in ekonomsko dodano vrednostjo, ki jo podjetje ustvarja. Vrednost podjetja lahko zapišemo kot vsoto vrednosti v eksplicitnem obdobju napovedovanja in vrednosti po eksplicitnem obdobju, pri čemer zadnji člen še naprej razčlenimo na dodano vrednost, ki jo pričakujemo v eksplicitnem obdobju napovedovanja, in vrednost, ki jo pričakujemo v obdobju po eksplicitni napovedi (enačba 15).

$$V = IC + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+r)^t} + \sum_{t=T+1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+r)^t} \quad (15)$$

V vrednost podjetja

T eksplicitno obdobje napovedovanja

Prvi člen v enačbi 15 predstavlja začetni investirani kapital, drugi sedanjo vrednost napovedane EVA v eksplicitnem obdobju napovedovanja, tretji pa sedanjo vrednost EVA po eksplicitnem obdobju napovedovanja. Zadnji člen v zgornji enačbi predstavlja končno vrednost EVA, TV_{EVA} , ki jo izračunamo z enačbo 16 (Copeland et al., 2000, str. 272):

$$TV_{EVA} = \frac{EVA_{T+1}}{r} + \frac{NOPLAT_{T+1} * g}{\frac{ROIC_t (ROIC_t - r)}{r(r - g)}} \quad (16)$$

TV_{EVA} končna vrednost ekonomske dodane vrednosti

EVA_{T+1} ekonomska dodana vrednost v prvem letu po eksplicitnem obdobju

$NOPLAT_{T+1}$ NOPLAT v prvem letu po eksplicitnem obdobju

g pričakovana stopnja rasti NOPLAT v neskončnost

$ROIC_t$ ROIC novih investicij po eksplicitnem obdobju napovedovanja

Zapis vrednosti podjetja s pomočjo sedanjih vrednosti ekonomskih dodanih vrednosti dokazuje, da maksimiranje sedanje vrednosti EVA pomeni hkrati tudi maksimiranje vrednosti podjetja. Ta posledica je tudi konsistentna s teorijo poslovnih financ. Sedaj vidimo, da trditev, da EVA model zahteva manj informacij kot DCF model, ne drži. Tudi ne drži, da omogoča boljše ocene vrednosti podjetja. EVA model daje popolnoma enake rezultate kot DCF model in nasprotno od trditve njegovih zagovornikov, zahteva več in ne manj informacij kot DCF model. Dodaten podatek, ki je popolnoma nepotreben, je velikost investiranega kapitala. Model EVA in DCF sta matematično popolnoma enakovredna, saj je model EVA samo spremenjena oblika DCF modela. Bistvo modela EVA je matematični trik, s katerim se vse spremembe pri izračunu, v primerjavi z modelom DCF, izničijo. Rezultat tega trika je, da je povsem nepomembno, kakšna je začetna vrednost IC, ker bo rezultat vrednotenja vedno enak (Makelainen, 1998, str. 24-25).

Zagovorniki modela EVA sicer poudarjajo, da so prednosti modela v novih vidikih ustvarjanja vrednosti, in sicer zato, ker se model osredotoči na presežni donos, ki je opredeljen z donosom na investirani kapital in stroškom kapitala, vendar je očitno, da DCF model, v katerem je rast

opredeljena s stopnjo reinvestiranja in ROIC reinvestiranja, doseže iste cilje in pripelje do enakih rezultatov.

3.5.3. EVA in vrednost podjetja: potencialni konflikti

O konfliktih lahko govorimo, kadar managerji sprejemajo odločitve, ki delujejo v smeri povečevanja pričakovane EVA, medtem ko se vrednost podjetja manjša. Steward (1998, str.166) opredeli tržno vrednost podjetja kot vsoto investiranega kapitala (IC) in sedanje vrednosti vseh ekonomskih dodanih vrednosti (EVA) v prihodnosti.

$$V = IC + \sum_{t=1}^N \frac{EVA_t}{(1+r)^t} \quad (17)$$

S pomočjo enačbe 17 je mogoče analizirati odločitve managerjev v zvezi z investiranim kapitalom, rastjo podjetja in vplivanjem na poslovno tveganje.

Odločitve v zvezi z investiranim kapitalom lahko analiziramo, če se osredotočimo na prvi člen v zgornji enačbi. Zmanjšanje investiranega kapitala, ob enakem NOPLAT, bo namreč povzročilo proporcionalno povečanje drugega člena v enačbi, ki je opredeljen s perspektivami podjetja v prihodnosti. Če je nagrada managerjev odvisna od drugega člena v enačbi, bodo prav gotovo sprejemali aktivnosti, ki bodo ta člen kar najbolj povečevale. Obstaja torej logična podlaga za pobude v smeri zniževanja investiranega kapitala (likvidacija obrata, zmanjševanje knjižne vrednosti investiranega kapitala, poslovni lizing in realokacija investiranega kapitala med oddelki). Managerji se bodo zato težko uprli skušnjavi, da ne bi delovali v smeri nižanja knjižne vrednosti investiranega kapitala. Njihovi rezultati bodo namreč izgledali precej bolje.

Vrednost podjetja je odvisna od vrednosti sredstev, ki jih podjetje poseduje in od perspektiv podjetja v prihodnosti. Kadar so managerji nagrajevani na osnovi spremembe ekonomske dodane vrednosti v tekočem obdobju ali na osnovi medobdobnih sprememb ekonomskih dodanih vrednosti, je za njih relevantna vrednost EVA samo tista, ki jo generira IC podjetja. Tak način nagrajevanja lahko spodbudi managerje, da sprejmejo odločitve, ki gredo na račun nižje rasti podjetja v prihodnosti. Če lahko managerji z odločitvami povečajo ROIC na račun rasti v prihodnosti, se bo vrednost podjetja znižala, čeprav se bo EVA od obstoječih sredstev povečala. Managerji bodo v tem primeru nagrajeni, čeprav bodo njihove odločitve zmanjševale vrednost podjetja. Ta problem se v praksi rešuje tako, da je nagrada managerjev samo deloma povezana z obdobjnimi rezultati. Podjetja lahko managerjem izplačajo samo del nagrade, ki jim pripada na osnovi dobrih obdobjnih rezultatov, del pa obdržijo v posebnem skladu, iz katerega črpajo nagrade v prihodnosti v primeru, da bodo tudi v prihodnosti rezultati dobri. Managerji, ki povečujejo ekonomsko dodano vrednost na račun perspektiv v prihodnosti, bodo na tak način kaznovani.

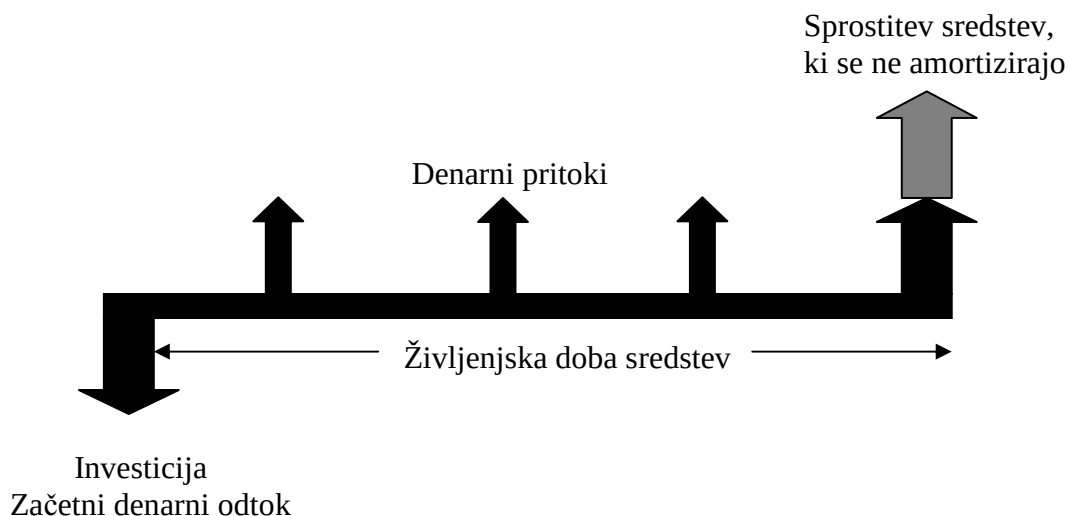
Zadnji člen v enačbi 17 je funkcija absolutnih denarnih zneskov in stroškov kapitala. Managerji, ki sicer sprejemamo odločitve, ki povečujejo EVA, lahko kljub temu zmanjšajo vrednost podjetja, če so te odločitve takšne, da povečujejo poslovno tveganje in s tem višajo stroške kapitala. Take tendence ravnanja so verjetne in pomenijo usmeritev investiranja v tvegane investicije. Te tendence so še bolj izrazite v primerih, ko strošek kapitala ne odraža povečanega tveganja investicij (Damodaran, 2001, str. 53).

3.6. DENARNI TOK OD INVESTICIJ

Za razumevanje modela denarni tok od investicij (ang. cash flow return on investment, CFROI), si moramo predstavljati zaključen projekt, ki ga lahko opišemo kot začetni izdatek, ki v svoji življenjski dobi generira enake denarne tokove, v zadnjem obdobju pa se, poleg obdobjnega denarnega toka, sprostijo še celotna vrednost obratnega kapitala (glej sliko 3). Ekonomsko uspešnost takšnega projekta določa interna stopnja donosa projekta oziroma tista stopnja donosa, ki izenači denarne tokove projekta z začetnim izdatkom (Madden, 1999, str. 15).

Z denarnimi tokovi, ki jih pričakujemo od začetnih investicij in časovne vrednosti denarja, model CFROI izmeri pričakovan donos podjetja, ki je enak interni stopnji donosa oziroma CFROI. Bistvena predpostavka modela je, da so denarni tokovi podjetja v prihodnosti določljivi z uspešnostjo podjetja v tekočem obdobju, zmerjeno s CFROI. Je modificirana verzija modela interne stopnje donosa, s tem da upošteva celotne investicije v sredstva podjetja in končno življenjsko dobo teh sredstev. Oblika, v kateri ga predlagajo avtorji, primerja CFROI podjetja s stroškom pridobivanja kapitala podjetja. Strošek kapitala je lahko enak, manjši ali večji od CFROI. Primerjava služi kot kriterij pri presojanju uspešnosti poslovanja podjetja (Madden, 1999, str. 73). Vrednost podjetja pa se bo povečevala, če bo razlika med CFROI in stroškom kapitala pozitivna.

Slika 3: Model denarnih tokov podjetja



Vir: Madden, 1999, str. 16.

Model CFROI predpostavlja, da na podjetje gledamo kot na premoženje, sestavljeno iz različnih projektov, ki se med seboj prepletajo. Donosnosti posameznega projekta podjetja sicer ni mogoče določiti, na voljo pa so nam računovodski izkazi podjetja, ki vsebujejo agregatne podatke vseh poslovnih aktivnosti podjetja. Za vsako obdobje lahko iz bilanc podjetja izdelamo agregatne ocene donosnosti vseh projektov v podjetju in ga primerjamo s stroškom pridobivanja kapitala podjetja (Madden, 1999, str. 79).

Računovodski izkazi podjetja nam nudijo vse potrebne podatke za izračun interne stopnje donosa oziroma CFROI. Za podjetje, ki ima veliko število aktivnih projektov, predstavlja CFROI indikacijo o povprečni donosnosti investicij podjetja. V nadaljevanju bomo opisali, kako pridobimo potrebne vhodne podatke za izračun CFROI podjetja. Za izračun potrebujemo štiri vhodne podatke:

- vrednost začetne investicije v sredstva podjetja (ang. gross investment, GI),
- obdobjni denarni tok, ki ga generirajo sredstva (ang. gross cash flow, GCF),
- življenjsko dobo sredstev in
- preostalo vrednost sredstev (ang. salvage value, SV) oziroma pričakovano vrednost sredstev na koncu življenjske dobe.

Začetno investicijo v sredstva podjetja izračunamo tako, da vrednosti sredstev (ang. net asset value, NAV) prištejemo vso obračunano amortizacijo sredstev (ang. cumulated depreciation on asset, CDA), ki je bila obračunana do obdobja merjenja. Tako pridemo do začetne vrednosti sredstev oziroma do ocene začetne investicije v sredstva podjetja, vpliv inflacije pa izločimo tako, da začetne izdatke v investicije pretvorimo v tekoče denarne vrednosti (enačba 18).

$$GI = NAV + CDA + INF \quad (18)$$

GI..... začetna investicija v sredstva podjetja
NAV..... sredstva podjetja
CDA.....akumulirana amortizacija sredstev
INF..... popravek zaradi inflacije

Obdobjni denarni tok je vrednost denarnega toka, ki ga pripisujemo sredstvom podjetja. Opredeljen je kot vsota čistega dobička iz poslovanja po davkih in nedenarnih stroškov. Podobno kot pri modelu EVA in DCF, ga je potrebno popraviti zaradi računovodskega prikazovanja informacij. Popravki, ki jih predlagajo avtorji modela CFROI, so enaki kot popravki, ki smo jih opisali, da smo prišli do NOPLAT. Če NOPLAT dodamo amortizacijo osnovnih sredstev, pridemo do definicije GCF:

$$GCF = NOPLAT + DA \quad (19)$$

GCF.....obdobjni denarni tok
DA.....amortizacija sredstev

Naslednji podatek, ki ga potrebujemo, je pričakovana življenjska doba (n) sredstev podjetja v času začetne investicije in predstavlja dobo, v kateri pričakujemo obdobjne denarne tokove. Pri izračunu ocene življenjske dobe moramo upoštevati samo sredstva, ki se amortizirajo, zato moramo popraviti GI. Odšteti moramo vsa sredstva, ki se ne amortizirajo (vrednost zemljišč, opredmetena osnovna sredstva v izgradnji, dani predujmi za osnovna sredstva itd.), tako da pridemo do popravljene vrednosti sredstev (ang. adjusted gross investment, AGI). Življenjsko dobo sredstev ocenimo tako, da njihovo začetno vrednost delimo z obračunano amortizacijo:

$$N = \frac{AGI}{DA} \quad (20)$$

AGI..... popravljen vrednost sredstev

Izračunano življenjsko dobo običajno zaokrožimo na celo število. V splošnem je sproščena vrednost sredstev sestavljena iz obratnega kapitala, ki je potreben za poslovanje podjetja. Sem spadajo še vsa ostala opredmetena sredstva, ki so potrebna za generiranje obdobjnih denarnih tokov, in se ob preteku življenjske dobe projekta sprostijo (npr. zemljišče).

3.6.1. Vrednost podjetja z modelom CFROI

CFROI je tista interna stopnja donosnosti, ki izenači začetno investicijo z obdobjnimi denarnimi tokovi in preostalo vrednostjo sredstev v prihodnosti:

$$GI = \frac{SV}{(1 + CFROI)^n} + \sum_{t=1}^n \frac{GCF_t}{(1 + CFROI)^t} \quad (21)$$

GI.....začetna investicija v sredstva podjetja

SV..... preostala vrednost sredstev

GCF_tbruto denarni tok v letu t

nživljenjska doba sredstev

CFROI..... interna stopnja donosa, ki izenači bruto denarni tok (GCF_t) in preostalo vrednost (SV) z začetno investicijo v sredstva podjetja (GI)

CFROI model se od modela notranje stopnje donosnosti (ang. internal rate of return, IRR)¹⁶ razlikuje v tem, da predpostavlja konstantno vrednost napovedanega denarnega toka v času življenjske dobe investicije. Ta predpostavka je nerealna, saj podcenjuje investicije, ki imajo potencial rasti v prihodnosti. Poleg tega se od modela notranje stopnje donosnosti razlikuje tudi po tem, da model IRR upošteva izključno napovedane denarne tokove v prihodnosti in ne upošteva tistih, ki so nastali v preteklosti. CFROI model nasprotno poskuša rekonstruirati investicije v obstoječa sredstva.

¹⁶ IRR je tista stopnja donosnosti, pri kateri je neto sedanja vrednost projekta enaka 0 (Mramor, 2000, str. 105).

Interna stopnja donosa je torej usmerjena izključno v prihodnost, medtem ko je CFROI usmerjen tudi v preteklost. Posledice te razlike so zelo pomembne, saj v primeru, ko CFROI podjetja presega strošek kapitala, to še ne pomeni, da povečuje svojo vrednost. Če je v tem istem primeru IRR manjši od stroška kapitala, bo podjetje uničevalo vrednost.

Vrednost podjetja (ang. warranted value) je v okviru CFROI modela opredeljena z enačbo 22 (Madden, 1999, str. 66).

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NCR_t}{(1+r)^t} \quad (22)$$

NCR_t neto (prosti) denarni tokovi

Postopek izračuna vrednosti podjetja z modelom CFROI lahko torej poteka v treh fazah:

- (i) napoved CFROI v prihodnosti;
- (ii) napoved rasti sredstev (ΔGI) oz. investicij v prihodnost;
- (iii) izračun neto prostih denarnih tokov (NCR) in njihovo diskontiranje v sedanost s stroškom kapitala.

Največja težava DCF modela je, kako napovedati prosti denarni tok oziroma NCR v prihodnosti. Tudi najboljši analitiki imajo težave pri napovedovanju denarnih tokov daleč v prihodnost. CFROI ta problem rešuje tako, da so denarni tokovi določeni kot funkcija CFROI in investicij v prihodnosti. Smiselno je pričakovati, da bodo podjetja z visokim CFROI v daljšem obdobju dosegala donose, ki bodo komaj enaki strošku kapitala. Pri podjetju Holt Value Associates objavljajo t.i. 'fade' faktor, ki omogoča približevanje trenutne vrednosti CFROI stopnje strošku kapitala. Ta faktor je izračunan empirično, in sicer tako, da se skozi čas opazuje in spremlja podjetja, ki so razvrščena v posameznih CFROI kategorijah.

Povezavo modela CFROI z DCF modelom pa lahko pokažemo tako, da zapišemo vrednost podjetja s pomočjo enačbe za izračun podjetja s stabilno rastjo, ki jo približno zapišemo z elementi CFROI modela (Damodaran, 2001, str. 64):

$$V = \frac{FCF}{(r - g_n)} = \frac{(CFROI * GI)(1 - \tau) - (\Delta GI - DA - \Delta WC)}{(R - G_n)} \quad (23)$$

GI začetna investicija v sredstva podjetja

DA amortizacija sredstev

ΔGI investicije v sredstva (prihodnosti)

ΔWC sprememba obratnega kapitala

g_n stabilna stopnja rasti podjetja

τ davčna stopnja za obdavčitev dobička

Vrednost podjetja je v okviru modela CFROI odvisna od same velikosti CFROI, hitrosti približevanja strošku kapitala ter stopnje približevanja strošku kapitala. Podjetje lahko poveča svojo vrednost tako, da:

- poveča CFROI od obstoječih sredstev
- zmanjša stopnjo približevanja CFROI strošku kapitala in
- zmanjša hitrost približevanja CFROI strošku kapitala.

Zapis vrednosti podjetja z DCF modelom, ki ga izrazimo z elementi CFROI modela, omogoča primerjavo načinov povečevanja vrednosti podjetja. Zgornje ugotovitve niso nič novega, če jih primerjamo z ugotovitvami pri DCF modelu. Prva točka je ekvivalentna ugotovitvi, da je potrebno povečati denarni tok obstoječih sredstev. Druga, da je potrebno podaljšati obdobje visoke rasti in tretja, da je potrebno povečati stopnjo rasti v obdobju visoke rasti.

Vrednost podjetja s CFROI modelom se lahko izračuna tudi kot vsota vrednosti, ki jo prispevajo obstoječa sredstva, in vrednosti, ki jo prispevajo investicije v prihodnosti (Damodaran, 2001, str. 65).

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NCR_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CFROI_{t,I} * \Delta GI_t}{(1+r)^t} - \Delta GI_t \quad (24)$$

$CFROI_{OS}$CFROI obstoječih sredstev podjetja

GI_{OS} obstoječa sredstva podjetja

$CFROI_{t,I}$CFROI investicij v prihodnosti (napovedan CFROI)

ΔGI_t investicije v sredstva (v prihodnjih obdobjih)

3.6.2. CFROI in vrednost podjetja: potencialni konflikti

Odvisnost med CFROI modelom in vrednostjo podjetja ni tako samoumevna kot v primeru modela EVA. Povezavo otežuje dejstvo, da je stopnja donosnosti izražena v obliki donosa. Tudi pri presojanju uspešnosti managerjev na podlagi CFROI modela so prav tako možne različne manipulacije, ki so precej podobne kot v primeru modela EVA.

Prva možna reakcija managerjev je zmanjšanje GI na račun večanja CFROI. Vrednost podjetja je odvisna od produkta CFROI in GI. Glede na to, da je možno povečevati CFROI tako, da se zmanjšuje GI, lahko takšna aktivnost zmanjšuje celotno vrednost podjetja. Če se GI zmanjšuje z višjo stopnjo kot se povečuje vrednost CFROI, se bo vrednost podjetja zaradi aktivnosti managerjev zmanjšala. Managerji, ki bodo nagrajevani na osnovi CFROI modela, bodo storili vse, da bo GI v podjetju čim manjši. CFROI model se še bolj kot modela EVA osredotoči na obstoječa sredstva podjetja.

Vrednost podjetja se bo zaradi aktivnosti managerjev zmanjšala za toliko, kolikor bodo lahko povečali vrednost CFROI na račun rasti v prihodnosti. Žrtvovano rast podjetja lahko zaznamo v

'fade' faktorju. Če tega faktorja ne moremo natančno oceniti, je zelo verjetno, da bodo managerji žrtvovali prihodnjo rast na račun višje stopnje CFROI v tekočem obdobju.

Vrednost podjetja je še vedno sedanja vrednost pričakovanih denarnih tokov. Podjetje, ki povečuje CFROI, lahko kljub temu zmanjšuje svojo vrednost, če ob tem povečuje tveganje in s tem strošek kapitala in bo ta prevladal nad višjim CFROI. Če bodo managerji dosegli večji CFROI na račun nižje stopnje rasti podjetja v prihodnosti in/ali večjega tveganja, se bo vrednost podjetja zmanjšala (Damodaran, 2001, str. 63).

4. OCENA VREDNOSTI PODJETJA X

Do sedaj smo govorili le o teoretičnih izhodiščih vrednotenja. V nadaljevanju bomo teoretična spoznanja uporabili na konkretnem primeru. Izračunali bomo vrednost Podjetja X po treh metodah, ki smo jih spoznali v predhodnem poglavju: metoda diskontiranih denarnih tokov, metoda ekonomske dodane vrednosti in denarni tok od investicij. Preden pa bomo prikazali izračune vrednosti za podjetje, moramo spoznati predmet vrednotenja, torej Podjetje X. Predstavljena bo njegova vizija in poslanstvo, najpomembnejša svetovna tržišča in neposredni konkurenti, proizvodni program ter načrti za prihodnji razvoj podjetja. Poglavje bo zaokroženo s primerjavo izračunane notranje vrednosti podjetja in njegove trenutne vrednosti na notranjem trgu. Ocena o smiselnosti prehoda v javno delniško družbo z vidika vrednosti podjetja, bo predstavljala zaključek poglavja o vrednotenju.

4.1. PREDSTAVITEV PODJETJA X

Podjetje X je proizvodno podjetje, ki izdeluje merilno in regulacijsko opremo. V svetovnem merilu se uvršča na peto mesto po realiziranem letnem prometu. Slovenija je za Podjetje X neznaten trg, saj na domačem trgu ustvari le približno 4 % realizacije, ostalo realizira v evropskih državah, Avstraliji in azijskih državah. Najpomembnejši tuji trgi so: Španija, Anglija in skandinavske države. S pomočjo distributerjev, ki delujejo v več kot 80-ih državah sveta, prodaja Podjetje X na tuje trge preko 100 različnih izdelkov, razvitih z lastnim znanjem.

