

STROŠEK IN OPTIMALNA STRUKTURA KAPITALA V PODJETJU

Dr. Žan Jan Oplotnik 

Univerza v Mariboru, Ekonomsko-poslovna fakulteta, Maribor, Slovenija

Društvo ekonomistov Maribor, Maribor, Slovenija

zan.oplotnik@um.si, zan.oplotnik@demb.si

Povzetek. Prispevek prikazuje enega izmed pomembnejših konceptov v poslovnih financah, to je oblikovanje optimalne strukture kapitala oz. kombinacijo takšnih lastniških in dolžniških virov financiranja, pri kateri je strošek kapitala najmanjši. Čeprav teorija že dlje časa jasno določa, kaj pomeni ustrezno oblikovanje kapitalske strukture, pa se v praksi vse pre pogosto pozablja na dejavnike, ki naj bi sooblikovali odločitev o načinu in virih financiranja, da se zmanjšajo tveganja in maksimira vrednost podjetja.

Gljučne besede: poslovne finance, struktura kapitala, viri financiranja, WACC

1 Uvod

Podjetja poslujejo s premoženjem oz. sredstvi, ki jih financirajo z različnimi oblikami finančnih virov. Kombinacijo različnih virov imenujemo struktura kapitala, ki kaže razmerje med različnimi vrstami dolžniških in lastniških oblik financiranja. Analiza bilanc pokaže, da je struktura kapitala med podjetji izjemno raznolika, saj je odvisna od mnogih dejavnikov. V članku si bomo pogledali, kakšna naj bi bila struktura kapitala, pri kateri bi podjetje uspešno poslovalo ter maksimiralo svojo vrednost. Govorili bomo o t. i. optimalni strukturi kapitala. Splošna definicija optimalne strukture kapitala, kot jo zasledimo v literaturi, predstavlja takšno razmerje med lastniškimi in dolžniškimi viri, ki maksimira vrednost podjetja, slednja pa naj bi bila največja takrat, ko je strošek kapitala najmanjši (Brigham & Daves, 2007; Ross idr., 2013). Glede na navedeno pri iskanju odgovora o optimalni strukturi kapitala pravzaprav iščemo odgovor na vprašanje minimuma stroška kapitala, ki ga sestavljata strošek lastniškega in strošek dolžniškega kapitala. Strošek kapitala običajno izračunano z metodo določanja WACC (angl. *Weighted Average Cost of Capital*) oz. tehtanega povprečja stroškov kapitala. Posledično tam, kjer so stroški najmanjši, vrednost podjetja pa največja, leži točka, ki jo imenujemo »optimalna struktura kapitala«.

2 Vrste, pomen in struktura kapitala v podjetju

Razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom podjetja definira strukturo njegovega kapitala. To vprašanje odpira pomembno dilemo: ali je mogoče za vsako podjetje, ob upoštevanju predpostavk, najti takšno strukturo kapitala, ki bo pripomogla k doseganju njegovega osnovnega cilja – maksimiranju tržne vrednosti. To idealno strukturo kapitala označujemo kot optimalno. Izbira pravilne kapitalske strukture je ena izmed ključnih izzivov v finančnem upravljanju podjetij.

Pomembno je ugotoviti, kako združiti lastniški kapital, ki predstavlja lastniške deleže lastnikov, in dolžniški kapital, ki vključuje zunanje vire financiranja in dolg, da se ustvari ravnovesje, ki bo podjetju omogočilo doseči njegove cilje poslovanja ob maksimiranju njegove vrednosti. Univerzalnega pravila za to ni, saj je optimalna struktura kapitala odvisna od številnih dejavnikov (življenjski cikel podjetja, dejavnost, tržne razmere, velikost ipd.). Pravilna izbira strukture kapitala vpliva na dolgoročni uspeh, stabilnost in rast podjetja. Finančni manager ima ključno vlogo pri oblikovanju ustrezne strukture kapitala v podjetju. Pri tem lahko uporablja različne analitične metode, čeprav nobena ni popolna, vendar skupaj nudijo dovolj informacij za premišljeno odločanje o optimalni kapitalski strukturi podjetja. Spreminjanje razmerja med lastniškim in dolžniškim financiranjem lahko vpliva na donosnost, tveganje in vrednost podjetja. Pravilno ravnotežje med lastniškim in dolžniškim kapitalom lahko vodi do znižanja stroškov kapitala, izboljšanja bonitetne ocene in povečanja privlačnosti za vlagatelje (povzeto po Kosi, 2004).