Poslanstvo Podjetja X je razvijati in proizvajati cenovno konkurenčne in uporabniku prijazne instrumente za testiranje varnosti električnih ožičenj in naprav, hkrati pa posredovati uporabniku vsa potrebna znanja o tehničnih standardih in uporabi instrumentov.

Vizija je postati globalni vodja na področju testiranja varnosti električnih instalacij in električnih naprav, ko so vedno prva izbira njihovih kupcev, ker jim za njihov denar dajejo največ. Podjetje X je vodilni proizvajalec večfunkcijskih instalacijskih testerjev. V 10-ih letih se želi uvrstiti med

tri vodilne svetovne proizvajalce analizatorjev električne energije in instrumentov za testiranje izolacije. Tudi na drugih področjih bo Podjetje X sledilo cilju postati najpomembnejši globalni ponudnik.

Strategija Podjetja X je počasen prevzem najpomembnejših distribucijskih podjetij pod svoje okrilje. Na ta način skuša vodstvo podjetja pridobiti ugled in prepoznavnost lastne blagovne znamke v svetu ter s tem krepiti konkurenčnost lastnih proizvodov. V teku so prevzemi distribucijskega podjetja v Angliji, ki izkazuje velik potencial za rast, ter Nemčiji, kjer se trg šele dobro odpira. Prav tako bo podjetje, ki ima ves razvoj in proizvodnjo skoncentrirano v Sloveniji, pričelo s prenosom manj profitabilnih programov v države vzhodne Evrope. Tako se bodo lahko spopadali z nizkimi cenami treh največjih konkurentov: Fluke, Chauvin Arnoux in Kiritzu-ja.

Strateški program poslovanja družbe predvideva stalno rast prodaje, povečanje inovativnosti, intenzivno tržno usmerjenost in krepitev mednarodne konkurenčnosti. Cilj podjetja je zagotoviti nadaljnjo stalno in stabilno rast. Nadaljnja rast bo temeljila na lastnem razvoju kakovostnih in cenovno konkurenčnih merilnih instrumentov in priborov, razvoju novih izdelkov z večjo dodano vrednostjo in na povezavah z distribucijskimi podjetji.

Zaradi nepredvidljivosti v industriji električnih merilnih instrumentov, predvsem z vidika konkurence kot tudi intelektualne lastnine, so v podjetju pričeli udejanjati strategijo postopnega prehoda na višjo stopnjo inovativnosti. Dejstvo je, da je največje podjetje Fluke pričelo s prevzemi konkurenčnih podjetij, hkrati pa vodi cenovno vojno, s katero želi oslabiti podjetja, ki se niso pustila prevzeti. Obseg sredstev za raziskave in razvoj se je v letu 2004 v primerjavi s preteklim letom povečal za 100 % in se še povečuje. Na ta način bo zagotovljena stabilnejša rast poslovanja, tako glede obsega prodaje, kot tudi dobičkonosnosti.

4.1.1. Proizvodni program in prodaja Podjetja X

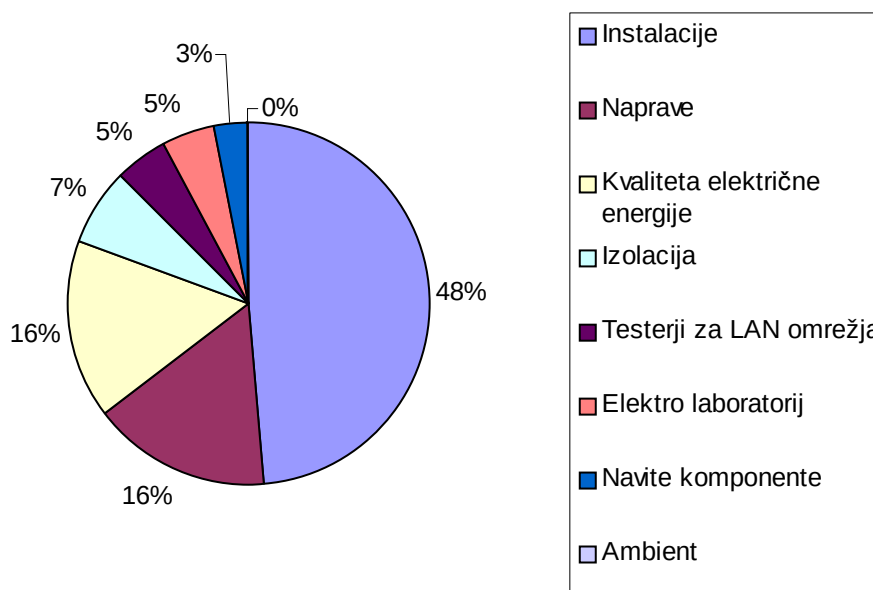
Podjetje X se vedno bolj usmerja na izdelovanje instalacijskih testerjev, ki imajo največji tržni potencial. V letu 2002 so vzpostavili organizacijsko strukturo in sicer tako, da so oblikovali štiri profitne centre, ki imajo visoko stopnjo poslovne avtonomije. To so:

- program električnih instrumentov,
- program navitih komponent,
- program toroidov,
- program variakov.

Na sliki 4 je prikazana celotna struktura prodaje po posameznih programih električnih instrumentov. Ostali programi predstavljajo le neznatno vrednost v skupni prodaji, zato na sliki 4 niso prikazani. Med električnimi instrumenti, ki predstavljajo kar 97 % prodaje, so najpomembnejši Instalacijski testerji, z najbolje prodajanim izdelkom Eurotest, ki predstavljajo kar 49 % celotnih prihodkov Podjetja X in dosegajo tudi največje stopnje rasti. Na drugo mesto

se uvrščajo Instrumenti za merjenje kvalitete električne energije, sledijo pa jim naprave, Izolacija in LAN.

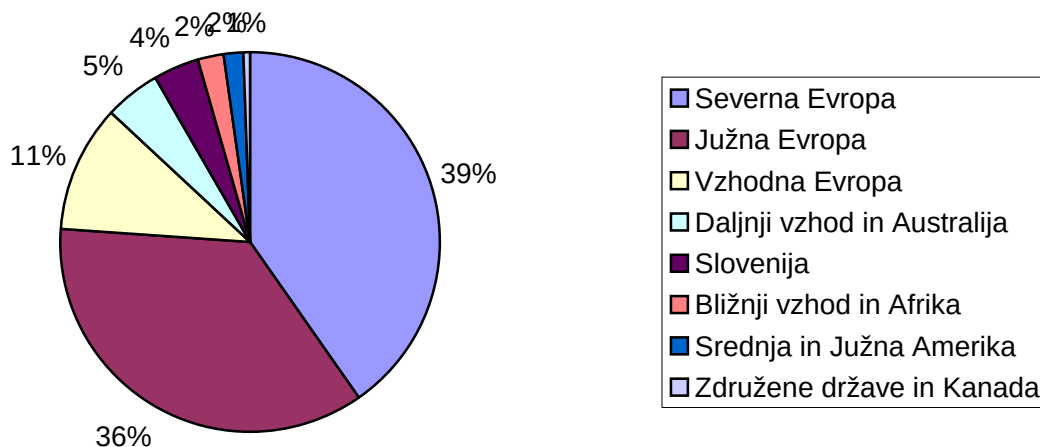
Slika 4: Struktura prodaje Podjetja X v letu 2003



Vir: Letno poročilo Podjetja X za leto 2003.

Ostali trije programi, Navite komponente, Toroidi in Variaki, predstavljajo skupaj le 3% celotne prodaje. V podjetju razmišljajo o njihovi prodaji. Trenutno so nizko profitabilni, zato je le vprašanje časa, kdaj bodo tudi ti programi izločeni iz prodajnega asortimana.

Slika 5: Prodaja Podjetja X po regijah



Vir: Letno poročilo Podjetja X za leto 2003.

Na sliki 5 je prikazana geografska struktura prodaje Podjetja X po posameznih trgih v letu 2003. Vidna je velika internacionalizacija prodaje oziroma diverzifikacija portfelja. Podjetje X velja za izvoznika, saj v Sloveniji proda le 4 % celotne prodaje. Ostalih 96 % proda na tuje trge, od katerih predstavljajo trgi Severne Evrope največji delež (39 %). Znotraj njih predstavlja najpomembnejši, kar 70 % delež, Anglija, ki je takoj za Španijo drugi najpomembnejši strateški trg Podjetja X. Prodaja v Angliji je leta 2003 dosegla kar 15 % rast. Zaradi velikega potenciala rasti angleškega tržišča, namerava Podjetje X prevzeti distribucijsko podjetje Alphatek. Prevzem predstavlja enega izmed večjih investicijskih zalogajev v prihodnjih letih. V tabeli 3 so predstavljeni trije najpomembnejši trgi (države) Podjetja X, vrednost prodaje v posameznih državah, njihov delež v celotnih prihodkih in rast prodaje v zadnjem letu.

Države Južne Evrope so drugi najpomembnejši trgi za Podjetje X. Med njimi ima največji delež Španija (75 %). Kljub zaznani recesiji na španskem trgu, je prodaja v letu 2003 dosegla 32 % celotne prodaje, kar uvršča Španijo med najpomembnejše trge Podjetja X. V največji meri je za to zaslužno sodelovanje s podjetjem Koban, ki v svojem imenu prodaja izdelke Podjetja X na španskem tržišču. Tretji najpomembnejši trg je Vzhodna Evropa, ki se šele odpira. Najperspektivnejši trg je nedvomno ruski, ki je še dokaj neurejen glede predpisov o ustreznosti električnih instalacij in električnih strojev. V prihodnje bo Podjetje X vložilo veliko truda in energije za prodor na ruski trg. Z večjo marketinško kampanijo ter prodajno distribucijsko mrežo si podjetje obeta nove priložnosti za rast prodaje na tem trgu.

Tabela 3: Najpomembnejši trgi Podjetja X po prodaji v letu 2003, njihovi deleži v celotni prodaji in rast na teh trgih

Država	Prodaja (v mia SIT)	Delež prodaje (v %)	Letna rast prodaje (v %)
Španija	0,928	32	5
Velika Britanija	0,522	18	15
Nemčija	0,406	14	2
Ostalo	1,044	36	1

Vir: Letno poročilo Podjetja X za leto 2003 in lastni izračuni.

Na trgu ZDA in Kanade ima Podjetje X še velike prodajne potenciale. Trenutno so največja ovira strogi zakoni o negorljivosti merilnih instrumentov, kar predstavlja velike začetne stroške za vstop na ta trg, in močna konkurenca, ki je prisotna na njih.

4.2. VREDNOST PODJETJA X PO MODELU DCF

Proces vrednotenja bomo izvedli tako, da bomo najprej analizirali preteklo in tekoče poslovanje podjetja, ocenili strateški razvoj podjetja, napovedali bilance stanja in izkaze uspeha, ocenili stroške kapitala in nato izračunali vrednost podjetja.

4.2.1. Analiza preteklega poslovanja

Vrednost kapitala je odvisna od diskontiranih denarnih tokov v podjetje. Čeprav je analiza diskontiranih denarnih tokov uporabna za strateško analizo, je ne moremo uporabiti za analizo preteklega poslovanja. Preteklo poslovanje smo zato analizirali s pomočjo donosnosti investiranega kapitala in rastjo prihodkov. Členitev donosnosti investiranega kapitala nam omogoči vpogled v poslovanje podjetja in bi moralo biti osnova za napoved različnih scenarijev. V nadaljevanju prikazujemo izračune dejavnikov vrednosti, zato smo podatke podjetja zapisali tako, da so iz njih vidni investirani kapital, prilagojeni dobiček iz poslovanja in prosti denarni tokovi. Za izračun bomo uporabili interne podatke podjetja od leta 1999 do 2003. V tabeli 4 je prikazan izračun investiranega kapitala v obdobju od leta 1999 do leta 2003.

Iz tabele 4 je razvidno, koliko investiranega kapitala je bilo investiranega v poslovne in koliko v neposlovne aktivnosti. Pri določitvi investiranega kapitala smo kratkoročne in dolgoročne finančne naložbe obravnavali kot finančne investicije in jih upoštevali pri izračunu neposlovnih sredstev podjetja.

Tabela 4: Izračun investiranega kapitala v obdobju od leta 1999 so leta 2003 (v 1000 SIT)

	1999	2000	2001	2002	2003
Gibljava sredstva	218.835	242.672	265.097	296.548	411.323
Obveznosti ¹⁷	-340.760	-367.967	-407.022	-457.706	-595.658
Operativni obratni kapital	-121.925	-125.295	-141.925	-161.158	-184.335
Stalna sredstva	520.537	845.157	954.615	1.625.114	1.724.779
IC	398.612	719.862	812.690	1.463.956	1.540.444
Neposlovna sredstva	361.093	502.862	587.231	315.413	404.333
Sredstva	759.705	1.222.724	1.399.921	1.779.369	1.944.777
Kapital	708.913	1.212.342	1.389.803	1.532.578	1.743.976
Dolgoročne rezervacije	8.704	8.500	5.797	10.000	12.000
Dolg	42.088	1.882	4.321	236.791	188.801
Obveznosti	759.705	1.222.724	1.399.921	1.779.369	1.944.777

Vir: Lastni izračuni na osnovi letnih poročil Podjetja X v obdobju 1999-2003.

Vrednost investiranega kapitala se v praksi izkazuje na dva načina: kot povprečje med vrednostjo na začetku obdobja in končno vrednostjo investiranega kapitala ter kot vrednost na začetku obdobja. Uporabljata se oba načina, vendar smo zaradi primerljivosti vrednotenja med modeloma diskontiranih denarnih tokov in ekonomske dodane vrednosti upoštevali vrednost investiranega

¹⁷ Pod obveznosti so štete kratkoročne in dolgoročne obveznosti iz poslovanja ter pasivne časovne razmejitve.

kapitala na začetku obdobja. Samo v tem primeru dajeta oba načina vrednotenja enak rezultat. S stališča lastnikov oziroma investorjev, ki vlagajo v podjetje je ta pristop tudi pravilnejši. Potencialne investitorje namreč bolj zanima donosnost vloženih sredstev, kot pa donosnost povprečja teh sredstev oziroma, kako uspešen je management pri uporabi sredstev (Copeland et al., 2000, str. 167).

NOPLAT smo izračunali tako, da smo od EBIT odšteli davke na EBIT. Davki na EBIT predstavljajo davke, ki bi jih podjetje plačalo, če ne bi imelo dolga, presežnih finančnih investicij in prihodkov, ki niso povezani s poslovanjem podjetja. Podjetje X je v letu 1999 doseglo efektivno davčno stopnjo 4 %, v letu 2003 pa 11,7 %. V tabeli 5 je prikazan izračun davka iz EBIT in izračun NOPLAT. Pri plačilu davka na dobiček smo prišteli davčni ščit zaradi obresti in odšteli davek na prihodke iz obresti in davek na prihodke, ki niso povezani s poslovanjem podjetja.

Ko smo določili NOPLAT in IC, smo lahko izračunali tudi ROIC za posamezna leta poslovanja do leta 2003. Pri samem izračunu ROIC smo bili posebej pozorni na konsistentnost izračuna, kar sicer pomeni, da je bilo potrebno denarni tok na sredstva, ki smo jih upoštevali pri določitvi IC, vključiti v izračun NOPLAT.

Tabela 5: Izračun NOPALT in ROIC v obdobju 2000 - 2003 (v 1000 SIT)

	2000	2001	2002	2003
Davki iz dobička	5.478	7.650	9.857	10.792
Davčni ščit	18.939	26.253	17.641	18.142
Davek na prihodke iz obresti	-21.567	-29.568	-23.587	-20.676
Davki iz EBIT	2.850	4.335	3.911	8.258
EBIT	96.907	82.260	47.069	143.732
Davki iz EBIT	2.850	4.335	3.911	8.258
NOPLAT	94.057	77.925	43.158	135.474
Investirani kapital (na začetku leta)	398.612	719.862	812.690	1.463.956
ROIC	23,6%	10,8%	5,3%	9,3%

Vir: Lastni izračuni na osnovi letnih poročil Podjetja X v obdobju 2000-2003.

V tabeli 5 je prikazana tudi velikost donosnosti investiranega kapitala v obdobju do leta 2003. Vidimo lahko, da ima donosnost investiranega kapitala v prikazanem obdobju padajoči trend. Če primerjamo kazalec donosnost investiranega kapitala Podjetja X s povprečnim kazalcem ROIC (za panogo električna oprema) 137-ih ameriških podjetij v letu 2003, ki znaša 8,57 %, ugotovimo, da je Podjetje X dosegalo boljše donose na investiran kapital¹⁸. Poleg tega pa vidimo

¹⁸ Primerjava z ameriški podjetji je smiselna tudi zato, ker prihaja največji konkurent Podjetja X iz Severne Amerike. Podatki za ameriška podjetja so dosegljiva na spletni strani: Damodaran On-Line (URL: <http://equity.stern.nyu.edu/~adamodar/data.html>).

padajoči trend ROIC do leta 2003, kar opozarja na padajoči trend donosnosti panoge. Če bi napoved poslovanja podjetja v prihodnje delali na osnovi analize preteklega poslovanja, bi morali upoštevati trende upadanja donosnosti panoge in ob tem upoštevati možnost podjetja, da ohrani oziroma pridobi nove konkurenčne sposobnosti za realizacijo presežnih donosov.

Tabela 6: Izračun ekonomskega dobička za obdobje od leta 2000 do leta 2003

	2000	2001	2002	2003
ROIC	23,6%	10,8%	5,3%	9,3%
WACC	8,0%	8,0%	9,0%	8,5%
Razlika (ROIC-WACC)	15,6%	2,8%	-3,7%	0,8%
Investirani kapital (na začetku leta v 1000 SIT)	398.612	719.862	812.690	1.463.956
Ekonomski dobiček (V 1000 SIT)	62.168	20.336	-29.984	10.792
				(v 1000 SIT)
NOPLAT	94.057	77.925	43.158	135.474
Strošek kapitala	31.889	57.589	73.142	124.682
Ekonomski dobiček	62.168	20.336	-29.984	10.792

Vir: Lastni izračuni na osnovi letnih poročil Podjetja X v obdobju 1999-2003.

Ekonomski dobiček je prikazan v tabeli 6 na dva načina: kot produkt razlike med donosnostjo investiranega kapitala (ROIC) in tehtanih povprečnih stroškov kapitala (WACC) ter kot razlika med dobičkom iz poslovanja in vrednostno izraženim stroškom kapitala.

Zadnji način prikaza še posebej opozarja na dejstvo, da moramo pri izračunu ekonomskega dobička upoštevati celoten strošek kapitala in ne samo stroška obresti na dolg, kot pri računovodskem ugotavljanju dobička. Prav tako je iz tabele 6 viden padajoč trend ekonomskega dobička Podjetja X v obdobju do leta 2003. Podjetje se je leta 2002 soočalo z ostro konkurenco ter doseglo celo negativen ekonomski dobiček.

V naslednji tabeli predstavljamo izračun prostega denarnega toka za preteklo poslovanje Podjetja X. Prosti denarni tok smo izračunali tako, da smo od dobička iz poslovanja (NOPLAT) odšteli investicije podjetja. V tabeli 7 (na strani 54) prikazujemo gibanje prostega denarnega toka do leta 2003.

Iz tabele 7 (na strani 54) je razvidna rast bruto denarnega toka, ki je v letu 2003 dosegel vrednost 321 mio SIT. Podjetje je bruto denarni tok porabljalo predvsem za investicije v stalna sredstva, še posebej je to očitno v letu 2002, ko je ustanovilo hčerinsko podjetje. Velika investicijska dejavnost v letu 2002 se je odrazila tudi v prostem denarnem toku, ki je znašal – 584 mio SIT, in v kazalcu neto investicije/NOPLAT, ki je tega leta znašal kar 1062 %.

Tabela 7: Izračun prostega denarnega toka za obdobje od leta 2000 do leta 2003 (v 1000 SIT)

	2000	2001	2002	2003
NOPLAT	94.057	77.925	43.158	135.474
Amortizacija	118.425	131.985	130.946	185.607
Bruto denarni tok	212.482	209.910	174.104	321.081
Povečanje poslovnega obratnega kapitala	-3.370	-16.630	-19.233	-23.177
Investicije v stalna sredstva	414.087	236.682	777.512	285.273
Bruto investicije	410.717	220.052	758.279	262.096
FCF	-198.235	-10.142	-584.175	58.985
Neto investicije	254.895	84.938	458.340	76.489
Neto investicije/NOPLAT	271,0%	109,0%	1062,0%	56,5%

Vir: Lastni izračuni na osnovi letnih poročil Podjetja X v obdobju 2000-2003.

Analizo preteklega poslovanja smo zaključili s členitvijo ROIC, ki jo prikazujemo v tabeli 8. Členitev ROIC nam je omogočila vpogled v gibanje ključnih kazalnikov vrednosti podjetja v preteklem petletnem obdobju. Davčni vpliv smo izločili tako, da smo izračunali ROIC pred davki (členitev na osnovi EBIT).

Tabela 8: Členitev ROIC v obdobju od leta 2000 do leta 2003

Leto	2000	2001	2002	2003
Rast prihodkov	18,1%	11,5%	3,3%	2,7%
ROIC	23,6%	10,8%	5,3%	9,3%
ROIC pred davki	24,3%	11,4%	5,8%	9,8%
Dobičkonosnost prihodkov=EBIT/Prihodki	3,9%	3,0%	1,7%	4,9%
Stroški blaga, materiala in storitev/Prihodki	51,3%	49,2%	48,7%	47,6%
Amortizacija/Prihodki	6,3%	4,8%	4,8%	4,6%
Stroški uprave in prodaje	22,1%	24,4%	26,5%	26,1%
Stroški dela	18,4%	16,8%	16,7%	19,5%
Koef. obračanja IC=Prihodki/IC	3,41	3,37	1,93	1,89
Operativna gibljava sredstva/Prihodki	-5,1%	-5,2%	-5,7%	-6,3%
Neopredmetena dolgoročna sredstva/Prihodki	1,4%	1,4%	1,3%	1,1%
Opredmetena dolgoročna sredstva/Prihodki	32,9%	33,4%	56,1%	58,3%

Vir: Lastni izračuni na osnovi letnih poročil Podjetja X v obdobju 2000-2003.

Dobičkonosnost prihodkov prikazuje uspešnost podjetja pri pretvarjanju prihodkov v dobiček, medtem ko kazalec **obračanja investiranega kapitala** prikazuje učinkovitost izrabe investiranega kapitala. Ta dva osnovna kazalca smo členili še naprej. V tabeli 8 lahko vidimo, da se je večina kazalcev v obdobju do leta 2003 precej znižala. Najbolj se je zmanjšala učinkovitost

uporabe investiranega kapitala. Obračanje investiranega kapitala se je od leta 2000 poslabšala kar za trikrat. Izstopa delež opredmetenih dolgoročnih sredstev podjetja v prihodkih podjetja, ki se je do leta 2003 povečal na 58,3 %. To dejstvo kaže predvsem na manj donosne investicije podjetja v tem obdobju. Dobičkonosnost prihodkov se, z izjemo leta 2002, giblje okrog 4 %. Vzrok znižanja kazalcev v letu 2002 je počasnejša rast prihodkov, ki je bila posledica aktivnosti konkurence. V letu 2003 se je dobičkonosnost prihodkov zopet izboljšala.

4.2.2. Napoved izkaza uspeha in bilance stanja

Napoved posameznih postavk izkaza uspeha in bilance stanja bomo pričeli z napovedjo rasti prihodkov. Pri izdelavi napovedi rasti prihodkov smo se oprli na ocene iz leta 2003, ki jih je pripravil novi direktor v okviru strategije razvoja podjetja. Direktor najbolj pozna trg in razmere na njem, zato bodo napovedi prodaje za leta 2004-2009 temeljile na njegovi oceni. Lahko bi vzeli tudi podatke o povprečni rasti panoge ter nanjo vezali rast prodaje Podjetja X, vendar Podjetje X zapolnjuje nišne trge, ki pa imajo drugačno gibanje od celotnega trga.

Pri napovedi smo predpostavili, da bodo **stroški poslovanja**, z izjemo amortizacije, v obdobju do leta 2009 dosegali enake deleže v prihodkih, kot so bili doseženi leta 2003. Osnova za izračun **amortizacije** so bila obstoječa sredstva podjetja in načrtovana vlaganja v prihodnosti. V obdobju napovedovanja smo predpostavili reinvestiranje amortizacije, kar pomeni, da se vrednost sredstev podjetja v obdobju napovedovanja ne zmanjšuje.

Napoved **stroškov financiranja** smo poenostavili tako, da smo predpostavili odplačilo v letu 2003 obstoječega dolga v naslednjih desetih letih po 11 % realni obrestni meri. Za najemanje novih kreditov pa smo predpostavili 8 % realno obrestno mero¹⁹. Podjetje X je za kratkoročne in dolgoročne finančne naložbe zahtevalo 9 % realen donos, zato bomo enako finančno politiko ohranili tudi v eksplicitnem obdobju napovedovanja²⁰.

Mejna stopnja za obdavčitev dobička za Podjetje X se je v obdobju 2000-2003 gibala med 4 % in 11,7 %. Kljub temu smo pri napovedovanju predpostavili, da bo mejna stopnja za obdavčitev dobička v obdobju do leta 2009 enaka predpisani davčni stopnji 25 %, kar je v praksi pogosta predpostavka pri napovedovanju poslovanja.

Pri **napovedi vrednosti sredstev** smo upoštevali predviden vrednostni obseg investiranja podjetja, ki ga predvideva scenarij razvoja podjetja do leta 2009. Predpostavili smo, da se bo v eksplicitnem obdobju napovedi ohranjal 20 % delež gibljevih sredstev podjetja v prihodkih podjetja, delež kot je bil sicer dosežen v letu 2003 (razen postavke kratkoročnih finančnih investicij, ki naj se ne bi v prihodnjih letih vrednostno spreminjala). Projekcija torej predvideva

¹⁹ Gospodarska zbornica Slovenije-Služba za konjunkturo in ekonomsko politiko. Konjunkturna gibanja, februar 2004, str. 14-16.

²⁰ Interna gradiva Podjetja X za leto 2003.

investicije v ohranjanje stalnega deleža gibljivih sredstev v prihodkih in investicije v stalna sredstva.

Tabela 9: Prosti denarni tok v leta 2003 in napovedi za obdobje 2004 - 2009 (v 1000 SIT)

		Napoved	Napoved	Napoved	Napoved	Napoved	Napoved
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
NOPLAT	135.474	187.934	261.961	398.799	436.005	435.014	409.978
Amortizacija	185.607	224.500	272.400	320.200	335.100	349.900	364.800
Bruto denarni tok	321.081	412.434	534.361	718.999	771.105	784.914	774.778
Povečanje poslovnega obratnega kapitala	-23.177	51.982	3.537	5.392	3.729	842	39.289
Investicije v stalna sredstva	285.273	950.339	5.641.117	427.783	395.644	439.898	434.608
Bruto investicije	262.096	1.002.321	5.644.654	433.175	399.373	440.740	473.897
FCF	58.985	-589.887	-5.110.293	285.824	371.732	344.174	300.881

Vir: Tabela 7 in lastni izračuni.

Obratni kapital je v letu 2003 dosegel negativno vrednost. Negativni obratni kapital kaže na finančno nestabilnost, ki pa na donosnost ne vpliva. Ukrepi za izboljšanje so lahko večanje kapitala, financiranje poslovanja iz zadržanega dobička in reprogramiranje kratkoročnih dolgov. V obdobju eksplicitne napovedi bomo predpostavili, da bodo tekoče obveznosti iz poslovanja enake gibljivim sredstvom, posamezne postavke pa smo določili glede na delež, ki ga dosega posamezna postavka med gibljivimi sredstvi v letu 2003. Torej, upoštevali bomo zlato pravilo finančnikov, ki pravi, da je treba ročnost sredstev in obveznosti izenačevati. Vrednostno so zato tekoče obveznosti iz poslovanja enake gibljivim sredstvom, posamezne postavke pa smo določili glede na delež, ki ga dosega posamezna postavka med gibljivimi sredstvi v letu 2003.

Zaradi velikih investicij v stalna sredstva, ki jih je podjetje izvedlo v letu 2004 in jih bo nadaljevalo v letu 2005, se bodo zelo povečale bruto investicije, kar bo imelo za posledico negativni prosti denarni tok. Še posebej bo to izrazito v letu 2006, ko se predvideva negativni prosti denarni tok v višini 5,1 milijarde SIT. Do tega bo prišlo, ker se operativni dobiček le počasi povečuje v obdobju napovedi (od leta 2004 do leta 2009), v povprečju za 36 % na leto. Bruto investicije pa se v letu 2004 povečajo za 2,82-krat glede na prejšnje leto, v letu 2005 pa za kar 4,63-krat glede na predhodno leto. Torej velika investicijska dejavnost Podjetja X, ki kratkoročno nima vpliva na učinkovitost proizvodnje in posledično na operativni dobiček, povzroča negativen prosti denarni tok v letu 2004 in 2005.

Podjetje X je v preteklosti namenjalo najmanj tretjino dobička za izplačilo dividend. Takšna politika dividend se bo ohranila tudi v bodoče, preostali del dobička pa bo podjetje predvidoma reinvestiralo. V primeru, da bo nerazdeljeni dobiček presegal potrebna sredstva za investicije, se bodo izplačevale dodatne dividende. V PRILOGAH A - C prikazujemo napovedi bilance stanja, izkaza uspeha in izkaza finančnih tokov, ki jih bomo potrebovali pri izračunu vrednosti podjetja.

Tabela 10: NOPLAT v letu 2003 in napovedi za obdobje 2004 - 2009 v (1000 SIT)

		Napoved	Napoved	Napoved	Napoved	Napoved	Napoved
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
EBIT	143.732	250.541	349.599	533.701	582.131	580.602	546.638
Davki iz EBIT	8.258	62.607	87.638	134.902	146.126	145.588	136.660
NOPLAT	135.474	187.934	261.961	398.799	436.005	435.014	409.978
Davki iz dobička	10.792	52.392	63.231	110.513	123.507	124.142	116.842
Davčni ščit	18.142	16.236	10.138	91.589	113.027	106.808	84.917
Davek na prihodke iz obresti	-20.676	-6.021	-7.456	-67.200	-90.408	-85.362	-65.099
Davki iz EBIT	8.258	62.607	87.638	134.902	146.126	145.588	136.660

Vir: Tabela 5 in lastni izračuni.

Iz tabele 10 je razvidno, da se bo čisti dobiček pred izplačilom obresti in davkov najbolj povečal med letoma 2003 in 2006. Rast se bo v letu 2003 in 2006 umirila, zadnji dve leti eksplicitne napovedi pa bo podjetje zabeležilo celo negativno rast čistega dobička pred izplačilom obresti in davkov. Razlog za padec rasti dobička iz poslovanja je v povečanju odhodkov iz poslovanja, saj predvidevamo stalno stopnjo rasti prihodkov od prodaje v obdobju napovedovanja. To pomeni, da podjetje izgublja proizvodno učinkovitost kljub velikim investicijam v letih 2004 in 2005, katere so bile predstavljene v tabeli 9. To se odraža tudi v NOPLAT, ki je izračunan iz dobička iz poslovanja z upoštevanjem prilagojenega davka na dobiček. Tudi davki iz dobička iz poslovanja se v eksplicitnem obdobju napovedovanja povečujejo vse do leta 2007, ko se pričnejo počasi zmanjševati. Razlog je v davčnem ščitu, ki se po letu 2007 zmanjša, kar je posledica manjše zadolženosti podjetja. Manjši dobiček, ki ga podjetje doseže v letu 2009 v primerjavi z letom poprej, pomeni tudi manjšo davčno obveznost, saj je mejna davčna stopnja za obdobje eksplicitne napovedi enaka (25 %).

Kot smo že omenili, je poslovni obratni kapital vsa leta napovedovanja (2004-2009) negativen, vendar ima trend zmanjševanja. Kratkoročne in dolgoročne obveznosti iz poslovanja sicer v proučevanem obdobju naraščajo, enak trend imajo tudi pasivne časovne razmejitve. Problem se izkazuje v spoštovanju pravila ročnosti financiranja. Kratkoročne obveznosti bi morale biti pokrite z obratnimi sredstvi, dolgoročne pa s stalnimi sredstvi. Ker so zaloge manj likviden del gibljivih sredstev, lahko podjetje del le-teh pokriva tudi z dolgoročnimi obveznostmi. Podjetje bo moralo poskrbeti za kratkoročno likvidnost tako, da bo povečalo gibljiva sredstva ali zmanjšalo predvsem pasivne časovne razmejitve. Podjetje ima relativno velik delež stalnih sredstev, saj leta predstavljajo kar 85 % celotnih sredstev (glej tabelo 11). Kapital Podjetja X se v proučevanem obdobju počasi povečuje, dolg pa narašča do leta 2006 (velike investicije, ki se delno financirajo z dolgom), nato pa prične počasi padati. To se odraža tudi v zmanjšanem davčnem ščitu, ki smo ga prikazali v tabeli 10.

Tabela 11: Investiran kapital v letu 2003 in napovedi za obdobje 2004 - 2009 (v 1000 SIT)

		Napoved	Napoved	Napoved	Napoved	Napoved	Napoved
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Gibljava sredstva	411.323	407.012	442.921	497.662	535.524	544.089	532.890
Obveznosti ²¹	-595.658	-539.365	-571.737	-621.086	-655.219	-662.942	-612.454
Poslovni obratni kapital	-184.335	-132.353	-128.816	-123.424	-119.695	-118.853	-79.564
Stalna sredstva	1.724.779	2.450.590	3.220.282	3.329.341	3.390.479	3.480.913	3.591.113
IC	1.540.444	2.318.237	3.091.466	3.205.917	3.270.784	3.362.060	3.471.158
Neposlovna sredstva	404.333	404.332	404.332	404.332	404.332	404.333	338.175
Sredstva	1.944.777	2.722.569	3.495.798	3.610.249	3.675.116	3.766.393	3.809.333
Kapital	1.743.976	1.848.760	1.975.222	2.155.922	2.272.975	2.427.502	2.612.110
Dolgoročne rezervacije	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000
Dolg	188.801	861.809	1.508.576	1.442.327	1.390.141	1.326.891	1.185.223
Obveznosti	1.944.777	2.722.569	3.495.798	3.610.249	3.675.116	3.766.393	3.809.333

Vir: Tabela 4 in lastni izračuni.

4.2.3. Izračun povprečnega stroška kapitala podjetja

Za izračun WACC bomo potrebovali strošek dolga in strošek lastniškega kapitala. Izračun stroškov dolga v obdobju do leta 2003 bomo poenostavili. Leto 2003 je zadnje leto pred eksplicitno napovedjo poslovanja, stanje dolga v tem letu pa smo poimenovali obstoječi dolg. Predpostavili smo odplačilo obstoječega dolga v naslednjih desetih letih, kar dejansko pomeni, da je bila ustvarjena nova oblika dolga. Realno obrestno mero tega dolga bomo ocenili na osnovi stroškov obresti v letu 2003 in stanja dolga (kratkoročnega in dolgoročnega) konec leta 2002 (Copeland et al., 2000, str. 255). Za obdobje do leta 2003 bomo predpostavili realno obrestno mero 11 %, ki je enaka realni obrestni meri Podjetja X v letu 2003²².

Naslednja predpostavka je, da bo podjetje vse investicije v obdobju napovedovanja financiralo z dobičkom in najemanjem dolgoročnega desetletnega dolga. Podjetje se bo v tem obdobju zadolževalo po 8 % realni obrestni meri (Gospodarska zbornica Slovenije: Konjunktura gibanja – februar 2004, str. 14). Dolg se bo najemal v začetku leta, amortiziral pa se bo z desetimi letnimi plačili, ki se bodo izvršila konec leta.

Zahtevano donosnost lastniškega kapitala bomo izračunali s pomočjo CAPM modela. Za izračun je potreben podatek o donosnosti netvegane naložbe, beta koeficient in ocena tržne donosnosti. Ker se v Sloveniji kapitalski trg počasi razvija, bomo zaradi njegove nerazvitosti uporabili

²¹ Obveznosti vključujejo: dolgoročne in kratkoročne obveznosti iz poslovanja ter pasivne časovne razmejitve.

²² To poenostavitev smo naredili zato, ker se je podjetje v obdobju do leta 2002 samo v manjšem obsegu financiralo z dolgom in bi bolj natančna ocena zanemarljivo vplivala na celoten strošek kapitala.

podatke za ameriški trg vrednostnih papirjev. Ker proučevano podjetje tekmuje s konkurenti svetovnega merila (največji konkurent prihaja ravno iz ZDA), je primerjava z razmerami na ameriškem trgu smiselna. Za izračun tržne donosnosti bomo upoštevali vsoto povprečne donosnosti delnic na ameriškem trgu, ki je v letu 2003 znašala 4,82 % in deželne tveganja Slovenije 1,35 %, skupaj torej 6,17 %²³. Zaradi večje tveganosti kapitalskega trga v Sloveniji, kar je posledica njegove kratke zgodovine, nerazvitosti in hkrati majhnosti, investitorji pričakujejo 1,35 % večjo donosnost delnic kot na razvitem ameriškem trgu kapitala. Z razvitostjo trga kapitala v Sloveniji se bo deželno tveganje zmanjševalo, vendar zaradi njegove majhnosti ne bo nikoli doseglo vrednosti na ameriškem trgu.

Podobno kot pri izračunu ocene tržne donosnosti, si bomo tudi pri izračunu beta koeficienta pomagali s podatki z ameriškega trga. Beta koeficient znaša za podjetja iz dejavnosti električne opreme v ZDA v povprečju 0,79²⁴. Ta podatek je treba popraviti za zadolženost oz. z dolgom neobremenjen beta koeficient moramo prilagoditi proučevanemu podjetju. Torej, neprilagojena beta se popravi za zmnožek davka na dobiček in razmerja med vrednostjo dolga in kapitala. Popravljen beta je v letu 2003 enaka 0,51 (glej tabelo 12) in kaže na to, da je variabilnost donosnosti delnic podjetij iz dejavnosti elektronike manjša od trga v celoti, zato je tudi ocena tržnega tveganja podjetja manjša.

Tabela 12: Izračun WACC za obdobje od leta 1999 do leta 2003 in napovedi za obdobje 2004-2009

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Kapital (v 1000 SIT)	769.152	1.249.879	1.431.053	1.581.830	1.853.123	1.948.654	2.080.437	2.269.249	2.391.913	2.547.709	2.730.658
Donosnost netvegane naložbe	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Tržno tveganje	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Beta koeficient	0,48	0,44	0,45	0,58	0,51	0,67	0,84	0,77	0,76	0,73	0,69
Zahtevana donosnost lastniškega kapitala	8,2%	8,0%	8,1%	8,9%	8,4%	9,4%	10,5%	10,0%	10,0%	9,8%	9,5%
Dolg (v 1000 SIT)	42.089	1.882	4.321	236.791	188.801	861.809	1.508.576	1.442.327	1.390.141	1.326.891	1.251.380
Strošek dolga*	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	8,7%	8,3%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Davčna stopnja za obdavčitev dobička	5,4%	4,0%	5,8%	10,6%	11,7%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Dejanska obrestna mera	10,4%	10,6%	10,4%	9,8%	9,7%	6,5%	6,2%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Last. kapital + dolg	811.241	1.251.761	1.435.374	1.818.621	2.041.924	2.810.463	3.589.013	3.711.576	3.782.054	3.874.600	3.982.038
Delež last. kapitala	94,8%	99,8%	99,7%	87,0%	90,8%	69,3%	58,0%	61,1%	63,2%	65,8%	68,6%
Delež dolga	5,2%	0,2%	0,3%	13,0%	9,2%	30,7%	42,0%	38,9%	36,8%	34,2%	31,4%
WACC	8,4%	8,0%	8,0%	9,0%	8,5%	8,6%	8,7%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%

* Do leta 2003 predpostavljamo 11% obrestno mero, kot je znašala efektivna obrestna mera Podjetja X v letu 2003.

Vir: Lastni izračuni na osnovi letnih poročil Podjetja X in Damodarana (glej opombe).

²³ Podatki povzeti po Damodaran On-Line (URL: http://stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html) in Damodaran On-Line (URL: http://stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/cryprem.html).

²⁴ Podatki povzeti po Damodaran On-Line (URL: http://stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html).

Po priporočilih Coplanda smo upoštevali povprečno letno donosnost 10-letnih ameriških državnih obveznic v obdobju od leta 1928-2003 za donosnost netvegane naložbe, ki je znašala 5,28 % (glej tabelo 12)²⁵. Daljše kot je obdobje, bolj se izničijo nepredvidena nihanja oz. odkloni v posameznih letih, ki so posledica naključnih dogodkov. Naj spomnimo le na naftno krizo v začetku sedemdesetih in osemdesetih let prejšnjega stoletja. Tržno tveganje je bilo izračunano kot seštevek povprečne donosnosti delnic na ameriškem trgu in deželnega tveganja Slovenije. Ker bomo večino podatkov uporabili za ameriški trg (beta koeficient, donosnost netvegane naložbe)²⁶, smo se odločili, da tudi tržno tveganje izračunamo kot seštevek povprečne donosnosti delnice na ameriškem trgu in deželnega tveganja za državo Slovenijo. Beta koeficient se giblje med 0,44 in 0,84, kar je posledica različnega obsega dolga med leti, ki vpliva na izračune beta koeficienta. Dolg se je namreč vse do leta 2006 povečeval, nato pa se je začel njegov delež v strukturi kapitala zmanjševati. To se odraža tudi v davčnem ščitu, ki se po letu 2007 zmanjšuje. Zahtevana donosnost lastniškega kapitala se giblje med 8 in 10,5 %, ki jo Podjetje X doseže v letu 2005. Zahtevana donosnost je neposredno pod vplivom beta koeficienta, saj se donosnost netvegane naložbe in tržno tveganje ne spreminjata. Torej, vsaka sprememba v vrednosti beta koeficienta se neposredno odraža v zahtevani donosnosti lastniškega kapitala. Iz tabele 12 je razvidna tudi struktura kapitala, ki se v proučevanem obdobju spreminja. Opaziti je trend povečanja deleža dolga, ki iz začetnih 5,2 % v letu 1999 naraste na 42 % v letu 2005 ter se nato zmanjša na 31,4 % v letu 2009. Delno je omenjeno gibanje posledica večjih potreb po kapitalu, saj je največja investicijska dejavnost Podjetja X ravno v letu 2004 in 2005 (glej bruto investicije v tabeli 9). Ker podjetje investicij ne more financirati z zadržanimi dobički, se poslužuje zunanjega vira financiranja, ki vpliva tudi na velikost davčnega ščita.

4.2.4. Ocena končne vrednosti Podjetja X v letu 2009

V prejšnjih korakih smo določili vse potrebne parametre za določitev končne vrednosti podjetja: NOPLAT, FCF in ROIC. Preostane nam, da ocenimo parametre (rast podjetja in ROIC) enačbe tako, da bodo verodostojno odražali stanje, v katerem se bosta podjetje in panoga predvidoma nahajala v prihodnosti. Predpostavili bomo, da bo po končanem eksplicitnem obdobju ROIC enak WACC²⁷. Predpostavili bomo tudi, da bo ROIC dolgoročno enak 8,5 %. Upoštevali bomo, da bo podjetje po eksplicitnem obdobju raslo s stopnjo 3,3 %, ki je enaka tudi stopnji rasti podjetja v zadnjem letu eksplicitne napovedi.

Ob upoštevanju zgoraj omenjenih predpostavk, znaša končna vrednost Podjetja X v letu 2009 4,8 milijarde SIT. To je prikazano tudi v tabeli 13. Če prevedemo končno vrednost na sedanjo vrednost, znaša ocenjena vrednost podjetja po letu 2009 3,2 milijarde SIT.

²⁵ Podatki povzeti po Damodaran On-Line (URL: http://stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html).

²⁶ Ti podatki so lahko dostopni (spletne strani Damodaran.com) in drugi razlog, podatki za Slovenijo so zaradi kratke zgodovine kapitalskega trga nezanesljivi.

²⁷ Najpogostejša predpostavka, ki se sprejema v poslovnem svetu (Copeland, 2000, str. 361).

4.2.5. Vrednost podjetja z DCF modelom

Zadnji korak pri vrednotenju podjetja je izračun ter preverjanje in testiranje vrednosti podjetja v okviru izbranega scenarija razvoja podjetja. V tabeli 13 je prikazano gibanje prostega denarnega toka Podjetja X ter njegova operativna vrednost v začetku leta 2004, ki znaša 2,96 milijarde SIT.

Tabela 13: Izračun poslovne vrednosti podjetja z modelom DCF (v 1000 SIT)

Leto	Prosti denarni tok (FCF)	Sedanja vrednost prostega denarnega toka (FCF)
2004	-589.887	-543.581
2005	-511.029	-433.761
2006	285.824	223.257
2007	371.732	267.573
2008	344.174	228.325
TV	4.847.218	3.215.644
Operativna vrednost podjetja		2.957.457

Vir: Priloga Č in lastni izračuni.

V tabeli 14 je prikazan izračun lastniškega kapitala. Celotno vrednost podjetja smo določili tako, da smo poslovni vrednosti podjetja dodali neposlovna sredstva. Neposlovna sredstva (pretežno finančne naložbe podjetja) so enake 400 milijonov SIT. Celotna vrednost podjetja, z diskontiranjem prostega denarnega toka v podjetje, znaša 3,4 milijarde SIT.

Tabela 14: Izračun vrednosti lastniškega kapitala z modelom DCF

	v 1000 SIT
Poslovna vrednost podjetja	2.957.410
Presežne finančne naložbe	400.000
Vrednost podjetja	3.357.410
Dolg	190.423
Vrednost navadnega lastniškega kapitala	3.166.987
Število izdanih delnic	872
Vrednost delnice	3,63

Vir: Tabela 13, priloga A in lastni izračuni.

Vrednost kapitala smo nato izračunali tako, da smo od celotne vrednosti podjetja odšteli vrednost dolga. Vrednost kapitala torej znaša 3,2 milijarde SIT, delnice pa 3.632 SIT.