Poznamo optimalno in ciljno strukturo kapitala. Ciljna struktura kapitala predstavlja način, s katerim podjetje načrtuje financiranje svojih dolgoročnih naložb. Optimalna struktura kapitala pa je, kot že povedano, tista struktura, ki omogoča najmanjše možne stroške financiranja ob predpostavki že sprejetih investicijskih odločitev. Zaradi davčnih ugodnosti je dolg običajno cenejši vir financiranja kot lastniški kapital, zato ni smiselno, da podjetje v celoti financira svoje potrebe z lastniškim kapitalom. Pravilna kombinacija dolžniškega in lastniškega kapitala bistveno zmanjša povprečne stroške financiranja in s tem poveča donosnost naložb podjetja. Povečanje uporabe dolga v podjetju prinaša tudi večji finančni vzvod. Večji dolg pomeni tudi večje stalne finančne obveznosti, kar lahko vodi do višjih zahtevanih donosnosti za vse komponente kapitala. Prekomerno zadolževanje pa lahko povzroči negativne učinke, kot je povečano tveganje. To lahko privede do zmanjšanja zaupanja investitorjev, kupcev in partnerjev v podjetje. Posledično se lahko zmanjša privlačnost podjetja na trgu, kar vpliva na poslovanje, produktivnost zaposlenih in celotno uspešnost podjetja. Pri odločanju o strukturi kapitala je pomembno upoštevati tudi cikličnost industrije, stabilnost denarnih tokov, stroške zadolževanja ter cilje in pričakovanja lastnikov in vlagateljev. Spremljanje teh dejavnikov in prilagajanje

strukture kapitala skozi čas je ključno za doseganje finančne stabilnosti (Filipič & Mlinarič, 1999).

Skupno gledano je pravilna kombinacija obeh virov financiranja ključna za doseganje optimalne finančne strukture podjetja, ki zagotavlja ravnotežje med prednostmi in slabostmi ter učinkovito podporo rasti in stabilnostjo podjetja.

3 Model določanja WACC in optimalna struktura kapitala

Tehtani povprečni strošek kapitala ali WACC uporabljajo analitiki in vlagatelji za oceno vlagateljeve donosnosti naložbe v podjetju in ta posledično pokaže, kako (ne)uspešno podjetje izkorišča finančni vzvod pri poslovanju. Izračun WACC vsebuje komponente obsega in cene različnih vrst kapitala, zato pravimo, da gre za izračun povprečnih tehtanih stroškov lastniškega in dolžniškega kapitala. Splošno uveljavljena enačba za izračun WACC je naslednja:

$$\text{WACC} = \frac{E}{(D+E)}r_e + \frac{D}{(D+E)}r_d(1 - T_c),$$

kjer izraz $\frac{E}{(D+E)}$ predstavlja delež lastniškega kapitala v virih financiranja, izraz $\frac{D}{(D+E)}$ predstavlja delež dolžniškega kapitala v virih financiranja, izraz r_e predstavlja strošek lastniškega kapitala v podjetju in izraz $r_d(1 - T_c)$ predstavlja strošek dolžniškega kapitala v podjetju, korigiranega za davčno stopnjo, s katero je obdavčen pozitiven izid poslovanja podjetja T_c . WACC vsebuje predpostavko, da je vrednost podjetja maksimirana, ko je WACC minimiziran. **Na tej točki je kapitalna struktura podjetja optimalna.** Če vrednost podjetja razumemo kot vsoto diskontiranih prihodnjih denarnih tokov, potem WACC oz. strošek kapitala predstavlja diskontno stopnjo, s katero diskontiramo prosti denarni tok podjetja (angl. Free Cash Flow, FCF). Manjši ko je WACC, večja bo vrednost prihodnjih denarnih tokov in posledično bo večja tudi vrednost podjetja (Brigham & Daves, 2007).