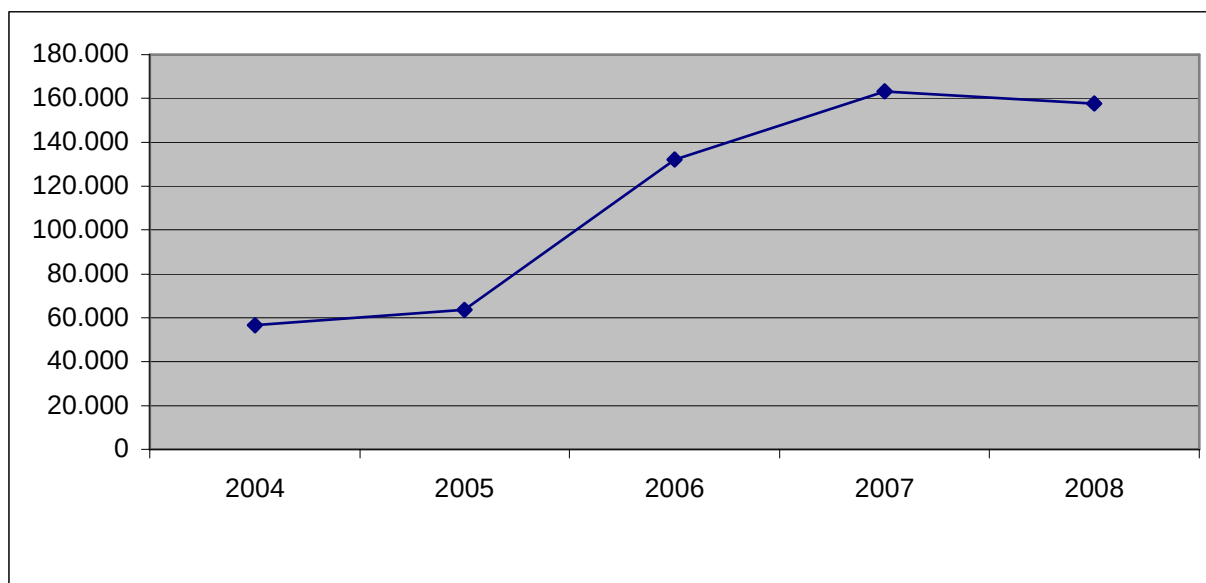
Ker scenarij predvideva višji ROIC v eksplicitnem obdobju napovedovanja kot bodo stroški kapitala, je bilo pričakovati višjo izračunano vrednost delnice podjetja od njene knjigovodske vrednosti. Dobljeni rezultat potrjuje pravilnost izračuna.

4.3. VREDNOST PODJETJA Z MODELOM EVA

Za izračun vrednosti podjetja z modelom EVA so potrebni trije podatki: vrednost investiranega kapitala, NOPALT in presežni donos na investiran kapital (ROIC-WACC). Vse tri podatke smo že določili v okviru vrednotenja z DCF modelom, v prilogi G smo jih samo še enkrat prikazali tako, da je iz njih razviden izračun ekonomske dodane vrednosti.

Slika 6 prikazuje gibanje napovedane ekonomske dodane vrednosti v posameznih letih. Scenarij razvoja podjetja predvideva precejšnje povečanje vrednosti EVA v eksplicitnem obdobju napovedovanja.

Slika 6: Gibanje napovedane ekonomske dodane vrednosti (v 1000 SIT) od leta 2004 do leta 2008



Vir: Tabela 17.

V prilogi G je podrobneje predstavljen izračun ekonomske dodane vrednosti za leto 2003 in napovedi za obdobje 2004-2009. Iz priloge G je razvidno, da se ekonomski dobiček v eksplicitnem obdobju povečuje in sicer največ v letu 2006, kar za 107 % v primerjavi z letom poprej. Razlog za takšen skok leži v povečani investicijski dejavnosti Podjetja X v letu 2006 in v povečani donosnosti investiranega kapitala, ki se je povečal za slabi dve odstotni točki v primerjavi z letom 2005. Najvišjo vrednost ekonomskega dobička bo podjetje doseglo v letu 2007, nato pa se bo pričel zmanjševati tako zaradi manjše investicijske dejavnosti kot tudi manjše razlike med donosnostjo investiranega kapitala in povprečnimi stroški kapitala.

V tabeli 17 je prikazan rezultat izračuna poslovne vrednosti podjetja z modelom EVA. Vrednost podjetja je zapisana kot vsota investiranega kapitala v obstoječa sredstva podjetja in sedanje vrednosti pričakovanih EVA v letu 2003.

Tabela 17: Izračun vrednosti podjetja z modelom ekonomske dodane vrednosti (v 1000 SIT)

	Leta	EVA	Diskontni faktor	Sedanja vrednost EVA
	2004	56.709	0,9215	52.257
	2005	63.744	0,8488	54.106
	2006	132.246	0,7811	103.297
	2007	163.252	0,7198	117.509
	2008	157.587	0,6634	104.543
Preostala vrednost EVA		1.485.156	0,6634	985.252
Sedanja vrednost EVA				1.416.965
Investirani kapital na začetku eksplcitnega obdobja				1.540.445
Poslovna vrednost podjetja				2.957.410

Vir: Priloga Č in lastni izračuni.

V tabeli 17 lahko vidimo, da je rezultat vrednotenja z modelom EVA popolnoma enak kot pri vrednotenju z DCF modelom. Rezultat vrednotenja je pričakovan, kar potrjuje, da je model EVA za izračun same vrednosti podjetja popolnoma enakovreden modelu DCF. Za enak rezultat pa smo potrebovali več in ne manj podatkov, kot sicer trdijo zagovorniki modela EVA. Obseg investiranega kapitala v posameznih letih napovedi, ki je služil za izračun denarno izraženega stroška kapitala, je za izračun vrednosti podjetja popolnoma nepotreben, saj nima nobenega vpliva na vrednost podjetja.

4.4. VREDNOST PODJETJA Z MODELOM CFROI

Sodilo CFROI je interna stopnja donosnosti, ki se izračuna iz agregatnih podatkov podjetja v določenem obdobju. Za izračun CFROI so potrebni štirje podatki: vrednost sredstev, bruto denarni tok, ki ga generirajo ta sredstva, življenjska doba sredstev in preostala vrednost sredstev ob koncu življenjske dobe. CFROI smo določili tako za preteklo obdobje kot tudi za obdobje napovedovanja, torej za obdobje od leta 1999 do leta 2009.

Vrednost sredstev, ki jih poseduje podjetje, bomo izračunali tako, da bomo vrednosti sredstev na začetku obdobja opazovanja prišteli v obdobju obračunano amortizacijo. Tako bomo prišli do

začetne vrednosti sredstev oziroma do začetne investicije tega obdobja. **Bruto denarni tok** podjetja, kot ga definirajo zagovorniki modela CFROI, je enak vsoti NOPLAT in amortizacije. **Življenjsko dobo osnovnih sredstev** bomo ocenili tako, da bomo vrednost sredstev, ki se amortizirajo, delili z obračunano amortizacijo v opazovanem obdobju. Izračunano življenjsko dobo bomo nato zaokrožili na celo število. Predpostavili smo, da sestavljajo **končno vrednost podjetja** obratni kapital in zemljišča. To so sicer sredstva, ki se po preteku življenjske dobe sprostijo. Izračun CFROI za posamezna leta napovedi je prikazan v tabeli 18.

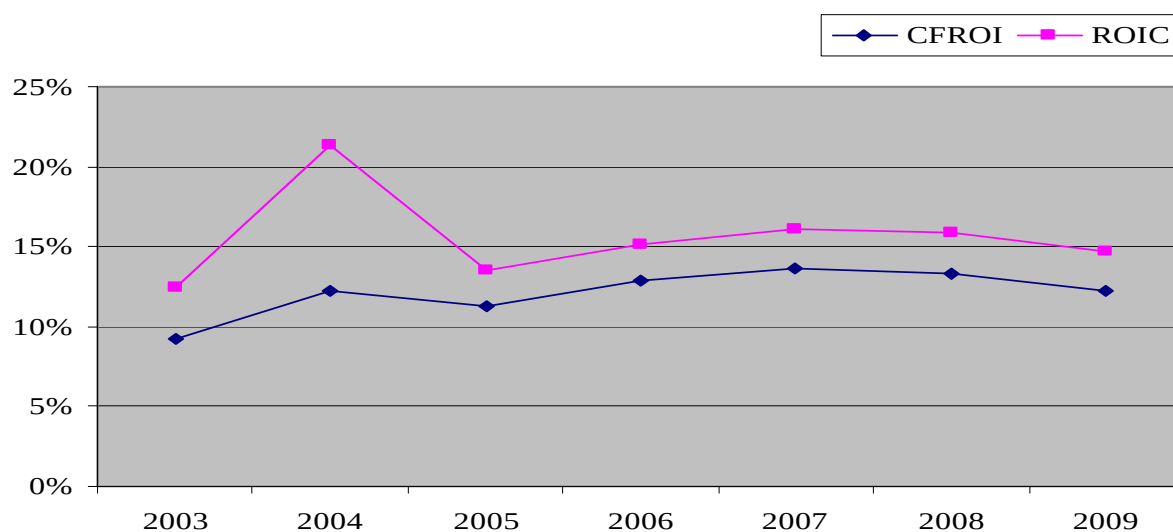
Tabela 18: Izračun CFROI v letu 2003 in napovedi v obdobju od leta 2003 do leta 2009

	2003	Napoved 2004	Napoved 2005	Napoved 2006	Napoved 2007	Napoved 2008	Napoved 2009
Sred., ki se amortizirajo (v 1000 SIT)	1.562.456	2.145.687	2.584.653	3.403.582	3.521.045	3.602.875	3.700.584
Amortizacija (v 1000 SIT)	185.607	224.500	272.400	320.200	335.100	349.900	364.800
Življenjska doba sredstev v letih	9	9	9	9	9	9	9
Sproščena vrednost (v 1000 SIT)	-894.125	-798.548	801.952	-479.863	-500.478	-415.368	-387.489
Stalna sredstva (v 1000 SIT)	1.740.521	2.354.951	2.640.214	3.461.021	3.582.587	3.663.564	3.774.212
Obdobni denarni tok (v 1000 SIT)	321.081	412.434	534.361	718.999	771.105	784.914	774.778
CFROI	12,5%	21,4%	13,5%	15,1%	16,1%	15,9%	14,7%

Vir: Priloga E in lastni izračuni.

Iz slike 7 je razvidno, da je predvideno gibanje ROIC in CFROI podobno. Ob primerjavi obeh rezultatov pa ugotovimo, da je izračun ROIC precej enostavnejši, ker nam ni treba sprejemati predpostavk o življenjski dobi sredstev, ki se amortizirajo.

Slika 7: Gibanje napovedanih vrednosti kazalcev CFROI in ROIC v obdobju od leta 2003 do leta 2009 (v %)



Vir: Tabela 18 in tabela 8 na strani 54.

Na izračun donosnost investiranega kapitala sicer vpliva življenjska doba sredstev (preko načina amortiziranja sredstev), ki vpliva na vrednost dobička in sredstev podjetja, izračun CFROI pa zahteva eksplicitno oceno življenjske dobe sredstev. Uporaba pospešene amortizacije sredstev povzroči napačno oceno življenjske dobe sredstev in s tem napačen izračun CFROI. Copeland (2000, str. 183) meni, da je ocena vrednosti podjetja s sodelom CFROI sicer boljša kot donosnost investiranega kapitala, vendar je za nefinančnike precej bolj zapletena in manj razumljiva. Uporabo sodila CFROI predlaga v naslednjih primerih:

- če ima podjetje sredstva z zelo dolgo življenjsko dobo (nad 15 let),
- če je vrednost stalnih sredstev precej večja, kot je vrednost neto obratnih sredstev,
- če so sredstva podjetja zelo stara ali pa nova in
- če podjetje investira v sredstva zelo neenakomerno.

Za Podjetje X veljata druga in četrta točka. Podjetje ima namreč precej velik delež stalnih sredstev v primerjavi z neto obratnimi sredstvi (v obdobju eksplicitne napovedi smo predpostavili, da so enaka 0). Prav tako so investicije v sredstva podjetja dokaj neenakomerne (večje investicije v prvih dveh letih napovedi, kasneje pa precej manj). Vrednost CFROI se do leta 2003 ne razlikuje pretirano od donosnosti investiranega kapitala. Razlika postane precejšnja v letu 2004 (razlikuje se za 5,6 %) in se v kasnejših obdobjih napovedovanja zmanjša. Podjetje v tem letu precej investira in ima zato precej novih osnovnih sredstev, kar povzroča podcenjenost kazalca donosnosti investiranega kapitala. CFROI je v tem primeru boljše sodilo.

Bistvena razlika med modeloma CFROI in modeloma diskontiranih denarnih tokov ter ekonomske dodane vrednosti je v tem, da ni potrebno sprejemati predpostavk o poslovanju po eksplicitnem obdobju. Te predpostavke so namreč že vsebovane v napovedanih vrednostih CFROI in obsegu investicij v prihodnosti.

Prednost CFROI modela je še, da loči neto denarne tokove (NCF) od obstoječih sredstev podjetja in od investicij v prihodnosti. Celotna vrednost podjetja je vsota sedanje vrednosti denarnih tokov obeh komponent denarnega toka v podjetje.

Vrednost CFROI smo za izdelan scenarij razvoja Podjetja X izračunali v prejšnji točki, predvidene investicije podjetja pa so prav tako znane. Enačba 21 na strani 44 prikazuje, kako izračunamo vrednost podjetja s CFROI modelom. V tabeli 19 je prikazan izračun vrednosti podjetja, v tabeli 20 pa izračun vrednosti kapitala.

Izračunana poslovna vrednost podjetja je 3,09 milijarde SIT (glej tabelo 19 na strani 66) in je za 0,13 milijarde večja kot vrednost, ki smo jo dobili z modelom diskontiranih denarnih tokov ter ekonomske dodane vrednosti. Eden od razlogov za to razliko so predpostavke o poslovanju po eksplicitnem obdobju, ki smo jih morali sprejemati pri vrednotenju z modeloma diskontiranih denarnih tokov ter ekonomske dodane vrednosti.

Tabela 19: Prikaz izračuna vrednosti podjetja z modelom CFROI s potrebnimi ocenami za obdobje 2003-2008 (v 1000 SIT)

	Leta	Dodana vrednost investicij	Diskontni faktor	Sedanja vrednost dodane vrednosti investicij
	2003	2.469.786	1,0000	2.469.786
	2004	453.421	0,9215	417.827
	2005	163.626	0,8488	138.886
	2006	33.084	0,7811	25.842
	2007	18.798	0,7198	13.531
	2008	29.824	0,6634	19.785
Vrednost obstoječih sredstev				2.469.786
Vrednost investicij v prihodnosti				615.871
Poslovna vrednost podjetja				3.085.657

Vir: Priloga E in lastni izračuni.

Pri modelu diskontiranih denarnih tokov in modelu ekonomske dodane vrednosti smo predpostavili, da bo podjetje po obdobju eksplicitne napovedi izgubilo konkurenčne prednosti, kar je pomenilo, da bo donosnost investiranega kapitala v tem obdobju komaj še enaka strošku kapitala. Če bi, ob vsem ostalem nespremenjenem, pri vrednotenju z modeloma diskontiranih denarnih tokov in ekonomske dodane vrednosti za obdobje po eksplicitni napovedi predpostavili 9 % donosnost investiranega kapitala, bi dobil enak rezultat kot z modelom CFROI.

Tabela 20: Izračun vrednosti podjetja z modelom CFROI v letu 2003

	v 1000 SIT
Poslovna vrednost podjetja, izračunana z modelom CFROI	3.085.657
Neposlovne naložbe	400.000
Celotna vrednost podjetja	3.485.657
Dolg	190.423
Vrednost navadnega lastniškega kapitala	3.295.234
Število izdanih delnic	872
Vrednost posamezne delnice	3,78

Vir: Tabela 19 in lastni izračuni.

4.5. PRIMERJAVA VREDNOSTI PODJETJA X PO RAZLIČNIH METODAH VREDNOTENJA

Poslovna vrednost Podjetja X je v letu 2003 po metodi diskontiranih denarnih tokov znašala 2,9 milijarde SIT, po metodi ekonomske dodane vrednosti 2,9 milijarde SIT in po metodi denarnega toka od investicij 3,1 milijarde SIT. In zakaj je prišlo do razlike v vrednosti Podjetja X? Model diskontiranih denarnih tokov upošteva sedanjo vrednost prostih denarnih tokov v eksplicitnem obdobju napovedovanja, katere prišteje k ocenjeni končni vrednosti v zadnjem letu eksplicitnega obdobja napovedovanja. Ekonomska dodana vrednost pa se izračuna kot vsota investiranega kapitala v obstoječa sredstva in sedanje vrednosti pričakovanih ekonomskih dodanih vrednosti v letu 2003. Ker oba modela temeljita na prostih denarnih tokovih, investiranemu kapitalu in NOPLAT, sta tudi rezultata vrednosti Podjetja X pričakovano enaka. Torej oba modela temeljita na enakih predpostavkah s to razliko, da za izračun vrednosti Podjetja X po modelu diskontiranih denarnih tokov potrebujemo manj in ne več podatkov. Obseg investiranega kapitala v posameznih letih napovedi, ki nam služi za izračun denarno izraženega stroška kapitala, je popolnoma nepotreben, saj nima nobenega vpliva na vrednost podjetja.

Do razlike med modeloma diskontiranih denarnih tokov in ekonomske dodane vrednosti v primerjavi z CFROI pa pride, zaradi razlik v sprejetih predpostavkah. Predpostavke o končni vrednosti podjetja bistveno vplivajo na izračun vrednosti podjetja. Pri modelu CFROI pa, kot smo že omenili, jih ni potrebno sprejemati. Rezultat, ki smo ga dobili pri vrednotenju z modelom CFROI, se pri izračunu vrednosti podjetja razlikuje za približno 130 milijonov SIT. Rezultat vrednotenja z modeli diskontiranega denarnega toka in ekonomske dodane vrednosti na eni strani se izenači z rezultatom, ki ga dobimo s CFROI modelom, če pri prvih dveh sprejmemo predpostavko, da je ROIC v obdobju po eksplicitni napovedi enak 9 %.

Pri modelu diskontiranih denarnih tokov in ekonomske dodane vrednosti smo predpostavili, da bo podjetje po eksplicitnem obdobju napovedovanja izgubilo vse konkurenčne prednosti, kot so: lasten razvoj, hitro plasiranje razvojnih izdelkov na trg, razpršeno distribucijsko mrežo itd. To pomeni, da se donosnost investiranega kapitala izenači s stroškom kapitala. Za takšno predpostavko smo se odločili iz preprostega razloga, da bi ugotovili t.i. worse-case scenario, torej najslabši možen izid ali pesimističen scenarij. Predvsem smo želeli ugotoviti, ali se bo vrednost Podjetja X bistveno zmanjšala v primeru izgube konkurenčnih prednosti. Razlika med obema scenarijema t.i. optimističnim, ki smo ga izračunali s pomočjo metode CFROI in t.i. pesimističnim, ki smo ga izračunali s pomočjo modela diskontiranih denarnih tokov in ekonomske dodane vrednosti, je le 4 % izračunane vrednosti Podjetja X.

5. PODCENJENOST DELNIC

Pri prvi javni ponudbi delnic so cene le-teh v povprečju nižje od njihove tržne vrednosti. Ta fenomen je poznan že več kot pol stoletja. V tem poglavju bomo zato predstavili nekaj najpomembnejših teorij, ki poskušajo pojasniti prej omenjeni fenomen. Dejstvo je, da je podcenjenost delnic pri prvi javni izdaji delnic najbolj preučevan dejavnik prehoda v odprto delniško družbo, kar dokazujejo številne publikacije. To niti ne preseneča, saj si podjetja želijo spoznati razloge za podcenjenost v želji, da podcenjenost čim bolj zmanjšajo. V literaturi najpogosteje zasledimo naslednje razlage o podcenjenosti:

- asimetričnost informacij med investicijsko banko in izdajateljem,
- asimetričnost informacij med obveščenimi in manj obveščenimi investitorji,
- zmanjševanje tveganja,
- zavarovanje pred bodočimi spori z investitorji,
- učinek domin in
- moč monopola.

Podrobneje bodo omenjene razlage o podcenjenosti predstavljene v posameznih podpoglavjih. Na koncu poglavja pa bomo na podlagi treh raziskav o velikosti podcenjenosti delnic na ameriškem trgu, ocenili povprečno podcenjenost delnic Podjetja X. Vrednost delnice Podjetja X, ki smo jo izračunali v predhodnem poglavju, bomo prilagodili glede na povprečno podcenjenost prvih javnih ponudb na ameriškem trgu. Na ta način bomo prišli do cene delnice, ki bi jo podjetje lahko iztržilo s prvo javno ponudbo.

5.1. ASIMETRIČNOST INFORMACIJ MED INVESTICIJSKO BANKO IN IZDAJATELJEM DELNIC

Večina podjetij, ki izvedejo prvo javno izdajo delnic, se odloči za investicijsko banko, saj le-ta ponuja tri osnovne storitve. Prvič, investicijska banka ponuja nasvete, svetuje kakšen tip delnic naj podjetje izda, čas izdaje, ceno delnice itd. Drugič, investicijska banka nosi del ali vse tveganje, povezano z donosom izdaje. In tretjič, opravlja distribucijsko funkcijo, saj prodaja delnice investitorjem.

V primeru simetričnih informacij med izdajateljem in bankirjem glede povpraševanja po izdaji, izdajatelj nima razloga za iskanje nasvetov pri investicijski banki. Glavni razlog za odločitev o investicijski banki leži v dejstvu, da ima lahko bankir boljše informacije kot izdajatelj, tako glede stanja na trgu kapitala kot tudi glede zanimanja potencialnih investitorjev po izdaji delnic podjetja. Informacijska asimetrija nastane, ker investicijski bankir pridobi privatne informacije glede povpraševanja po delnicah s predprodajnimi kontakti s potencialnimi kupci. Tu se lahko pojavi problem, saj ima bankir priložnost preko svoje oglaševalske funkcije predlagati ceno, ki je v nasprotju z izdajateljevimi interesi, izdajatelj pa ni sposoben oceniti ali je predlagana cena

primerna. Osnovni razlog, da se interesa obeh strani razhajata leži v distribuciji, ki vključuje velike stroške, ki jih nosi bankir. V njegovem interesu je, da jih čim bolj zmanjša. To pomeni, da bo postavil ceno delnice čim nižje. Navzkrižje interesov ilustrira tudi Van Horn (1977, str. 535) z besedami: »Investicijska banka želi ceno, ki je dovolj velika, da zadovolji interese izdajatelja ter hkrati dovolj nizka, da povzroči dovolj velik interes investitorjev za nakup«.

Ko investicijska banka lahko pridobi boljše informacije glede povpraševanja po izdaji, je najboljša strategija izdajatelja, da prepusti pristojnost oblikovanja cene bankirju. Boljša informiranost bankirja privede do boljših odločitev, kot jih lahko realizira izdajatelj z omejenimi informacijami. Takšna poteza je zaželena tudi v primeru informacijske simetrije, ko bankir ne določi cene, ki si jo želi izdajatelj.

Baron in Holmstrom (2001, str. 1117-1118) pravita, da obstajata dva dejavnika, ki lajšata problem podcenjenosti. Prvi dejavnik je konkurenca. Med investicijskimi bankami obstaja določena konkurenca, saj bankir, ki vedno podceni nove izdaje, bolj kot to v povprečju storijo druge investicijske banke, izgubi del tržnega deleža. Grožnja pred izgubo tržnega deleža zmanjša razlike od povprečja v panogi, vendar to ne pomeni, da je problem rešen, ampak da divergenca od povprečja v panogi ne bo anticipirana. V panogi, kjer igra tradicija pomembno vlogo, je povprečje odsev tega problema.