Prva neznanka pri oceni tehtanega povprečnega stroška kapitala je strošek lastniškega kapitala. Pogosto je napačno prepričanje, da lastniški kapital nima stroškov. V resnici obstajajo stroški lastniškega kapitala v obliki pričakovane stopnje donosa delničarjev, kar pa se s stališča podjetja pokaže kot strošek. Če podjetje ne prinaša pričakovanega donosa $E(R_i)$, vlagatelji ne bodo želeli financirati podjetja z lastniškim kapitalom. Stroški lastniškega kapitala so v bistvu znesek, ki ga mora podjetje porabiti za vzdrževanje privlačnosti delnice do te mere, da bodo vlagatelji pripravljeni vlagati kapital v podjetje. Za oceno le-tega najpogosteje uporabljamo eno izmed teorij oz. modelov vrednotenja aktive, bodisi teorijo arbitražnega določanja cen naložb (angl. *Arbitrage Pricing Theory, ATP*) bodisi model določanja cen dolgoročnih naložb (angl.

Capital Asset Pricing Model, CAPM). Model CAPM opisuje razmerje med tržnim tveganjem in zahtevano stopnjo donosa. Pove nam, kakšno premijo za tveganje bodo za naložbo zahtevali vlagatelji, ki imajo dobro razpršeno premoženje (Brealey idr., 2006).

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

$E(R_i)$ predstavlja pričakovano donosnost premoženja (angl. *expected return*), R_f netvegano stopnjo donosnosti (angl. *risk-free rate*), R_m pričakovano donosnost tržnega premoženja (angl. *market return*), $(R_m - R_f)$ tržno premijo za tveganje in β_i stopnjo tržnega tveganja, ki jo nosi premoženje (Fabozzi & Peterson, 2003). Vlagatelji pričakujejo nadomestilo za tveganje in časovno vrednost denarja. Obrestna mera brez tveganja predstavlja običajno donos na državne obveznice, druge komponente pa predstavljajo dodatno tveganje naložbe. Beta potencialne naložbe je merilo, koliko tveganja bo naložba dodala portfelju. Če je delnica bolj tvegana od trga, bo beta večja od ena, sicer pa manjša od ena. Beta delnice se nato pomnoži s premijo tržnega tveganja, ki je pričakovani donos trga. Netvegano obrestno mero prištejemo zmnožku beta naložbe in premije za tveganje. Rezultat bi moral dati vlagatelju pričakovani oz. zahtevani donos naložbe v lastniške finančne instrumente in s tem tudi informacijo o njihovi primerni ceni na trgu (Kenton, 2021). Model CAPM tako določa, da lahko donos vsake naložbe na trgu opredelimo kot donos netvegane naložbe, povečane za premijo za tveganje. Ustrezno cenjene naložbe se nahajajo vzdolž premice trga kapitala (angl. *Capital Market Line, CML*). Ta kaže odnos med tveganjem in pričakovano donosnostjo učinkovitega premoženja. Na drugi strani t. i. premica trga vrednostnih papirjev (angl. *Security Market Line, SML*) kaže razmerje med tveganjem (koeficient beta) in pričakovano donosnostjo. Z zbranimi podatki lahko izračunamo, kakšno premijo za tveganje bodo zahtevali vlagatelji ob različnih zadolženostih podjetja. Za podjetje zahtevana donosnost $E(R_i)$ predstavlja strošek lastniškega kapitala. V tabeli 1 prikazujemo zahtevane donose oz. strošek lastniškega kapitala ob različni stopnji finančnega vzvoda.