Drugi dejavnik je znanje izdajatelja. Weston in Brigham (1978, str. 467) pravita, da bo v primeru, ko ima izdajatelj finančna znanja s tega področja in zna ocenjevati druge podobne izdaje, investicijski bankir prisiljen oblikovati ceno blizu tržne. Znano je dejstvo, da so nekateri izdajatelji nezadovoljni z investicijsko banko glede oblikovanja cene in provizije. Nezadovoljstvo kaže na to, da ti problemi v praksi obstajajo in predstavljajo pomemben strošek izdajatelju.

5.2. ASIMETRIČNOST INFORMACIJ MED BOLJ IN MANJ OBVEŠČENIMI INVESTITORJI

Prvi, ki je govoril o asimetričnih informacijah med bolj in manj obveščenimi investitorji je bil Rock (1986, str. 187-212). Rock ne predvideva asimetričnih informacij med investicijsko banko in izdajateljem, temveč predvideva dve skupini potencialnih investitorjev, ki obstajata na trgu kapitala. Prva skupina so t.i. obveščeni investitorji, ki vlagajo v pridobivanje informacij ter kupujejo delnice prvih izdaj le v primeru, ko pričakujejo, da bo njihova prihodnja cena višja kot je začetna. Druga skupina pa so t.i. neobveščeni investitorji, ki kupujejo delnice prvih izdaj brez razlik. Dejstvo je, da na trgu vedno obstaja določena stopnja negotovosti glede višine tržnih cen izdanih delnic in v primeru, ko izdajatelji oblikujejo začetne cene blizu njihovim tržnim cenam, bi neobveščeni delničarji kupovali precenjene delnice. Da pa bi bili neobveščeni delničarji prisotni na trgu, morajo investicijske banke ponuditi delnice z diskontom, torej morajo oblikovati cene, nižje od pričakovanih tržnih (Rock, 1986, str. 190). Torej, s sistematičnim podcenjevanjem

bodo neobveščeni investitorji zaslužili pričakovane donose na kupljene delnice ter tako tvorili skupino potencialnih investitorjev.

5.3. ZMANJŠEVANJE TVEGANJA

Zelo priljubljena razlaga za podcenjenost delnic temelji na teoriji zmanjševanja tveganja investicijske banke. Investicijska banka namenoma podceni delnice, da tako zmanjša tveganje, da ne proda celotne prve izdaje delnice in pokrije stroške, ki jih ima s prvo izdajo. Povedano drugače, podcenjevanje služi kot metoda zmanjševanja možnosti, da bi bila prva izdaja delnic neuspešna in s tem povezana izguba. Čeprav ima ta teorija nek smisel, takšna razlaga ni zadovoljiva. Ne odgovori na vprašanje, zakaj izdajatelji ne vztrajajo, da investicijski bankir prilagodi tveganje prve izdaje delnic z razpršitvijo delnic. Poleg tega pa investicijski bankirji pridobijo zelo dobre informacije glede potencialnega povpraševanja za delnice podjetja. Za investicijsko banko ni neobičajno, da prejema namige o zanimanju potencialnih investitorjev, ki so precej večja kot pa je celotna vsota ponujenih delnic. Še več, če je glavni namen investicijske banke zmanjševanje tveganja, ki so mu izpostavljeni s podcenjevanjem delnic, potem bi domnevali, da bodo podcenjene delnice le tistih podjetij, katera sama izvedejo prvo javno ponudbo (Ritter, 1980, str. 220).

Nove izdaje, ki temeljijo na pogodbi o komisijski prodaji (ang. best-effort), bi morale biti ocenjene višje, saj je tveganje investicijskega bankirja pod temi pogoji manjše. V nasprotju z empiričnimi podatki Ritterja (1980, str. 215-240), sta Chalk in Peavy (1987, str. 16-20) dokazala, da so prve javne izdaje delnic, ki temeljijo na pogodbi »best-effort« bolj podcenjene kot druge. Takšen rezultat pa je nekonsistenten s teorijo zmanjševanja tveganja.

5.4. ZAVAROVANJE PRED MOŽNIMI BODOČIMI SPORI Z INVESTITORJI

Ena izmed možnih razlag za podcenjenost delnic pri prvi izdaji je tudi ta, da se izdajatelji in investicijske banke želijo izogniti morebitnim tožbam s strani potencialnih investitorjev v zvezi z napačnimi podatki, zapisanimi v prospektih ali pri registraciji prve javne izdaje. Drake in Vetsuypens (1993, str. 64-73) sta v svojem delu objavila, da hipoteza izogibanja ne vzdrži, torej podcenjenost delnic ni učinkovit mehanizem za izogibanje bodočih tožb. V nadaljevanju predstavljamo njujine ugotovitve.

Prva avtorja, ki sta omenila hipotezo izogibanja, sta bila Logue (1973, str. 91-104) in Ibbotson (1975, str. 235-272). Prvi formalni model pa so oblikovali Hensler (1992, str. 63-156), Hughes in Thakor (1991, str. 709-742). Kot pravi teorija izogibanja, velike pozitivne donosnosti prvih javnih izdaj zmanjšujejo možnost bodočih tožb, če pa do njih pride, pa je manjša verjetnost, da tožba uspe. Če pa tožba uspe, je manjša verjetnost poslabšanja ugleda investicijske banke.

Čeprav se zdi, da je teorija izogibanja bodočim tožbam smiselna, je pritegnila le omejeno število raziskav²⁸.

Drake in Vetsuypens (1993, str. 64-73) sta izvedla raziskavo na 93-ih podjetij, ki so bila med letoma 1969 in 1990 tožena zaradi navajanja zavajajočih podatkov v prospektih ali pri registraciji prvih javnih izdaj, ter prišla do sledečih ugotovitev:

1. tožbe so se pojavile več mesecev ali celo let po prvi izdaji. Ponavadi so tožbe sledile po velikemu znižanju cen delnic. Manjša vrednost delnic je bila posledica slabih novic glede porazne finančne situacije podjetja. Investitorji so trdili, da so v podjetju vedeli za finančni položaj podjetja ter načrtno zamolčali te podatke v prospektih in pri registraciji prve javne izdaje,
2. obstaja razlika med kratkoročno in dolgoročno podcenjenostjo. Delnice vseh podjetij, razen dveh, so bile v obdobju od datuma prve izdaje in do datuma vložitve prvi tožbe precenjene. Povprečni donos prvi dan po izdaji je 9,18 % in je primerljiv z drugimi prvimi javnimi izdajami podobnih velikosti. Torej, za omenjeni vzorec nista mogla potrditi, da podcenjenost zmanjšuje možnost tožb. Še več, podatki ne podpirajo trditve, da izvira tveganje za tožbe iz kratkoročnega podcenjevanja vrednosti delnic izdajatelja ali investicijske banke v želji, da bi maksimirali donos,
3. podcenjevanje prvih javnih izdaj je zelo drag način zavarovanja pred tožbami. Četudi je bila tožba uspešna, je bila vrednost poravnave le 15 % vrednosti prve izdaje. Torej, tudi če je le del podcenjenosti namenjen izogibanju bodočim tožbam, bi morala biti verjetnost tožbe nerealistično visoka, da bi bilo podcenjevanje učinkovit način zavarovanja pred tožbami,
4. tožbe, povezane z prvo izdajo, imajo klasično obliko in so v povprečju vložene 14 mesecev po prvi izdaji. Investitorji, ki so upravičeni do škode, niso omejeni le na tiste, ki so delnice kupili na dan izdaje, ampak vključuje vse investitorje, ki so kupili delnice podjetja do dneva vložitve prve tožbe. Torej, pod- ali precenjenost delnic na dan izdaje je irelevantna za investitorje, ki kupijo delnice pozneje, saj imajo enake možnosti za tožbo.

Seveda pa se moramo zavedati tudi omejitev, saj je raziskava, ki sta jo izvedla Drake in Vetsuypens (1993, str. 64-73) obsegala le tožbe, ki so bile javno objavljene. Zelo verjetno je, da so medijsko odmevne le velike tožbe in to dejstvo pušča senco dvoma o primernosti vzorca. Druga omejitev leži v dejstvu, da sta avtorja proučevala tožbe ex-post. Možno je, da so se mnoga druga podjetja izognila tožbam s podcenjevanjem, kot veleva teorija. Tega avtorja nista upoštevala. Torej, ne moremo izključiti možnosti, da bi bilo toženih še več podjetij, če ne bi podcenjevali prvih javnih izdaj.

5.5. UČINEK DOMIN

Učinek domin je predstavil Welch (1992, str. 695-732). Ugotovil je, da investitorji opazujejo drug drugega in odločitve o svojih nakupih sprejmejo na podlagi predhodnih investitorjev. To

²⁸ Glej Tinic (1988, str. 789-822) in Drake in Vetsuypens (1993, str. 64-73).

pomeni, da pri svojih odločitvah ne upoštevajo lastnih informacij in v celoti zaupajo drugim. V nadaljevanju predstavljamo učinek domin.

Welch (1992, str. 695-732) je dokazal, da so v primeru omejenosti distribucijskih kanalov investicijskih bank, lahko podcenjene prve javne izdaje neuspešne, precenjene pa uspešne. Če ima investicijska banka omejene distribucijske kanale, potem bankir potrebuje čas, da pristopi k potencialnim investitorjem. Zato lahko »pozni« investitorji ocenjujejo kako dobro se trguje z delnicami ali vsaj kako dobro so se prodajale delnice podjetij, ki so sodelovala z izbrano investicijsko banko. Torej, investitorji, h katerimi se pristopi kasneje, lahko pridobijo informacije od investitorjev, h katerim se pristopi prej. Posamezni investitorji lahko interpretirajo uspešno prodajo kot dejstvo, da so imeli predhodni investitorji ugodne informacije glede ponudbe, kar jih spodbudi za nakup. In obratno, slaba prodaja delnic jih odvrne od nakupa. Takšno pogojevanje informacij glede na odločitve prejšnjih informacij se imenuje pozitivna zunanja informacija.

To pomeni, da je uspešnost ponudbe odvisna od zaporedja informacij med investitorji. Če je vse drugo nespremenjeno in so prvi investitorji pozitivno naklonjeni nakupu, bo izdajatelj na splošno dosegel večji donos. Iz tega lahko sklepamo, da je to manjši problem v primeru velikega števila investitorjev. To pomeni, da bi nekaj ključnih informacij povečalo vpliv na informacije, ki jih posedujejo drugi investitorji. Ta zaključek pa je napačen. Četudi imajo investitorji popolne in brezplačne informacije, domnevna cena delnice investitorjev, h katerim se pristopi kasneje, ne bo blizu prave oziroma tržne.

Domnevna cena bi se spremenila v tržno, če bi investitorji lahko opazili signale, ki jih posedujejo investitorji, h katerim se najprej pristopi. Vendar ni realistično domnevati, da investitorji te signale opazijo. Ti lahko opazujejo akcije predhodnih investitorjev v njihovih nakupih. To bi pomenilo, da bi svoje odločitve sprejemali le na podlagi predhodno visokih ali nizkih nakupov, svojih informacij pa ne bi upoštevali. Če predpostavimo, da posameznik spozna, da je v njegovem interesu, da ignorira lastne informacije ter se opira izključno na informacije iz predhodnih prodaj, potem bodo tudi vsi naslednji investitorji sprejeli enake odločitve. Posledica te domneve je sledeča: če bi nekaj začetnih investitorjev ocenilo, da je ponudba precenjena, bi to informacijo vsi naslednji investitorji prepoznali ter tako onemogočili ponudbo. Ali, če bi začetni investitorji verjeli, da je to dobra naložba, bi sprožili skoraj neomejeno povpraševanje po izdaji. Ta fenomen je Welch (1992, str. 696) imenoval »učinek domin«.

Učinek domin ni nujno slab za izdajatelja. Če poznejši investitorji ignorirajo lastne informacije in se obnašajo podobno kot prejšnji investitorji, njihove informacije niso pomembne za ostale investitorje. Welch (1992, str. 695-732) je dokazal, da to poveča pričakovano vrednost podjetja. Ob določenih pogojih je izdajatelju celo bolje v primeru »učinka domin« in fiksne cene, kot v primeru variabilnih cen. Izdajateljeva želja, da prepreči komunikacije med investitorji, ima empirične posledice, saj Welch interpretira investicijsko banko kot institucijo, ki distribuira ponudbo investitorjem, ki med seboj le redko komunicirajo.

Medsebojna odvisnost in domino učinek nam zagotavljata odgovor na podcenjenost delnic prvih izdaj. Krivulja povpraševanja, ki izhaja iz modela domin kaže, da je usoda ponudbe že začrtana, še preden pristopi prvi investitor, ki bi bil racionalen. To pomeni, da je oblikovanje začetne cene delnic prve izdaje usmerjena k prepričevanju prvih in ne poznejših investorjev.

5.6. TEORIJA MONOPOLA

Teorija monopola govori o tem, da velike investicijske banke izvedejo prvo javno izdajo le za velika podjetja in obratno. Glavni razlog za takšno poslovno politiko naj bi bil ugled investicijske banke. Moč monopola investicijske banke izkoriščajo predvsem na manjših podjetjih, ki zaradi svoje šibkosti ne morejo izbirati investicijske banke. Le-te zelo podcenijo delnice manjših podjetij, ter jih prodajo svojim »najboljšim« strankam, ki z njimi že dolgo poslujejo. V tem poglavju prikazujemo ključne ugotovitve avtorja monopolne moči ter omejitve, ki jih ta teorija ima.

Ritter (1980, str. 215-240) je trdil, da bi velika podcenjenost prvih izdaj lahko bila rezultat monopolistične moči investicijskega bankirja. Njegov zaključek temelji na opazovanju velikih, uglednih investicijskih bankirjev, ki v splošnem ne sprejemajo v izdajo navadnih delnic majhnih podjetij. To je razlog, da je trg razdeljen na majhne in velike investicijske banke. Namreč, velike investicijske banke zaradi ugleda zavrnejo manjša podjetja, ki se zatečejo k manj znanim investicijskim bankirjem. Le-ti pa nato uporabijo svojo pogajalsko moč, ker vedo, da bolj ugledne investicijske banke ne izdajajo delnic majhnih podjetij in si izborijo nižje cene prve izdaje. Investicijske banke naj bi namenoma podcenjevale delnice in jih ponujale svojim rednim strankam. Z uporabo diskriminatornih cenovnih shem pridejo investicijski bankirji do večjih zaslužkov. Skratka, teorija monopola pravi, da investicijske banke namenoma določajo nižje cene od pričakovanih, torej uporabljajo monopolno moč predvsem na manjših podjetjih, da tako pridobijo vsaj del rente indirektno.

Kot vsaka druga teorija ima tudi teorija monopola določene omejitve. Tinic (1988, str. 792) pravi, da ta teorija ne razloži zakaj ugledna investicijska banka zavrne določena podjetja, ki želijo izvesti prvo javno prodajo delnic. Drugič, segmentacija trga na daje nujno moči monopola manjšim investicijskim bankam, vse dokler je dovolj majhnih investicijskih bank, ki tekmujejo med seboj. Če pogledamo stvarnost, je veliko več majhnih investicijskih bank kot velikih. Še več, med njimi velja zamenljivost med storitvami, ki jih ponujajo male investicijske banke, saj nimajo razločevalne sposobnosti (ugleda), ki bi omogočala lojalnost in s tem večje rente. Poleg tega je bančništvo, še posebno investicijsko, panoga v katero je lahko vstopiti in izstopiti, torej imajo le malo ovir za vstop/izstop. Tretjič, teorija monopola trdi, da so izdajatelji ali ignorantski ali neracionalni. To pomeni, da se ne učijo na napakah drugih podjetij, ki so vstopala v proces odpiranja in ne iščejo investicijske banke, ki jim ponuja najboljšo ceno. Pomembno je opozoriti, da ni vsako malo, začetniško podjetje v procesu odpiranja podcenjeno.

Približno 30 % izvedenih prvih javnih prodaj delnic s pomočjo neznanih investicijskih bank so bile ali polno cenjene ali precenjene v obdobju po drugi svetovni vojni (Tinic, 1988, str. 792). Torej, mora obstajati druga razlaga nezmožnosti izdajatelja za iskanje investicijskega bankirja, ki bi lahko ocenil delnice bližje njihovi tržni vrednosti.

5.7. OCENA VREDNOSTI DELNICE PODJETJA X PRI PRVI JAVNI IZDAJI DELNIC

Teorij o podcenjenosti delnic je veliko, upravo podjetij pa bolj kot sami razlogi za podcenjenost zanima velikost podcenjenosti. In kolikšno podcenjenost delnic Podjetja X moramo pričakovati pri prvi izdaji?

V preteklosti je bilo izvedeno kar nekaj raziskav, ki jih predstavljamo v nadaljevanju. Prvo raziskavo so izvedli Ibbotson, Sindelar in Ritter (1988, str. 37-45)²⁹. Ugotovili so, da je bila povprečna podcenjenost delnic podjetij, ki so vstopala na borzo v obdobju 1960-1967, prvi dan po izdaji 17,33 %, v obdobju 1969-1987 pa 13,95 %. Drake in Vetsuypens (1993, str. 64-73) sta v obdobju 1969-1990 na vzorcu 93-ih podjetij, ki so bila tožena zaradi zavajanja investitorjev, ugotovila, da je bila povprečna podcenjenost delnic prvi dan po izdaji 15 %. Novejšo raziskavo na temo podcenjenosti delnic sta opravila Brau in Fawcett (2005, str. 1-50). Na vzorcu 87-ih podjetij, ki so med letoma 2000 in 2002 uspešno zaključila proces prve javne izdaje delnic, sta ugotovila podcenjenost delnic v višini 13,5 %. Iz omenjenih treh raziskav je razvidno, da se podcenjenost delnic prvi dan po izdaji med leti, ni bistveno razlikovala. Še enkrat pa je treba omeniti, da so bile vse raziskave izvedene na ameriškem trgu, ki se od slovenskega razlikuje v:

1. stopnji razvitosti; ameriški trg kapitala ima neprimerno daljšo zgodovino trgovanja z delnicami od slovenskega, ki obstaja slabih 15 let,
2. velikosti; večje število podjetij, ki kotirajo na borzi,
3. številu prvih izdaj na leto,
4. obsegu trgovanja z delnicami na borzi itd.

Ker podatkov o podcenjenosti delnic na slovenskem trgu nimamo, hkrati pa zaradi majhnosti vzorca ne bi bile uporabne, bomo pri izračunu podcenjenosti delnic za Podjetje X upoštevali 15 % podcenjenost. Vrednost smo dobili tako, da smo izračunali aritmetično povprečje podcenjenosti prvih javnih izdaj iz raziskav, ki so navedene v prejšnjem odstavku (povprečna podcenjenost je 14,945 %). Ob upoštevanju predpostavke o podcenjenosti delnic, se bo cena delnice Podjetja X prvi dan po izdaji gibala nekje med 3.086 SIT in 3.213 SIT za delnico. To pomeni, da bi bila vrednost delnice na organiziranem trgu večja kot na notranjem, ki znaša 2000 SIT za delnico. Z vidika vrednosti podjetja, upravi Podjetja X svetujemo, da se odločijo za prehod na organiziran trg kapitala, saj je delnica na notranjem trgu v povprečju (glede na različne metode izračuna vrednosti podjetja) podcenjena za 1,6-krat. Vemo pa, da vrednost ni edini dejavnik prehoda, čeprav najpomembnejši, bomo v zadnjem poglavju predstavili tudi

²⁹ Glej tabelo 1 v R. Ibbotson, J. Sindelar in J. Ritter (1998, str. 37-45).

glavne razloge, po mnenju finančnih direktorjev³⁰, ki vplivajo na odločitev, da ostanejo zaprta delniška družba. Preden pa predstavimo omenjene razloge, je potrebno predstaviti še en zelo pomemben dejavnik prehoda, t.i. optimalen čas prehoda na borzo.

6. ČAS PREHODA NA BORZO

Predhodna poglavja so bila namenjena izračunu vrednosti podjetja na organiziranem trgu kapitala. Če je le-ta večja od notranje vrednosti podjetja in se uprava podjetja odloči za prehod na borzo, postane aktualno vprašanje izbire trenutka za prehod oziroma za kotacijo. Izbira pravega trenutka je pogoj za uspešno ali neuspešno izveden prehod. Zato bomo v tem poglavju predstavili pet najpomembnejših teorij časovnega prehoda na borzo ter na koncu podali mnenje o tem, kdaj bi bil za Podjetje X najbolj primeren čas prehoda, če se za ta korak odloči.

6.1. MOŽNOSTI ZA UGODNO CENO DELNICE PODJETJA

V preteklosti je bilo ugotovljeno, da je število novih izdaj delnic ciklični pojav, saj se podjetja v določenem obdobju odločajo za kotacijo na borzi v večjem številu, v drugem pa v manjšem. Prvo obdobje se imenuje »vroči« trgi, drugo obdobje pa »hladni« trgi. Različni raziskovalci so poskušali pojasniti razloge za pojav cikličnosti ter preučiti, v katerem obdobju je za podjetja najbolje, da se odločijo za prehod na borzo. Predvsem jih je zanimalo v katerem obdobju podjetja za svoje delnice iztržijo najvišjo ceno³¹.

»Vroči« trgi so definirani kot obdobja, v katerih je povprečna cena izdanih delnic v prvem mesecu trgovanja nenormalno visoka (Ibbotson in Jaffe, 1975, str. 1027). Ibbotson in Jaffe sta ugotovila, da so časovne vrste »vročih« in »hladnih« trgov predvidljiva pojava. To pomeni, da jih lahko napovemo in hkrati določamo optimalni čas prehoda na borzo. To spoznanje je sprožilo val raziskav na tem področju. Največ pozornosti je bilo usmerjene na vprašanje, kateri trgi so bolj primerni za prehod na organiziran trg kapitala, »vroči« ali »hladni« trgi. Od takrat je preteklo veliko časa, vendar si avtorji še niso enotni. Ibbotson in Jaffe (1975, str. 1030) zagovarjata prehod v času »hladnih« trgov, Brau in Fawcett (2004, str. 1-50) pa zagovarjata »vroče« trge. Torej, če velja teza o napovedljivosti »vročih« in »hladnih« trgov ter predpostavimo, da je najboljši trenutek prehoda v t.i. »vročih« trgih, lahko investitorji koncentrirajo nakupe delnic v tistih mesecih, v katerih je premija najvišja. Še več, investitorji se lahko ogibajo nakupa delnic v t.i. »hladnih« trgih, ko so povprečne mesečne razlike v ceni novo izdanih delnic majhne ali celo negativne. Osnovni cilj investitorjev je kupovati čim ceneje in prodajati čim dražje. Investitorji svoj osnovni cilj realizirajo v obdobju »vročih« trgov, saj se

³⁰ Raziskavo sta izvedla Brau in Fawcett (2004, str. 1-50).

³¹ Glej Brau in Fawcett (2004, str. 1-50), Ibbotson in Jaffe (1975, str. 1027-1042) ter Fama (1965, str. 34-105).

cena delnice najbolj poviša. To pomeni, da je razlika med ceno delnice pri prvi izdaji in ceno, ki jo delnica doseže konec prvega dneva trgovanja, najvišja. V tem primeru investitorji zaslužijo največji kapitalski dobiček. Za izdajatelja, torej za podjetja, pa je takšen scenarij neugoden, saj s prvo izdajo zberejo manj denarja kot bi ga lahko v kakem drugem obdobju.

Prav zaradi tega je pomembno, da tudi izdajatelji (podjetja) vedo, kdaj bodo za svoje delnice iztržili čim več, torej, kdaj podjetja realizirajo najvišjo ceno. Za podjetja bi bilo najbolj optimalno, da se odločijo za prehod v obdobju t.i. »hladnih« trgov. V tem primeru je razlika med ceno delnice pri prvi javni izdaji in ceno, ki jo delnica doseže konec prvega dne trgovanja, najmanjša. Do podobnih ugotovitev je prišel tudi Fama (1965, str. 34-105). Ugotovil je, da takoj po novi izdaji delnic trg ni učinkovit in je gibanje cene v začetnih mesecih, tako kot v prvem mesecu, pod vplivom »vročega« ali »hladnega« trga.

Pri ugotavljanju smiselnosti novih izdaj v obdobju »vročih« in »hladnih« trgov, sta Ibbotson in Jaffe (1975, str. 1038-1042) predstavila koncept t.i. celotne premije nove izdaje (ang. total premium of new issues), ki je definirana kot seštevek premije za prvi mesec in premij sledečih mesecev vse do določene točke v prihodnosti, ko ciklične izdaje dosežejo končno tržno ceno. V skladu z racionalnim obnašanjem želi izdajatelj minimizirati to premijo, saj le tako doseže ceno, ki je najbližja končni oziroma tržni ceni. Investitorji na drugi strani želijo, da je celotna premija čim višja, saj tako izpolnjujejo svoje cilje, torej povečanje premoženja. Interesa izdajateljev in investorjev se torej razlikujeta.

S pomočjo celotne premije sta Ibbotson in Jaffe (1975, str. 1038-1042) prikazala, da je od cene delnice v prihodnosti odvisno ali je za podjetje bolje, da izvede prvo javno ponudbo v obdobju »vročih« ali »hladnih« trgov. Torej, če predpostavimo, da je cena delnice v prihodnosti enaka, ne glede na to ali je bila izdana na »vročem« ali »hladnem« trgu, bi bila cena delnice na dan izdaje na »vročem« trgu nižja od cene delnice na dan izdaje na »hladnem« trgu. V tem primeru je za podjetje bolje, če izbere čas prehoda v javno družbo v obdobju »hladnih« trgov, saj je razlika med končno ceno delnice in ceno delnice prvi dan izdaje, najmanjša.

Če pa predvidevamo, da bo povprečna kumulativna razlika v ceni delnice, izdane na »vročem« trgu, na določen dan v prihodnosti nižja od tiste, izdane na »hladnem« trgu, je za podjetja bolje, da izvedejo prvo javno izdajo delnic v obdobju »vročih« trgov. Da bi se uresničil opisani scenarij, pa bi morala biti donosnost delnice takoj po prvi izdaji obratnosorazmerna s premijo prvega meseca. Ibbotson in Jaffe (1975, str. 1038-1042) sta preverila tudi to predpostavko ter ugotovila, da je nerealna. Tako sta dokazala, da je za podjetja bolje, da postanejo javna v obdobjih »hladnih« trgov.

Skratka, glavna ugotovitev avtorja (Ibbotson in Jaffe, 1975, str. 1038-1042) je, da je gibanje cene delnice prvi mesec po izdaji napovedljiva, tako da investitorji lahko koncentrirajo svoje nakupe na mesece, v katerih se pričakuje pozitivna donosnost izdanih delnic. Prav tako je tudi izdajateljem v pomoč napovedljivost premije v prvem mesecu po izdaji. Ibbotson in Jaffe (1975, str. 1038-1042) sta pokazala, da lahko ob določenih predpostavkah izdajatelji delnic iztržijo višjo

ceno delnic v primerjavi s »končno« ceno delnice, če izdajajo v obdobju »hladnih« trgov. Še več, izdajatelji lahko glede na pretekle podatke določijo, kdaj se bodo »hladni« trgi zopet pojavili. Torej po tej teoriji naj bi podjetja izdajala v obdobju, v katerem so možnosti za ugodno ceno delnice podjetja najboljše.

6.2. STANJE NA TRGU KAPITALA

Podjetja opazujejo dogajanje na trgu kapitala tako glede povprečne donosnosti prvih izdaj kot tudi števila podjetij, ki se odločajo za prehod. Ko opazijo, da se delnice podjetij, ki so vstopila na borzo dobro prodajajo in druga uspešna podjetja izdajajo, tudi sama sprejmejo odločitev za prehod. Torej stanje na trgu kapitala je za podjetja najpomembnejše časovno merilo prehoda (Lowery in Schwert, 2002, str. 1171-1200).

»Vroče« in »hladne« trge smo že spoznali. Prav tako smo predstavili glavne ugotovitve Ibbotsona in Jaffe (1975, str. 1027-1041), ki sta ugotovila izrazito cikličnost tako v številu kot tudi v povprečni donosnosti prvih izdaj na mesec. V prilogi F je cikličnost v številu novih izdaj in mesečne donosnosti med letoma 1960 in 2001, grafično lepo ponazorjena. Iz priloge F je razvidno, da obdobjem rastočih in visokih donosnosti sledijo obdobja rasti števila novih izdaj, ki jim nato sledijo obdobja nizkih donosov. Ta vzorec se v proučevanem 41-letnem obdobju ponavlja. Ibbotson in Jaffe (1975, str. 1027-1041) pa v svojih raziskavah nista odgovorila na zelo pomembno vprašanje. Ali obdobja visokih donosov privlačijo podjetja na borzo ali povečano število podjetij, ki se odločajo za prvo izdajo povečujejo donosnost prvih izdaj.

Na neodgovorjeno vprašanje, sta iskala odgovor Lowery in Schwert (2002, str.1171-1200). Predvsem ju je zanimala povezanost med številom prvih izdaj in povprečno donosnostjo le-teh. Statistični test je pokazal, da obstaja le šibka korelacija med številom prvih izdaj in donosnostjo, odkrila pa sta značilno pozitivno korelacijo med donosnostjo in številom prvih izdaj. Iz tega lahko sklepamo, da podjetja opazujejo trg kapitala in v trenutku, ko opazijo povečano donosnost prvih izdaj, se tudi sama odločijo za prehod na borzo. Podjetja se odločajo za prehod v obdobju »vročih« trgov, torej takrat, ko je donosnost delnic največja. To dejstvo pa je v nasprotju z ugotovitvami Lowery in Schwert-a (2002, str.1171-1200). V obdobju visokih donosov je podcenjenost delnic največja, kar pomeni, da je za podjetja najugodnejši trenutek prehoda prav v obdobju »hladnih« trgov. Do enakih zaključkov sta prišla tudi Ibbotson in Jaffe (1975, str. 1027-1041), ki so bili predstavljeni v predhodnem poglavju.

Torej, optimalni čas prehoda v delniško družbo je v obdobju »hladnih« trgov. Ta ugotovitev pa je v nasprotju s tem, kar je prikazuje priloga F in v nasprotju z odgovori, ki sta jih na vzorcu 336-ih podjetij, ki so med letoma 2000 in 2002 izvedla prvo izdajo, zabeležila Brau in Fawcett (2004, str. 1-50). Prav zaradi neskladja med dejanskim dogajanjem na trgu kapitala in teorijo, sta Lowery in Schwert (2002, str.1171-1200) poskušala pojasniti vedenje podjetij. Da bi ugotovili, zakaj se podjetja odločajo za vstop na borzo v obdobjih visokih donosov, sta morala najprej ugotoviti, kolikšen delež donosa je v povezavi s številom novih izdaj. Ugotovljeno je bilo, da je

pozitivna relacija med donosom in številom prvih izdaj odvisna od informacij, ki jih managerji pridobijo med procesom registracije in so le delno upoštevane v ceni delnic. V procesu trženja prve izdaje podjetje in njegova investicijska banka pridobivata informacije od investorjev glede njihovega vrednotenja podjetja. Ta informacija je determinanta tako cene prve izdaje kot tudi števila podjetij, ki se bodo odločila za prehod v javno družbo. Več pozitivnih informacij v obliki višjih pričakovanih vrednosti podjetja rezultira v višjih donosih. To pa ima za posledico povečanje števila podjetij, ki se odločajo za prvo javno izdajo.

Zanimiv poskus razjasnitve vedenja podjetij pri prvi izdaji so izvedli tudi Choe, Masulis in Nanda (1993, str. 3-31). Spraševali so se, zakaj se podjetja odločajo za prehod v trenutku, ko »dobra« podjetja izdajajo delnice. To pomeni, da podjetja opazujejo drug drugega ter svoje odločitve sprejemajo na podlagi reakcij subjektov na trgu. Do podobnega spoznanja smo prišli tudi pri ugotavljanju podcenjenosti delnic, t.i. »učinek domin«. To pomeni, da podjetja v celoti zanemarijo svoje informacije ter posnemajo uspešnejša podjetja na trgu. Kot je pokazala anketa, ki sta jo izvedla Brau in Fawcett (2004, str. 1-50), velja to predvsem za manjša podjetja, ki nimajo dovolj lastnih znanj. Večja podjetja imajo znanja s področja javnih izdaj oziroma so finančno dovolj močna, da si pridobijo ekspertna znanja s tega področja. Vedenje velikih podjetij niso pojasnili, so pa pojasnili obnašanje malih podjetij, ki svoje vedenje prilagajajo večjim in uspešnejšim podjetjem.

Skratka, najpomembnejši ugotovitvi, do katerih sta prišla Lowery in Schwert (2002, str. 1171-1200) sta:

1. cikličnost donosov odseva proces učenja investicijske banke. Ker se obdobja registracije mnogih javnih izdaj prekrivajo, informacije, ki jih pridobijo investicijske banke med procesom registracije, prispevajo k donosu prvi dan izdaje ter tako vplivajo na korelacijo donosov,
2. veliko podjetij se odloča, da postanejo javna po obdobju visokih donosov, kar ne pomeni, da bodo tudi ta zelo podcenjena. Velikost donosa v času registracije prve javne izdaje še ne vključuje informacije glede morebitne podcenjenosti. Ugotovila sta, da se veliko podjetji odloča za prehod v odprto družbo po obdobju visokih donosov, saj so visoki donosi povezani s pozitivnimi informacijami do katerih pridejo med obdobjem registracije, kar namiguje, da lahko podjetja zberejo več denarja kot so prvotno predvidela.

Tezo, da se podjetja odločajo za prehod na borzo potem, ko vidijo visoko donosnost prvih izdaj, sta Lowery in Schwert (2002, str. 1171-1200) potrdila. Prav tako je bilo ugotovljeno, da se podjetja, ki razmišljajo o prehodu na borzo, ozirajo na druga podjetja. To slednje predvsem velja za majhna podjetja, za katera je to edini časovni dejavnik prehoda, ki ga upoštevajo. V prid obema teorijama govori tudi raziskava, ki sta jo izvedla Brau in Fawcett (2004, str. 1-50). Izkazalo se je, da velika podjetja sprejemajo odločitve na podlagi donosnosti prvih izdaj, manjša podjetja pa opazujejo velika, uspešna podjetja ter jih v njihovih dejanjih posnemajo.

6.3. POMANJKANJE KAPITALA ZA FINANCIRANJE RASTI

Zakovitosti nihanja števila prvih javnih izdaj delnic v času, ki sta ga odkrila Ibbotson in Jaffe v letu 1975, so številni avtorji poskušali razložiti oziroma pojasniti³². V nihanjih so videli priložnost, da napovedo optimalni trenutek prehoda na borzo. Vendar vse le ni tako enostavno kot je bilo videti na prvi pogled, zato v nadaljevanju predstavljamo še eno izmed pomembnejših teorij.

Michelle Lowery (2003, str. 3-40) je poskušala razložiti zakonitosti v gibanju števila prvih izdaj s potrebo podjetij po kapitalu, s katerim financirajo svojo rast. Študija temelji na 37-letni časovni seriji prvih izdaj na ameriškem trgu. Poskušala je ugotoviti ali dejavnika, kot sta število prvih izdaj in učinkovit/neučinkovit trg kapitala, vplivata na nihanja v številu prvih izdaj. Študija je raziskovala tri hipoteze, ki bi lahko povzročale nihanja v številu prvih izdaj. Prva hipoteza pravi, da število niha v skladu z nihanjem gospodarskega cikla (hipoteza povpraševanja po kapitalu). To pomeni, da se med konjunkturo poveča povpraševanje po kapitalu in več podjetij se odloča za prehod na borzo. Druga hipoteza pravi, da je razlika v številu prvih izdaj posledica sprememb v investicijskem optimizmu (hipoteza informacijske asimetrije). In zadnja hipoteza pravi, da se majhno število prvih izdaj v obdobju visoke negotovosti odraža v t.i. problemu »limon« (hipoteza investitorjevega optimizma). To pomeni, da lahko varianca v negotovosti investitorjev glede prave cene podjetij povzroči velike stroške in zato število prvih izdaj v času variira. Možno je, da več kot le en faktor determinira število prvih izdaj. Prvo hipotezo predstavljamo v tem poglavju, preostali dve pa v naslednjih dveh poglavjih.

Hipoteza povpraševanja po kapitalu pravi, da je nihanje v številu prvih izdaj posledica sprememb v agregatnem povpraševanju privatnih podjetij po kapitalu. Splošni ekonomski pogoji se skozi čas spreminjajo. Ko so pogoji boljši in se pričakuje gospodarska konjunktura, imajo podjetja večjo potrebo po novem kapitalu. Večja potreba po kapitalu vzpodbudi večje povpraševanje po kapitalu. Privatna podjetja lahko pridobijo finančna sredstva v obliki bančnih posojil, javnega dolga, tveganega kapitala ali javnega kapitala. Pod predpostavko, da managerji maksimirajo vrednost podjetja, bodo pred odločitvijo o primernosti izbire finančnega instrumenta, ocenili svoje trenutno povpraševanje po kapitalu, stroške pridobivanja tega kapitala in njihovo povpraševanje ter pričakovane stroške pridobivanja kapitala v prihodnje. Podjetja se odločajo za javno izdajo v primeru, ko javni kapital zagotavlja največjo neto ugodnost za podjetje. V povprečju se število prvih izdaj poveča, ko se poveča agregatno povpraševanje privatnih podjetij po kapitalu. Do enakih ugotovitev je prišel tudi Choe (1993, str. 11).

6.4. ASIMETRIČNOST INFORMACIJ

Hipoteza informacijske asimetrije govori, da se stroški prve izdaje spreminjajo skozi čas. Informacijska asimetrija predstavlja razliko med informacijami, ki jih poseduje manager in

³² Glej Prilogo F.

tržnimi informacijami glede vrednosti podjetja. Managerji želijo izdati delnice v trenutku večje vrednosti podjetja, zato trg zniža njihova pričakovanja v trenutku, ko se podjetje odloči za javno izdajo delnic. Če predvidevamo, da je trg učinkovit, bodo v povprečju podjetja, ki se odločajo za prvo javno izdajo delnic, ocenjena korektno. Myers (1977, str. 147-175), Myers in Majluf (1984, str. 187-221) in Korajczyk et al. (1992, str. 397-417) so pokazali, da ti stroški preprečijo marsikatero odločitev za prehod v javno družbo, navkljub pozitivni neto sedanji vrednosti njihovih projektov. Podjetja izdajo le v primeru, ko ugodnosti od tega načina financiranja presežejo direktne stroške izdaje in katerekoli druge stroške. Ko je informacijska asimetrija velika, so za podjetja bolj primerni (optimalni) drugi načini financiranja. Prvo javno izdajo bodo odložili vse dotlej, dokler se stroški izdaje delnic ne zmanjšajo in/ali poveča povpraševanje po njihovem kapitalu. Šele takrat bo prva javna izdaja delnic predstavljala optimalno izbiro glede vrednosti podjetja. Raziskava, ki so jo izvedli Bayless in Chaplinsky (1996, str. 253-278) ter Choe et al. (1993, str. 1-29) predvideva, da so obdobja visoke informacijske asimetrije povezana z manjšim številom novih izdaj. Tudi hipoteza informacijske asimetrije napove, da je število javnih izdaj delnic negativno povezano z informacijskimi asimetrijami.

6.5. OPTIMIZEM INVESTITORJEV

Hipoteza optimizma investorjev pa pravi, da variacije v stopnji optimizma investorjev povzročajo stroške izdaje kapitala in zato število prvih izdaj delnic časovno niha. V določenih obdobjih so investitorji preveč optimistični in so pripravljeni plačati več kot so podjetja vredna. V teh obdobjih so stroški prve izdaje precej nizki. Posledično veliko število spozna, da je prehod na borzo za njih optimalna odločitev. In nasprotno, v obdobjih nizkega optimizma lahko investitorji podcenjujejo vrednost podjetja ter s tem vplivajo na manjše število javnih izdaj. Lee et al. (1994, 75-109) ter Rajan in Servaes (2003, str. 150-187) so ugotovili, da spremembe v optimizmu investorjev zelo vplivajo na število prvih javnih izdaj v času. Podobno je zaključil tudi Pagano et al. (1998, str. 27-64). Ugotovil je, da množično odločanje za prvo izdajo v Italiji povzroča napačno ocenjevanje investorjev. Konsistentno z idejo, da so investitorji zelo optimistični v določenih obdobjih, sta Purnanandam in Swaminathan (2001, str. 1-24) ugotovita, da preценjene prve javne izdaje delnic, zaslužijo velike donose prvi dan po izdaji, ter zelo nizke v naslednjih petih letih.

6.6. PRIMERJAVA TEORIJ IN NJIHOVA PRIMERNOST ZA PODJETJE X

Zadnje tri predstavljene hipoteze se razlikujejo v dveh dimenzijah: v predpostavki o učinkovitosti trga kapitala in v osredotočenosti na podjetniško povpraševanje po kapitalu. Prvič, tako hipoteza o povpraševanju po kapitalu kot tudi hipoteza o informacijski asimetriji slonita na predpostavki učinkovitosti trga. Ti hipotezi predvidevata, da so stroški izdaje delnic vedno pozitivni, podjetja pa se odločajo za prvo javno izdajo delnic, če imajo pozitivne neto sedanje vrednosti projektov. V nasprotju s hipotezo optimizma investorjev, le-ta predvideva

neučinkovit trg kapitala. V določenih obdobjih so investitorji preveč optimistični in so pripravljeni plačati več kot je podjetje vredno. Drugič, hipoteza povpraševanja po kapitalu se osredotoči na spremembe v tržni ponudbi kapitala. Te tri hipoteze se medsebojno ne izključujejo. Povpraševanje po kapitalu, asimetrične informacije in optimizem investorjev pripomorejo k razumevanju nihanj v številu prvih izdaj delnic.

Lowery (2003, str. 3-40) je v svoji študiji tudi ugotovila, da je število novih izdaj pozitivno povezano s hipotezo povpraševanja po kapitalu in investorjevim optimizmom. Prav tako pa je ugotovila, da je število novih izdaj negativno povezano z asimetričnimi informacijami. Večja kot je asimetričnost informacij med investitorji in podjetjem, manj podjetij se odloča za prehod na borzo. Vsi ti faktorji in še mnogi drugi vplivajo na odločitev podjetij o prehodu na borzo, še najbolj pa dejavniki, povezani s splošnimi gospodarskimi in panožnimi razmerami.

Če podrobneje pogledamo predstavljene teorije opazimo, da teorija o pomanjkanju kapitala ni relevantna za Podjetje X, saj ima podjetje dovolj kapitala za financiranje svoje rasti. Glede na to, da je bil dokazan optimalen čas prehoda v času t.i. »hladnih« trgov, Podjetju X priporočamo, da vstopi na borzo v trenutku, ko je trg kapitala najbolj privlačen. Investorjev optimizem namreč pripomore k dobri ceni delnic podjetij, ki izdajajo.

6.7. ARGUMENTI PROTI KOTACIJI NA BORZI

Do sedaj smo obravnavali le razloge za prehod v odprto delniško družbo, nismo pa omenjali argumentov, ki govorijo v prid zasebnim družbam. Veliko podjetij je takšnih, ki izpolnjujejo pogoje za prehod na borzo, pa se za takšen korak ne odločijo. Kakšni so torej pglavitni razlogi, da ostanejo zasebna? Brigham in Daves (2004, str. 591-592) navajata sledeče razloge:

1. **stroški poročanja:** javna podjetja morajo izdelovati in posredovati četrtna in letna poročila Agenciji za nadzor trga vrednostnih papirjev. Ta poročila predstavljajo veliko breme predvsem za mala podjetja.
2. **razkritje informacij o poslovanju:** vodstvu podjetja je nelagodno poročati o tekočih zadevah, saj bodo ti podatki dostopni konkurentom. V mnogih primerih vodstvo ne želi, da bi trg izvedel za njihovo pravo vrednost, ki je lahko izračunljiva, če se podjetje nahaja na borzi. Enostavno zmnoži število delnic z njeno tržno vrednostjo.
3. **osebne ugodnosti:** lastniki/vodstvo zasebnih podjetij imajo veliko možnosti za oblikovanje posebnih ugodnosti kot so: izplačilo višjih plač, nepotizem, ureditev lizing pogodb med podjetjem in lastniki/vodstvom itd. Takšne ugodnosti, ki imajo za posledico manjše osebne davke lastnikov/vodstva, je veliko težje izpeljati v javnih podjetjih.
4. **nizka cena/neaktiven trg:** če je podjetje majhno, se lahko zgodi, da se z njihovimi delnicami ne trguje v zadostnem obsegu, kar pomeni, da so nelikvidne. Vse to se odrazi v nižji ceni delnic, ki ne odražajo prave vrednosti podjetja. Borzni posredniki takšnih delnic niti ne zasledujejo/spremljajo, saj s tako majhnim obsegom trgovanja ne zaslužijo dovolj provizije.

5. **nadzor:** večinski lastniki imajo pravico izvajati nadzor nad upravo podjetij, katerih lastniki so. Le-ti pa zahtevajo določen letni donos na vloženi kapital. Zgodi se, da investitorji zahtevajo kratkoročno uspešnost tudi na račun dolgoročne uspešnosti. Ta dejstva so mnoga podjetja vodila do odločitve za prehod v zasebno družbo z odkupi managerjev ali zaposlenih.

Predstavljene motive sta Brau in Fawcett (2004, str. 26) testirala v raziskavi, ki sta jo izvedla na vzorcu 336-ih podjetij med letoma 2000 in 2002, v katerem je sodelovalo kar 63 % podjetij, ki se še niso odločila za prehod na borzo. Zanimiva je tudi ugotovitev, da kar 57,6 % podjetij, ki so še zasebna, prehod v javno družbo sploh ne zanima, 22,4 % je izrazilo le malo zanimanja, 20 % pa jih prehod na borzo privlači. To pomeni, da imajo zasebna podjetja močan motiv, da ostanejo zasebna. In kakšni so razlogi? Raziskava je pokazala, da je najpomembnejši razlog, da ostanejo privatna, nadzor nad sprejemanjem odločitev. Dva manj pomembna razloga sta oslabitev moči lastnikov ter slabi tržni/panožni pogoji. Morebitna korist od javne družbe je zanemarljiva v primerjavi s tveganjem izgube nadzora nad sprejemanjem odločitev v podjetju. Ni razloga, da bi si takšna podjetja premislila. Za zdaj so zadovoljna, da imajo dovolj kapitala za financiranje svoje rasti in bi s preходом na borzo pridobila le neznatno vrednost.

Podjetja, ki so pričela proces prehoda na borzo in si nato premislila, pa v nasprotju s podjetji, ki še nikoli niso stopila na to pot, manj pozornosti posvečajo izgubi nadzora nad podjetjem in zmanjšani moči lastnikov. To je razumljivo, saj so proces že začeli, odločitev so že sprejeli. Najpomembnejša razloga, da so si premislili so panožni in širši ekonomski pogoji. Skratka, slabi ekonomski in panožni pogoji skupaj z nizko ceno delnice, so motivirali podjetja, da prekinajo proces prehoda v javno družbo.