Tabela 1: Strošek lastniškega kapitala

$\frac{D}{(D + E)}$	$\frac{D}{E}$	T	β_i	R_f	R_m	$E(R_i)$
0 %	0,00 %	19,00 %	0,26	1,06 %	4,42 %	1,92 %
10 %	11,11 %	19,00 %	0,28	1,06 %	4,42 %	2,00 %

20 %	25,00 %	19,00 %	0,31	1,06 %	4,42 %	2,09 %
30 %	42,86 %	19,00 %	0,34	1,06 %	4,42 %	2,22 %
40 %	66,67 %	19,00 %	0,39	1,06 %	4,42 %	2,38 %
50 %	100,00 %	19,00 %	0,46	1,06 %	4,42 %	2,61 %
70 %	233,33 %	19,00 %	0,74	1,06 %	4,42 %	3,54 %
90 %	900,00 %	19,00 %	2,12	1,06 %	4,42 %	8,18 %

Vir: Lasten izračun, 2023.

$\frac{D}{(D+E)}$ predstavlja delež dolga v financiranju, koeficient $\frac{D}{E}$ predstavlja finančni vzvod, T je davčna stopnja, β_i predstavlja koeficient beta ob določeni stopnji finančnega vzvoda, R_f netvegano stopnjo donosa, R_m tržno premijo za tveganje in $E(R_i)$ zahtevano stopnjo donosa oz. strošek lastniškega kapitala. Z naraščanjem zadolženosti narašča tudi strošek lastniškega kapitala, kar je posledica večjega tveganja. Na začetku narašča počasi, nato pa vedno hitreje.

Na drugi strani strošek dolžniškega kapitala predstavlja cena za vse izposojene, torej dolžniške finančne vire. Podjetje ocenjuje strošek dolžniškega kapitala podjetja tako, da najprej oceni zahtevane stopnje donosa posojilodajalcev. Ena izmed glavnih prednosti dolžniškega kapitala je ta, da je, v primerjavi z lastniškim, cenejši. Kadar pride do finančne stiske v podjetju ali do morebitne likvidacije, so posojilodajalci tisti, ki dobijo svojo terjatev od podjetja poplačano prvi. Šele nato pridejo na vrsto lastniki. Zaradi manjšega tveganja je tako zahtevana stopnja donosa za dolg manjša od zahtevane stopnje donosa za lastniški kapital, dolg pa posledično cenejši. Kljub temu dolga ne moremo povečevati do skrajnosti, saj obstaja t. i. *meja zadolževanja*, ki je povezana s stopnjo uporabe dolga. Z višanjem stopnje zadolženosti se povečuje tveganje finančne stiske, zato dolg postaja relativno dražji. Naslednja prednost dolga je, da stroški dolžniškega kapitala zmanjšujejo davčno osnovo. Pravimo, da dolžniški kapital predstavlja davčni ščit za podjetje (Brigham & Daves, 2003). Pogosta ocena stroška dolžniškega kapitala temelji na donosu do dospelja (angl. *Yield to Maturity, YTM*) izdanih obveznic. Na donosnost do dospelja obveznice vplivajo tržna cena obveznice (V_0), kuponska obrestna mera (C_t) in čas do dospelja (t). Kuponska obrestna mera ne pomeni stroška dolžniškega kapitala, saj investitorji z operacijami na trgu določajo, kakšen bo donos določene obveznice. Na podlagi naslednje formule se izračuna donos do dospelja podjetniške obveznice (Damodaran, 2012).

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1 + YTM)^t} + \frac{F_T}{(1 + YTM)^T}$$

Za izračun stroškov dolžniškega kapitala podjetja lahko poleg navedenega uporabimo tudi alternativno metodo, to je metoda t. i. sintetične bonitetne ocene s pribitkom za kreditno tveganje (Damodaran, 2012). Metoda se uporablja takrat, ko je običajna metoda ocene stroška dolga prezapletena za uporabo in podjetje nima takšne strukture dolga, katere strošek bi lahko ocenili z metodo, opisano zgoraj. Ocena sintetične bonitetne ocene je alternativa, ki nadomesti vlogo bonitetne agencije ali izračun stroška dolga do dospelja.