Naj na koncu še omenimo, da so tudi podjetja, ki so uspešno izvedla prehod v javno družbo navedla kot najpomembnejši dejavnik prehoda ekonomske in panožne pogoje. Pri odločitvi za ali proti prehodu so tehtali med prednostmi in slabostmi povečanega nadzora in razkritjem poslovnih informacij, vendar so menili, da več pridobijo s preходом na borzo. Ključen zaključek študije je bil, da podjetja, katera se odločajo za prehod v odprto družbo, temeljito pretehtajo svojo odločitev. To pomeni, da podjetja resno pristopajo k tej problematiki in Podjetje X ne bi smelo biti nobena izjema.

7. SKLEP

Prehod na organiziran trg kapitala ni preprosta poslovna odločitev. Podjetja morajo pretehtati dobre in slabe strani takšne odločitve. Med najpomembnejše dejavnike, ki jih morajo preučiti nedvomno spadajo: motiv prehoda, čas prehoda, vrednost podjetja na borzi, podcenjenost prve izdaje ter razloge, ki govorijo proti prehodu. Naštete dejavnike smo podrobneje obravnavali v

magistrskem delu ter na Podjetju X demonstrirali potek odločitvenega procesa, katerega naj bi upoštevalo sleherno podjetje, ki se odloča za ta korak.

Najpogostejši motiv prehoda je pomanjkanje notranjega kapitala za financiranje projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Poleg omenjenega motiva smo predstavili tudi druge teorije, ki bolj ali manj pojasnjujejo razloge za prehod podjetij na odprti trg. Med njimi je potrebno omeniti tudi prevzeme, ki v globalizaciji predstavljajo enega izmed najhitrejših načinov rasti podjetij. Skupna točka vseh teorij leži v vrednosti podjetja, kar pomeni, da se podjetja odločajo za prehod v primeru, ko je vrednost na borzi večja od trenutne vrednosti. Tudi Podjetje X se bo na podlagi vrednosti podjetja na borzi odločalo ali sprejeti to odločitev ali ne.

Vrednotenje delniških družb ni preprosta naloga, saj vrednost temelji na sedanji vrednosti prihodnjih koristi. Prihodnost pa je negotova in s tem so negotove tudi napovedi o poslovanju podjetja in posledično tudi glede njegove vrednosti. Velja namreč, da je tržna vrednost podjetja, ki kotira na borzi, poleg zahtevane stopnje donosa, pričakovane rasti in nekaterih zunanjih dejavnikov v največji meri odvisna od ponudbe in povpraševanja. Zaradi neučinkovitosti trga kapitala tržna vrednost praviloma ni enaka notranji vrednosti podjetja. Glavni namen magistrskega dela pa je bil prikaz izračuna vrednosti podjetja tako v teoriji kot v praksi.

Metod vrednotenja je veliko. V magistrskem delu smo predstavili najosnovnejše metode vrednotenja ter tiste metode, ki se največ uporabljajo v vsakdanji praksi. Najprej smo predstavili modele diskontiranih denarnih tokov, ekonomske dodane vrednosti in CFROI. Na osnovi njihovih izračunov smo ugotovili, da sta si koncepta ekonomska dodana vrednost in doskontirani denarni tokovi pri izračunani vrednosti podjetja popolnoma enakovredna in dajeta enake rezultate. Tudi model CFROI je samo varianta modela diskontiranih denarnih tokov, je pa za nefinančnike precej težje razumljiv, ker temelji na interni stopnji donosnosti. Sam izračun ekonomske dodane vrednosti temelji na elementih, ki so povezani s prihodki, stroški, investiranim kapitalom in stroški, povezanimi z investiranim kapitalom. V celoti se jih da enostavno izračunati, ker so vsi podatki dostopni iz bilanc stanja in uspeha. Med dinamičnimi metodami vrednotenja velja model diskontiranih denarnih tokov za osnovo. Vsi modeli uporabljajo logiko tega modela, ki pravi, da je vrednost podjetja enaka sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov ali donosov lastnikom, diskontiranih z ustrezno zahtevano stopnjo donosa. Napovedovanje le-teh se izvaja v dveh delih. Prvi je napoved v eksplicitnem obdobju, kjer se neposredno napovedujejo postavke iz izkazov podjetja, drugi je napoved po eksplicitnem obdobju, kjer se predvidi stalna stopnja rasti podjetja v tem obdobju. Za napovedi nam najboljše služijo podatki o preteklem poslovanju podjetja ter analize panoge in njihove projekcije za prihodnost. Kljub temu končne ocene temeljijo na vrsti predpostavk, ki jih analitik določa sam in imajo zaradi tega bolj subjektiven kot objektivni značaj.

Primer vrednotenja Podjetja X je pokazal, da je izračunana notranja vrednost delnice v dveh primerih višja od tržne cene delnice na dan 31.12.2003. Ob predpostavki učinkovitega trga kapitala bi lahko trdil, da je cena delnice Podjetja X na notranjem trgu podcenjena. Vendar to še

ni končna ocena vrednosti. Upoštevati moramo tudi podcenjenost prvih izdaj, ki pomembno vpliva na vrednost podjetja.

Teorij o podcenjenosti prvih javnih izdaj je veliko, v magistrskem delu smo predstavili le najpomembnejše. Bolj kot razloge za podcenjenost nas je zanimal diskont, ki ga mora Podjetje X upoštevati pri izračunu vrednosti podjetja pri prvi javni izdaji. Iz raziskave, ki so jih izvedli avtorji v treh različnih obdobjih, smo ocenili povprečno podcenjenost delnic, ki zanaša 15 %. Podcenjenost smo nato upoštevali pri že izračunanih vrednostih po različnih metodah ter jih ustrezno korigirali. Ugotovili smo, da je kljub upoštevanju podcenjenosti, vrednost delnice Podjetja X na notranjem trgu še vedno podcenjena. Torej je naloga uprave Podjetja X, da le še izbere pravi trenutek prehoda.

Izbira pravega trenutka pa ni enostavna naloga. Zato smo predstavili najpomembnejše teorije, ki govorijo o času prehoda na borzo. Od izbire pravega trenutka je odvisna tudi cena delnice, zato ni slučaj, da v strokovni literaturi naletimo na kar nekaj teorij. Ene zagovarjajo prehod v času t.i. »vročih« trgov, ko cene delnice na borzi rastejo, drugi pa zagovarjajo »hladne« trge, ko so cene delnice na trgu nizke. Ker je cena delnice na borzi v veliki meri odvisna od ponudbe in povpraševanja, le-ta pa sta odvisna od subjektivnih pričakovanj prodajalcev in kupcev, je za podjetje najboljši trenutek prehoda, ko so prodajalci in kupci optimisti, torej v času konjunktura.

Z vidika vrednosti Podjetja X je smiselno, da se podjetje odloči za prehod na borzo, saj bi na trgu doseglo večjo vrednost. Odločitev in s tem posledice takšne odločitve pa mora prevzeti uprava podjetja, ki je odgovorna za poslovanje podjetja. Da bi bila odločitev karseda premišljena in tehtna, smo v zadnjem poglavju predstavili najpomembnejše razloge proti prehodu na borzo. Glavna razloga, da se podjetja odločajo ostati privatna, ležita v povečanem nadzoru nad podjetjem in v izgubi večinskega deleža lastnikov podjetja. Torej, omenjena razloga sta bolj povezana s psihološkim kot z ekonomskim motivom.

LITERATURA

1. Al Ehrbar: EVA: The Real Key to Creating Wealth. New York: John Wiley & Sons, Inc. 1998. 234 str.
2. Barker R.: Determining Value. Valuation Models and Financial Statements. Harlow: Financial Times / Prentice Hall, 2001. 228 str.
3. Baron D.P.: The Incentive problem and the Design of Investment Banking Contracts. Journal of Banking and Finance, 3 (1979), str. 157-175.
4. Baron D. P. in Holmstrom B.: The investment banking contract for new issues under asymmetric information: Delegation and the incentive problem. Journal of Finance, 35. 1980. Str. 1115-1138.
5. Bayless M., Chaplinsky S.: Is there a window of opportunity for seasoned equity issuance? Journal of Finance 51, 1996. Str. 253-278.
6. Bergant Ž.: Sodobni pogledi na ugotavljanje uspešnosti podjetja: Slovenska ekonomska revija št. 1-2, Ljubljana, 1998, str. 87-101.
7. Bergant Ž.: Lipovčev obravnavanje mer uspešnosti kot temelja analize in poslovanja podjetja: Slovenska ekonomska revija št. 3-4, Ljubljana, 1993, str. 263-268.
8. Berle A.: The 20th Century Capitalist Revolution. Harcourt, Brace and World, Inc, 1954.
9. Berle A., Means G.: The Modern Corporation and Private Property. MacMillen, New York, 1932.
10. Betty R., Ritter J.: Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings, 1986. Journal of Financial Economics 15, str. 213-232.
11. Booth L.: What Drives Shareholder Value? Rothman School of Management, University of Toronto. Presented at the federal Press 'Creating Shareholder value' conference, october 1998. 33 str.
12. Booth J. R. in Chua L.: Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing, Journal of Financial Economics 41. 1996. Str. 291-310.
13. Bradely D., Jordan B., Ritter J. R.: The quiet period goes out with a bang. Journal of Finance 58, 2003. Str. 1-36.
14. Brau J., Fawcett S.: Initial public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. The Journal of Finance: Brigham Young University, 2005, str. 55.
15. Brau A., Gompers P. A.: Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and non-venture capital-backed companies. University of Chicago. 1996. 125 str.
16. Brigham F. E.: Fundamentals of Financial Management. Orlando: The Dryden Press, 1995. 843 str.
17. Brigham F. E., Gapenski Louis C.: Intermediate Financial Management, 4 th Edition. Fort Worth: The Dryden Press, 1996. 1018 str.
18. Brigham F. E., Gapenski L. C., Ehrhardt M. C.: Financial Management – Theory and Practice. Ninth Edition. Fort Worth: Dryden Press, 1999. 1087 str.
19. Calvery J.: The investor's guide to economic fundamentals. Chichester (England), Hoboken (NJ): Wiley. cop. 2003. 242 str.

20. Chalk A. J. in Peavy J. W.: »Why You will Never Get a Hot New Issue«. AAIJ Journal 9, marec 1987, str. 16-20.
21. Choe H., Masulis R. W., Nanda V.: Common stock offerings across the business cycle: Theory and evidence. Journal of Empirical Finance 1, 1993. Str. 1-29
22. Copeland T., Koller T., Murrin J.: Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. Third Edition. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2000. 490 str.
23. Copeland et al: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 2 nd Edition. New York: John Wiley & Sons, Inc. 2000. 550 str.
24. Damodaran A.: The Dark Side of Valuation. New York: Prentice Hall PTR, 2001. 479 str.
25. Damodaran A.: Estimating Risk Premiums. Stern School of Business
[URL:<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/riskprem.pdf>], 03.06.2004. 31 str.
26. Damodaran A.: Estimating Risk Parameters. Stern School of Business
[URL:<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/beta.pdf>], 03.06.2004. 24 str.
27. Damodaran A.: Research and Development Expenses: Implication for profitability Mesurament and Valuation. [URL:<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/R&D.pdf>], 03.06.2004. 25 str.
28. Damodaran A.: Value Creation and Enhancement: Back so the Future.
[URL:<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/vebitda.pdf>], 03.06.2004
29. Damodaran A.: Value/EBITDA Multiple.
[URL:<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/valcre.pdf>], 03.06.2004, 72 str.
30. D'Angelo H. in Masulis R.: Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. Journal of Financial Economics, 8 (maj 1980), str. 3-29.
31. Deželan S.: Učinkovitost slovenskega trga kapitala.
[URL:http://www.ef.uni-lj.si/_dokumenti/wp/dezelan1.doc], 27.09.2004. 27 str.
32. Donaldson G.: Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity. Boston: Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration, 1961.
33. Donaldson G.: Strategy for Financial Mobility. Boston: Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration, 1969.
34. Drake P. D. and Vetsuypens M. R.: IPO underpricing and insurnace against legal liability. Financial Management. 1993. Str. 64-73.
35. Fama E.F.: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. Journal of Finance Vol. 25, Št. 2 (Maj, 1970), str. 383-417
36. Hensler D.: Litigation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings. Arlington: Univesity of Texas, 1992, str. 63-156.
37. Hughes P. and Thakor A.: Litigation Risk, Intermedioation, and the Underpricing of Initial Public Offerings. Review of Financial Studies, vol. 5, No. 4, 1991. Str. 709-742.
38. Ibbotson R. G.: Price Perfomance of Common Stock New Isuess. Journal of Financial Economics. Vol. 2, Št. 3 (september, 1975), str. 235-272.

39. Ibbotson R. G. in Jaffe J.: »Hot Issue« markets. *Journal of Finance* 30, 1975, str. 1027-1042.
40. Ibbotson R., Sindelar J., Ritter J.: Initial Public Offerings. *Journal of Applied Corporate Finance* (Summer 1988), 1988, str. 37-45.
41. Ibbotson R., Sindelar J., Ritter J.: The market's problems with the pricing of initial public offerings. *Journal of Applied Corporate Finance* 7, 1994, str. 66-74.
42. Koller T.: What is value-based management? *The McKinsey quarterly* 1994, Number 3, str. 87-101.
43. Korajczyk R., Lucas D., McDonald R.: Equity issues with time-varying asymmetric information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 24, 1992. Str. 397-417.
44. Lee C, Shleifer A., Thaler R.: Investors sentiment and the closed-end puzzle. *Journal of Finance* 46, 1991. Str. 75-109.
45. Leland H. E., Pyle D. H. 1977. Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of finance* 32 (Maj): 371-387.
46. Logue D: On the pricing of unseasoned equity issues. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8, 1965-1969, str 91-103.
47. Loughran T., Ritter J.R.: The new issue puzzles. *Journal of Finance* 50, 1995, str 23-51.
48. Lowery M.: Why does IPO volume fluctuate so much? *Journal of Financial Economics* 67, 2002. Str. 3-40.
49. Lowery M., Schwert G. W.: IPO market cycles: Bubbles or sequential learning? *Journal of Finance* 57, 2002. Str. 1171-1200.
50. Makelainen E.: *Economic Value Added as Management Tool*. Helsinki: Helsinki School of Economics and Business Administration, 1998. 57 str.
51. Masulis R. W.: The Effects of Capital Structure Change on security Prices: A Study of Exchange offers. *Journal of Financial Economics*, 8, Junij 1980. Str. 139-177.
52. Masulis R. W.: The Impact of Capital Structure Change on Firm Value. *Journal of Finance* 38, marec 1983. Str. 107-126.
53. Majluf N. S., Myers S. C.: Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, 1984. Str. 187-221.
54. Mandelker G. in Raviv A.: Investment Banking: An Economic Analysis of Optimal Underwriting Contracts. *The Journal of Finance*, 32 (june 1977), str. 683-694.
55. Mauboussin J. M.: *Thoughts on Valuation*. CREDIT SUISSE FIRST BOSTON CORPORATION, Equity Research – Americas, Industry Thinking, NI2699, October 21, 1997. 20 str.
56. Michaely R., Shaw W. H.: The pricing of initial public offerings: Test of adverse selection and signaling theories. *The Review of Financial Studies* 7, 1994, str 279-319.
57. Miller M., Modigliani F.: Dividend policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34 (1966), 4, str. 411-433.
58. Modigliani F., Miller M.: Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review* 53, 1963, str. 433-443.
59. Modigliani F., Miller M.: Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34 (october 1961), str. 411-433.

60. Modigliani F., Miller M.: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 53 (june 1958), str. 261-297.
61. Modigliani F.: Debt, Dividend Policy, Taxes, Inflation and Market Valuation. *Journal of Finance*, 37 (maj 1982), str. 255-273.
62. Mramor D.: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
63. Mramor D.: Teorija poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 191 str.
64. Mramor D.: Finančno obnašanje slovenskih podjetij. [URL:<http://www.ef.uni-lj.si/predmeti/poslfin/pf1/izredni/gradivo/FINOBNASLPOD.pdf>], 10.4.2001a. 9 str.
65. Mramor D.: Sodobna finančna analiza podjetja. Ljubljana: [URL:<http://ef.uni-lj.si/predmeti/poslfin/pf1/izredni/gradivo/Sodfinan.pdf>], 10.04.2001b, 14 str.
66. Myers S. C.: Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, 1977. Str. 147-175.
67. Myers S. C.: The capital structure puzzle. *Journal of Finance* 39, 1984. Str. 575-592.
68. Norčič O.: Razvoj in temelji sodobne ekonomske misli. Ljubljana: ČZ Uradni list Republike Slovenije, 1994. 322 str.
69. Pagano M., Panetta F., Zingales L.: Why do companies go public? An empirical analysis. *Journal of Finance* 53, 1998. Str. 27-64.
70. Pintar S.: Vrednotenje lastniških vrednostnih papirjev in ocenjevanje njihove ustreznosti za zavarovanje posojil. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 92 str.
71. Purnanandam A. in Swaminathan B.: Are IPOs underpriced? Cornell University, 2001. 24 str.
72. Rajan R., Servaes H.: The effect of market conditions on initial public offerings. In: McCahery J., Renneboog L. (Eds.), *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-Tech Firms*. Oxford: Oxford University Press, 2003, str. 150-187.
73. Rejc A.: Presojanje uspešnosti poslovanja podjetij z usklajenim spletom finančnih in nefinančnih kazalcev: Slovenska ekonomska revija št.5, Ljubljana, 1998, str. 485-501.
74. Rejc A.: Sodobni pogledi na merjenje in presojanje uspešnosti poslovanja podjetja. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 120 str.
75. Ritter J. R.: The »hot issue« market of 1980, *Journal of Business* 57, 1984, str. 215-240.
76. Ritter J. R.: The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance* 46, 1991, str. 3-27.
77. Ritter J. R. in Welch I.: A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance* 57, 2002, str. 1795-1828.
78. Rock K.: Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics* 15, 1986, str. 187-212.
79. Scot J. H.: A theory of optimal capital structure. *Bell Journal of Economics* 7, 1976, str. 33-54.
80. Škof M.: Vrednotenje podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1994. 193 str.
81. Tajnikar M.: Tvegano poslovanje: knjiga o gazelah in rastočih poslih. 2. izdaja. Portorož: Visoka strokovna šola za podjetništvo, 2000. 308 str.

82. Tinic S. M.: Anatomy of initial public offerings of common stock. *Journal of Finance* 43. 1988, str. 789-822.
83. Welch I.: Sequential sales, learning, and cascades. *Journal of Finance* 47. 1992, str. 695-732.
84. Weston J. F. and Brigham E. F.: *Managerial Finance*, 6th edition. Illinois, Hinsdale: Dryden Press, 1978, str. 465-487.
85. Zingales L.: Insider ownership and the decision to go public. *Review of Economics Studies* 60, 1995, str. 425-448.

VIRI

1. Damodaran On-Line: Beta koeficienti za različne panoge v ZDA [URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>], 30.09.2004.
2. Damodaran On-Line: Premije za tveganje po posameznih državah [URL: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html], 25.09.2004.
3. Damodaran On-Line: Povprečna letna donosnost 10-letnih ameriških obveznic. [URL: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html], 25.09.2004c.
4. Gospodarska zbornica Slovenije: Služba za konjunktorno in ekonomsko politiko. Konjunktorna gibanja, februar 2004, str. 14-16.
5. Interna gradiva Podjetja X.
6. Lowery M., Schwert G. W.: IPO market cycles: Bubbles or sequential learning? *Journal of Finance* 57, 2002. Str. 1172.
7. Novi slovenski računovodski standardi. [http://www.si-revizija.si/novi_srs/index.html#SRS2001], 14.09.2004
8. Tržne premije za tveganje za posamezne države sveta. [URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>], 30.09.2004.
9. 2GC Active Management: Combining EVA with the Balanced Scorecard to improve strategic focus and alignment. 2GC Discussion Paper. [URL: <http://www.2GC.co.uk>], 25.09.2004. 8 str.

SLOVAR TUJIH IZRAZOV

Acquisitions - Prevzemi

Adjusted gross investment (AGI) - Popravljenе vrednosti sredstev

Best-effort - Komisijska prodaja

Book value - Knjižna vrednost

Cash flow return on investment (CFROI) - Model denarnega toka od investicij

Capital asset pricing model (CAPM) - Model za določanje cen dolgoročnih naložb

Convertible bonds - Hibridne obveznice

Direct public offering - Direktna javna ponudba delnic

Discounted cash flow (DCF) - Model diskontiranega denarnega toka

Dividend pay-out ratio - Delež čistega dobička, ki je namenjen za izplačilo dividend

Earnings before interest and taxes (EBIT) - Dobiček pred plačilom davkov in obresti

Earnings per share (EPS) - Dobiček na delnico

Economic value added (EVA) - Model ekonomske dodane vrednosti

Excess marketable securities - Presežni tržni vrednostni papirji

Exempt offering - Prosta ponudba delnic

Fair market value - Poštena tržna vrednost

Fair value - Poštena vrednost

Free cash flow (FCF) - Prosti denarni tok

Gross cash flow (GCF) - Obdobni denarni tok

Gross investment (GI) - Vrednost začetne investicije

Hypothetical value - Hipotetična vrednost

Initial public offering (IPO) - Prva javna ponudba delnic

Insurable value - Zavarovalna vrednost

Internal rate of return (IRR) - Notranja stopnja donosnosti

Intrinsic value - Notranja vrednost

Investment value - Vrednost za investitorja

Liquidation value - Likvidacijska vrednost

Management buy out - Odkup podjetja s strani managementa

Moral hazard - Moralno tveganje

Mortgage value - Hipotečna vrednost

Net cash receipts (NCR) - Neto denarni pritoki

Net present value (NPV) - Neto sedanja vrednost

Operating profit less adjusted taxes (NOPLAT) - Čisti dobiček iz poslovanja podjetja po davkih

Pecking order theory - Teorija zaporednega financiranja

Research and development (R&D) - Raziskave in razvoj

Residual/salvage value - Preostala vrednost

Return on assets (ROA) - Donosnost sredstev

Return on equity (ROE) - Dobičkonosnost navadnega kapitala

Return on invested capital (ROIC) - Dobičkonosnost investiranega kapitala

Return on investment (ROI) - Dobičkonosnost investicij

Risk averse - Investitor ni naklonjen tveganju

Risk free rate - Stopnja donosa za netvegano naložbo

Second-hand market - Posredniški trg

Shareholder value model - Model vrednosti za delničarje

Sticky dividend policy - Zavezujoča politika dividend

Terminal value (TV) - Končna vrednost

Total premium of new issues - Celotna premija nove izdaje

Unlevered beta - Neprilagojena beta

Value based management (VBM) - Koncept vrednostno usmerjenega vodenja podjetja

Value drivers - determinante vrednosti

Venture capital - Tvegani kapital

Warranted value - Vrednost podjetja

PRILOGE

- PRILOGA A: Bilanca stanja Podjetja X v obdobju od leta 1999 do leta 2003 in napovedi 2004-2009
- PRILOGA B: Izkaz uspeha Podjetja X v obdobju od leta 1999 do leta 2003 in napovedi 2004-2009
- PRILOGA C: Izkaz finančnih tokov Podjetja X v obdobju od leta 2000 do leta 2003 in napovedi 2004-2009
- PRILOGA Č: Vrednotenje Podjetja X z modelom diskontiranih denarnih tokov (DCF) in modelom ekonomske dodane vrednosti (EVA)
- PRILOGA D: Vrednotenje Podjetja X z DCF in EVA modeloma, ki da enak rezultat kot vrednotenje Podjetja X s CFROI modelom
- PRILOGA E: Vrednotenje Podjetja X z modelom denarnih tokov od investicij (CFROI)
- PRILOGA F: Število in vrednost prvih javnih prodaj delnic v ZDA na mesec, ter povprečna donosnost slednjih v obdobju od januarja 1961 do avgusta 2001
- PRILOGA G: Izračun ekonomske dodane vrednosti za leto 2003 in napovedi za obdobje 2003-2009

PRILOGA A: Bilanca stanja Podjetja X v obdobju od leta 1999 do leta 2003 in napovedi 2004-2009

	v 1000 SIT										
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
SREDSTVA						Napoved	Napoved	Napoved	Napoved	Napoved	Napoved
Stalna sredstva	639.748	1.011.004	1.148.292	1.860.326	1.942.999	2.668.810	3.438.502	3.547.561	3.608.699	3.699.133	3.809.333
Neopredmetena dolgoročna sredstva	64.083	35.565	38.427	36.603	31.089	44.171	58.045	60.010	61.112	62.743	64.729
Opredmetena osnovna sredstva	456.454	809.592	916.188	1.588.511	1.693.690	2.406.419	3.162.237	3.269.331	3.329.367	3.418.170	3.526.384
Dolgoročne finančne naložbe	119.211	165.847	193.677	235.212	218.220	218.220	218.220	218.220	218.220	218.220	218.220
Gibliva sredstva	460.716	579.687	658.651	376.748	597.435	593.124	629.033	683.774	721.636	730.201	719.002
Zaloge	103.838	104.796	106.547	108.262	122.517	122.176	125.015	129.342	132.335	133.013	132.127
Dolgoročne terjatve iz poslovanja	682										
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	92.484	131.211	145.905	143.667	172.414	170.607	185.659	208.604	224.475	228.064	223.371
Kratkoročne finančne naložbe	241.881	337.015	393.554	80.200	186.112	186.112	186.112	186.112	186.112	186.112	186.112
Denarna sredstva	18.458	5.407	9.321	41.657	43.231	41.834	53.465	71.196	83.460	86.235	82.607
Aktivne časovne razmejitve	3.373	1.258	3.324	2.962	73.161	72.395	78.782	88.520	95.254	96.777	94.785
SKUPAJ SREDSTVA	1.100.464	1.590.691	1.806.943	2.237.074	2.540.434	3.261.934	4.067.535	4.231.335	4.330.335	4.429.334	4.528.335
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV											
Kapital	708.913	1.212.342	1.389.803	1.532.578	1.743.976	1.848.760	1.975.222	2.155.922	2.272.975	2.427.502	2.612.110
Osnovni kapital	429.245	678.863	678.863	678.863	678.863	678.863	678.863	678.863	678.863	678.863	678.863
Revalorizacijski popravek kapitala	77.191	164.714	409.601	501.760	635.997	635.997	635.997	635.997	635.997	635.997	635.997
Rezerve	61.724	64.228	139.256	264.428	264.428	264.428	264.428	264.428	264.428	264.428	264.428
Preneseni čisti dobiček ali izguba prejšnjih let	45.437	99.568	36.855	4.655	83.005	164.688	269.472	395.934	576.634	693.686	848.213
Nerazdeljeni čisti dobiček ali izguba poslovnega leta	32.841	130.437	125.227	82.871	81.682	104.784	126.462	180.700	117.053	154.527	184.608
Prenesena čista izguba prejšnjih let	62.474	74.532									
Dolgoročne rezervacije	8.704	8.500	5.797	10.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000
Dolgoročne obveznosti iz financiranja	42.087	1.882	4.321	84.740	124.234	803.392	1.446.622	1.374.982	1.319.067	1.254.973	1.180.565
Dolgoročne obveznosti iz poslovanja	0	0	0	2.827	4.658	4.658	4.658	4.658	4.658	4.658	4.658
Kratkoročne obveznosti iz financiranja	1	0	0	152.051	64.567	58.417	61.954	67.345	71.074	71.918	70.815
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	289.224	338.930	371.568	415.628	493.852	446.813	473.864	515.101	543.623	550.077	541.640
Pasivne časovne omejitve	51.536	29.037	35.454	39.251	97.148	87.894	93.215	101.327	106.938	108.207	106.547
SKUPAJ OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	1.100.464	1.590.691	1.806.942	2.237.074	2.540.434	3.261.934	4.067.535	4.231.335	4.330.335	4.429.334	4.528.335

Vir: Letna poročila Podjetja X za obdobje 1999-2003 in lastne napovedi.

PRILOGA B: Izkaz uspeha Podjetja X v obdobju od leta 1999 do leta 2003 in napovedi 2004-2009

	v 1000 SIT										
	1999	2000	2001	2002	2003	2004 Napoved	2005 Napoved	2006 Napoved	2007 Napoved	2008 Napoved	2009 Napoved
Prihodki iz poslovanja	2.081.013	2.458.179	2.740.057	2.829.918	2.904.944	2.874.500	3.128.100	3.514.700	3.782.100	3.842.600	3.763.500
Stroški blaga, materiala in storitev	1.067.295	1.208.682	1.333.706	1.347.657	1.224.234	1.249.171	1.411.524	1.567.099	1.749.373	1.749.613	1.739.490
Kosmati dobiček iz prodaje	1.013.718	1.249.497	1.406.351	1.482.261	1.680.710	1.625.329	1.716.576	1.947.601	2.032.727	2.092.987	2.024.010
Amortizacija	131.554	118.425	131.985	130.946	185.607	224.500	272.400	320.200	335.100	349.900	364.800
Odpis obratnih sredstev	30.804	13.186	8.120	4.228	33						
Rezervacije		8.200		10.000							
Stroški uprave in prodaje	459.174	600.561	725.585	739.536	616.113	677.462	796.977	909.886	999.280	1.071.701	1.059.124
Stroški dela	381.919	412.218	458.401	550.482	735.225	973.907	996.798	1.251.216	1.280.478	1.251.988	1.146.724
Dobiček/izguba iz poslovanja - EBIT	10.267	96.907	82.260	47.069	143.732	250.541	349.599	533.701	582.131	580.602	546.638
Prihodki na podlagi deležev v dobičku drugih	938	1.710	3.502	3.728	3.106	3.106	3.106	3.106	3.106	3.106	3.106
Prihodki iz obresti in drugi prihodki od financiranja	42.752	45.159	42.558	41.792	53.270	30.477	30.477	30.477	30.477	30.477	30.477
Odpis dolgoročnih in kratkoročnih fin. Naložb	10.244	7.419	204	9.562	20.550						
Stroški obresti in drugi odhodki iz financiranja	8.544	13.389	4.422	11.561	34.957	74.556	130.258	125.232	121.687	117.616	112.855
Dobiček/izguba iz rednega delovanja	35.169	122.968	123.694	71.466	144.601	209.568	252.924	442.052	494.027	496.569	467.366
Izredni prihodki	5.764	25.478	13.055	26.478	34.226						
Izredni odhodki	6.216	12.531	3.872	5.216	86.353						
Celotni dobiček	34.717	135.915	132.877	92.728	92.474	209.568	252.924	442.052	494.027	496.569	467.366
Davki iz dobička	1.872	5.478	7.650	9.857	10.792	52.392	63.231	110.513	123.507	124.142	116.841
Čisti dobiček ali izguba	32.845	130.437	125.227	82.871	81.682	157.176	189.693	331.539	370.520	372.427	350.525

Vir: Letna poročila Podjetja X za obdobje 1999-2003 in lastne napovedi.

PRILOGA C: Izkaz finančnih tokov Podjetja X v obdobju od leta 2000 do leta 2003 in napovedi 2004-2009

	v 1000 SIT									
	2000	2001	2002	2003	2004 Napoved	2005 Napoved	2006 Napoved	2007 Napoved	2008 Napoved	2009 Napoved
Začetno stanje denarnih tokov	18.458	5.407	9.321	41.657	43.231	41.834	53.465	71.196	83.460	86.235
Finačni tok iz poslovanja	239.182	277.756	265.387	292.039	328.299	470.187	664.079	714.155	724.257	712.801
Čisti dobiček ali izguba	130.437	125.227	82.871	81.682	157.176	189.693	331.539	370.520	372.427	350.525
Amortizacija	118.425	131.985	130.946	185.607	224.500	272.400	320.200	335.100	349.900	364.800
Sprememba v zalogah	-958	-1.751	-1.715	-14.255	341	-2.839	-4.327	-2.993	-677	885
Sprememba v dolgoročnih terjatvah iz poslovanja	682									
Sprememba v kratkoročnih terjatvah iz poslovanja	-38.727	-14.694	2.237	-28.746	1.807	-15.052	-22.945	-15.871	-3.591	4.695
Sprememba v aktivnih časovnih razmejitvah	2.116	-2.066	362	-70.199	767	-6.387	-9.737	-6.735	-1.524	1.992
Sprememba v zalogah dolgoročnih obveznostih iz poslovanja			2.827	1.831						
Sprememba v kratkoročnih obveznostih iz poslovanja	49.706	32.638	44.060	78.224	-47.039	27.051	41.237	28.523	6.453	-8.437
Sprememba v pasivnih časovnih razmejitvah	-22.499	6.417	3.799	57.895	-9.253	5.321	8.112	5.611	1.269	-1.659
Finančni tok iz investiranja	584.815	-325.811	-529.627	-374.192	-950.311	1.042.092	-429.260	-396.238	-440.334	-475.000
Naložbe v stalna sredstva	443.045	-241.443	-801.445	-285.272	-950.311	1.042.092	-429.260	-396.238	-440.334	-475.000
Spremembe v dolgoročnih finančnih naložbah	-46.636	-27.830	-41.536	16.993						
Spremembe v kratkoročnih finančnih naložbah	-95.134	-56.538	313.354	-105.913						
Finančni tok iz financiranja	332.582	51.969	296.576	83.727	620.615	583.536	-217.088	-305.653	-281.148	-241.427
Sprememba kapitala	372.993	52.234	59.904	129.716						
Dividende					-52.392	-63.231	-150.839	-253.468	-217.900	-165.916
Sprememba v dolgoročnih rezervacijah	-204	-2.703	4.203	2.000						
Sprememba v dolgoročnih obveznostih financiranja	-40.206	2.438	80.418	39.495	679.158	643.230	-71.640	-55.915	-64.093	-74.408
Sprememba v kratkoročnih obveznostih financiranja	-2		152.051	-87.484	-6.151	3.537	5.391	3.730	845	-1.103
Končno stanje denarnih sredstev	5.407	9.321	41.657	43.231	41.834	53.465	71.196	83.460	86.235	82.609

Vir: Letna poročila Podjetja X za obdobje 1999-2003 in lastne napovedi.

PRILOGA Č: Vrednotenje Podjetja X z modelom diskontiranih denarnih tokov (DCF) in modelom ekonomske dodane vrednsoti (EVA)

v 1000 SIT

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
IC	1.540.445	2.318.237	3.091.465	3.205.916	3.270.783	3.362.061	3.471.158
NOPLAT	135.474	187.906	262.199	400.275	436.599	435.451	409.978
Neto investicije	76.489	777.792	773.228	114.451	64.867	91.277	109.097
FCF	58.985	-589.887	-511.029	285.824	371.732	344.174	300.881
ROIC	9,3%	12,2%	11,3%	12,9%	13,6%	13,3%	12,2%
WACC	8,5%	8,5%	8,6%	8,7%	8,5%	8,5%	8,5%
ROIC-WACC	0,8%	3,7%	2,7%	4,2%	5,1%	4,8%	3,7%
IC (na začetku leta)	1.463.956	1.540.445	2.318.237	3.091.465	3.205.916	3.270.783	3.362.060
EVA	10.792	56.709	63.744	132.246	163.252	157.587	125.615
WACC (po eksplicitnem obdobju)	8,5%						
ROIC (po eksplicitnem obdobju)	8,5%						
g (po eksplicitnem obdobju)	3,2%						
Sedanja vrednost FCF	2.957.410	-543.590	-433.787	223.265	267.557	228.325	3.215.641
Vrednost podjetja (DCF)	2.957.410	TV DCF = (vrednost podjetja)					4.847.218
Sedanja vrednost EVA	1.416.965	52.258	54.109	103.301	117.502	104.543	985.253
		TV EVA					1.485.158
IC na začetku obdobja	1.540.445	IC (na začetku obdobja)					3.362.061
Ekomoska vrednost podjetja (EVA)	2.957.410	TV EVA + IC (na koncu obdobja)					4.847.218

Vir: Letno poročilo Podjetja X za leto 2003 in lastne napovedi.

PRILOGA D: Vrednotenje Podjetja X z DCF in EVA modeloma, ki da enak rezultat kot vrednotenje

Podjetja X s CFROI modelom

v 1000 SIT

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
IC	1.540.445	2.318.237	3.091.465	3.205.916	3.270.783	3.362.061	3.471.158
NOPLAT	135.474	187.906	262.199	400.275	436.599	435.451	409.978
Neto investicije	76.489	777.792	773.228	114.451	64.867	91.277	109.097
FCF	58.985	-589.887	-511.029	285.824	371.732	344.174	300.881
ROIC	9,3%	12,2%	11,3%	12,9%	13,6%	13,3%	12,2%
WACC	8,5%	8,5%	8,6%	8,7%	8,5%	8,5%	8,5%
ROIC-WACC	0,8%	3,7%	2,7%	4,2%	5,1%	4,8%	3,7%
IC (na začetku leta)	1.463.956	1.540.445	2.318.237	3.091.465	3.205.916	3.270.783	3.362.060
EVA	10.792	56.709	63.744	132.246	163.252	157.587	125.615
WACC (po eksplicitnem obdobju)	8,5%						
ROIC (po eksplicitnem obdobju)	9,0%						
g (po eksplicitnem obdobju)	3,2%						
Sedanja vrednost FCF	3.085.657	-543.590	-433.787	223.265	267.557	228.325	3.343.888
Vrednost podjetja (DCF)	3.085.657	TV DCF=(vrednost podjetja)					5.040.537
Sedanja vrednost EVA	1.545.213	52.258	54.109	103.301	117.502	104.543	1.113.500
		TV EVA					1.678.476
IC na začetku obdobja	1.540.445	IC (na začetku obdobja)					3.362.061
Ekonomska vrednost podjetja (EVA)	3.085.657	TV EVA + IC (na koncu obdobja)					5.040.537

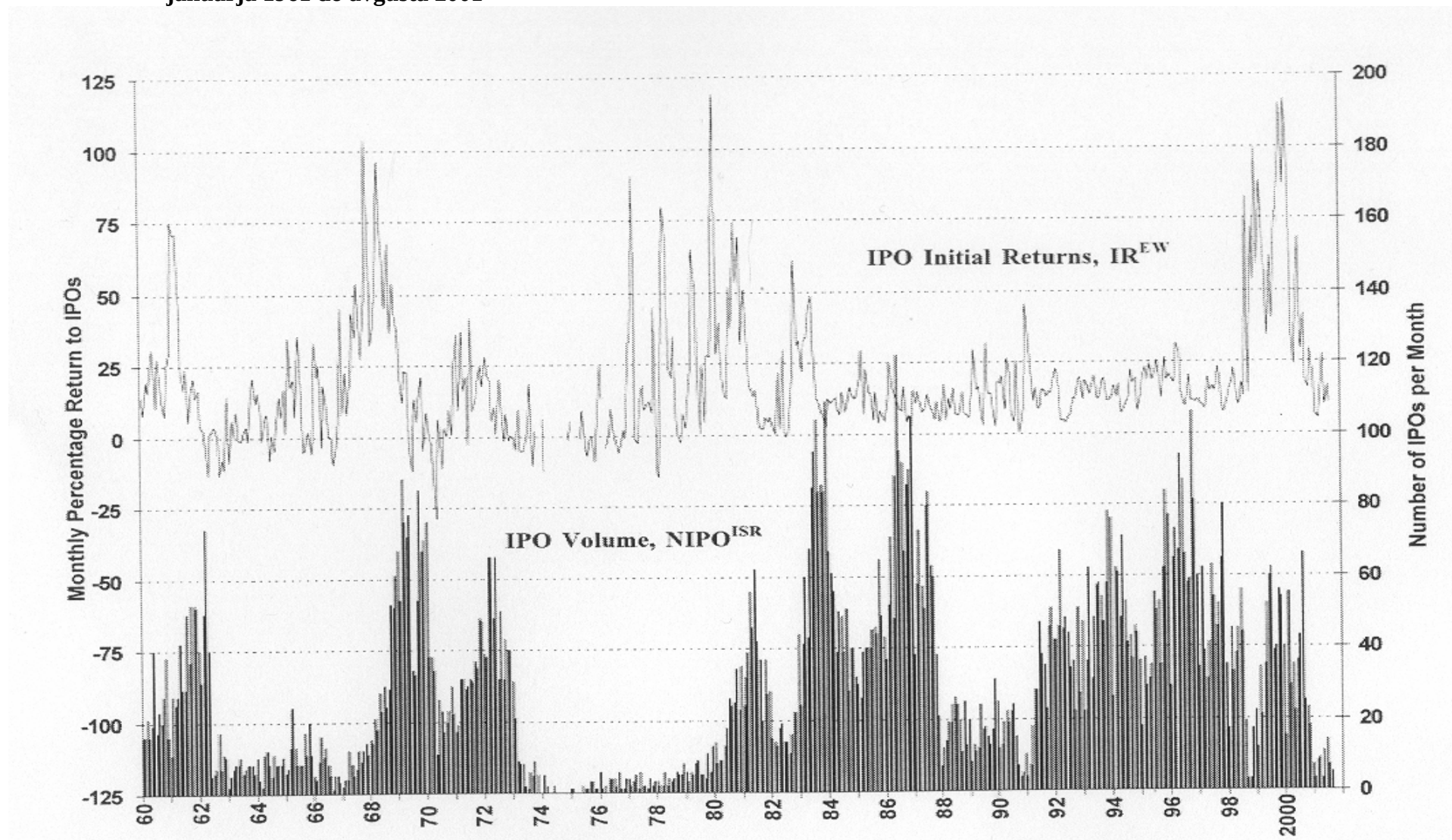
Vir: Letno poročilo Podjetja X za leto 2003 in lastne napovedi.

PRILOGA E: Vrednotenje Podjetja X z modelom denarnih tokov od investicij (CFROI)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Napovedan CFROI		21,4%	13,5%	15,1%	16,1%	15,9%	14,7%								
Investicije v prihodnosti		777.792	773.228	114.451	64.867	91.277									
Obdobni denarni tokovi		412.406	613.921	767.177	791.269	804.923	824.679	824.679	824.679	720.627	412.274	210.759	57.502	33.411	19.757
Obd.denarni tok od obstoječih sredstev		412.406	412.406	412.406	412.406	412.406	412.406	412.406	412.406	308.354					
Obd.denarni tok od investicije v l. 2004			201.515	201.515	201.515	201.515	201.515	201.515	201.515	201.515	201.515				
Obd.denarni tok od investicije v l. 2005				153.257	153.257	153.257	153.257	153.257	153.257	153.257	153.257	153.257			
Obd.denarni tok od investicije v l. 2006					24.091	24.091	24.091	24.091	24.091	24.091	24.091	24.091	24.091		
Obd.denarni tok od investicije v l. 2007						13.654	13.654	13.654	13.654	13.654	13.654	13.654	13.654	13.654	
Obd.denarni tok od investicije v l. 2008							19.757	19.757	19.757	19.757	19.757	19.757	19.757	19.757	19.757
NCR		365.386	159.307	652.726	726.402	713.646	824.679	824.679	824.679	720.627	412.274	210.759	57.502	33.411	19.757
Diskontni faktor	1,0000	0,9215	0,8488	0,7811	0,7198	0,6634	0,6117	0,5640	0,5200	0,4794	0,4420	0,4076	0,3758	0,3465	0,3195
Poslovna vrednost podjetja (Warranted value)	3.085.657	336.703	135.220	509.844	522.864	473.433	504.456	465.119	428.833	345.469	182.225	85.905	21.609	11.577	6.312
Obd. Denarni tok od obstoječih sredstev		412.406	412.406	412.406	412.406	412.406	412.406	412.406	412.406	308.354					
Poslovna vrednost podjetja (Warranted value)	2.469.794	380.032	350.050	322.130	296.850	273.590	252.269	232.597	214.451	147.825					
Obd.denarni tok od investicije v l. 2004		777.792	201.515	201.515	201.515	201.515	201.515	201.515	201.515	201.515	201.515				
Dodana vrednost v l. 2004	417.827	453.412	185.624	170.815	157.395	145.071	133.757	123.326	113.709	104.841	96.666				
Obd.denarni tok od investicije v l. 2005			773.228	153.257	153.257	153.257	153.257	153.257	153.257	153.257	153.257	153.257			
Dodana vrednost v l. 2005	138.886		163.617	141.029	129.949	119.774	110.434	101.822	93.881	96.560	79.810	73.586			
Obd.denarni tok od investicije v l. 2006				114.451	24.091	24.091	24.091	24.091	24.091	24.091	24.091	24.091	24.091		
Dodana vrednost v l. 2006	25.842			33.083	22.199	20.460	18.865	17.394	16.037	14.787	13.633	12.570	11.590		
Obd.denarni tok od investicije v l. 2007					-64.867	13.654	13.654	13.654	13.654	13.654	13.654	13.654	13.654	13.654	
Dodana vrednost v l. 2007	13.531				18.799	12.585	11.604	10.699	9.864	9.095	8.386	7.732	7.129	6.573	
Obd.denarni tok od investicije v l. 2008						-91.277	19.757	19.757	19.757	19.757	19.757	19.757	19.757	19.757	19.757
Dodana vrednost v l. 2008	19.785					29.824	18.216	16.795	15.486	14.278	13.165	12.138	11.191	10.319	9.514
Sedanja vrednost investicij v prihodnosti	615.871														
Poslovna vrednost podjetja (Warranted value)	3.085.657														

Vir: Letno poročilo Podjetja X za leto 2003 in lastne napovedi.

PRILOGA F: Število in vrednost prvih javnih izdaj delnic v ZDA na mesec, ter povprečna mesečna donosnost slednjih v obdobju od januarja 1961 do avgusta 2001



VIR: Lowery, 2002, str. 1172.

PRILOGA G: Izračun ekonomske dodane vrednosti za leto 2003 in napovedi za obdobje 2004-2009

		Napoved	Napoved	Napoved	Napoved	Napoved	Napoved
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
ROIC	9,3%	12,2%	11,3%	12,9%	13,6%	13,3%	12,2%
WACC	8,5%	8,5%	8,6%	8,7%	8,5%	8,5%	8,5%
Razlika	0,8%	3,7%	2,7%	4,2%	5,1%	4,8%	3,7%
Investirani kapital (na začetku leta) v 1000 SIT	1.463.956	1.540.445	2.318.237	3.091.465	3.205.916	3.270.783	3.362.061
Ekonomski dobiček v 1000 SIT	10.792	56.709	63.744	132.246	163.252	157.587	125.615
							v 1000 SIT
NOPLAT	135.474	187.934	261.961	398.799	436.005	435.014	409.978
Strošek kapitala	-124.682	-131.225	-198.217	-266.553	-272.753	-277.427	-284.363
Ekonomski dobiček	10.792	56.709	63.744	132.246	163.252	157.587	125.615

Vir: Letno poročilo Podjetja X za leto 2003 in lastne napovedi.