Ocena stroška kapitala z uporabo sintetične bonitetne ocene in pribitka za kritje temelji na izračunu obrestnega multiplikatorja pri različnih stopnjah zadolženosti (gl. tabelo 2). Izračunanim multiplikatorjem se pri različnih zadolženostih pripiše t. i. sintetična bonitetna ocena, ki predstavlja določen pribitek za kreditno tveganje (nezmožnost poplačila upnikov). Ko se pribitku za kreditno tveganje doda še netvegana stopnja donosa, dobimo strošek dolžniškega kapitala pri različnih stopnjah zadolženosti. Gre za sistem bonitetnih ocen.

$$\text{Obrestni multiplikator} = \frac{\text{dobiček iz poslovanja}}{\text{obresti}}$$

Tabela 2: Pribitki za kreditno tveganje pri različnih obrestnih multiplikatorjih

Obrestni multiplikator	Sintetična bonitetna ocena	Pribitki za kreditno tveganje
> 8,5	AAA	0,20 %
6,50–8,50	AA	0,50 %
5,50–6,50	A+	0,80 %
4,25–5,50	A	1,00 %
3,00–4,25	A–	1,25 %
2,50–3,00	BBB	1,50 %
2,00–2,50	BB	2,00 %
1,75–2,00	B+	2,50 %
1,50–1,75	B	3,25 %
1,25–1,50	B–	4,25 %

0,80–1,25	CCC	5,00 %
0,65–0,80	CC	6,00 %
0,20–0,65	C	7,50 %
< 0,20	D	10,00 %

Vir: Povzeto po Damodaran (2004–2023).

Obrestni multiplikator nam pove, kako je podjetje sposobno poravnati svoje dolžniške obveznosti. Kadar je obrestni multiplikator manjši od 1, podjetje svojih pogodbenih obveznosti ne more več poravnati. V tem primeru je dobiček iz poslovanja (angl. *Earnings Before Interests and Taxes, EBIT*) manjši od vsote obresti, ki jih mora plačati podjetje. Kadar je obrestni multiplikator večji od 1, ima podjetje dovolj velik EBIT, da lahko stroške financiranja dolga normalno odplačuje. Višjim obrestnim multiplikatorjem pripada višji rating, nižjim pa posledično nižji. Strošek dolžniškega kapitala R_d nato določimo, kot sledi:

$$R_d = R_f + \text{pribitek za kreditno tveganje}$$

Pri izračunu stroška dolžniškega kapitala s pomočjo sintetičnih bonitetnih ocen uporabimo predpostavko, da je dobiček iz poslovanja pri vseh stopnjah zadolženosti enak. Prav tako predpostavimo, da si podjetje pri stopnji zadolženosti 10 % lahko izposodi po netvegani stopnji donosa, brez kreditnega tveganja, primerno bonitetni oceni AAA.

4 Sklep

Pomembnost odločitve vodstva podjetja o uporabi različnih virov financiranja poslovnega modela je mnogokrat podcenjena in nestrokovno izvedena. Oblikovanje kapitalne strukture pomembno vpliva na uspešnost poslovanja v podjetju, predvsem pa pomaga obvladovati finančna tveganja in povečuje vrednost za delničarje kot osnovni cilj v podjetju. Dejavniki, ki vplivajo na odločitev o ustrezni kapitalski strukturi, ki jo strokovno imenujemo »optimalna« struktura kapitala, so raznoliki, tako kot so raznolika podjetja in pogoji, v katerih ta poslujejo. Kljub temu pa mora biti vsem odločitvam o optimalni kapitalski strukturi skupno, da sledijo teoretičnim podlagam, ki pravijo, da je optimalna tista kombinacija različnih virov financiranja, pri kateri so stroški, ki jih plačamo ali pričakujemo iz tega naslova, minimalni. Prispevek skozi več poglavij prikazuje, kako naj poslovni finančnik razume in pristopi k oblikovanju kapitalne

strukture, ki bo najbolj odražala potrebe in zmožnost podjetja, istočasno pa prinašala najmanjše stroške in tveganja ter maksimirala vrednost podjetja.

Viri

- Brealey A. R., Myers, C. S., & Allen, F. (2006). *Corporate finance* (8th ed.). McGraw-Hill Higher Ed.
- Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2007). *Intermediate financial management* (9th ed.). Thomson Higher Education Group.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation. tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2004–2023). *Ratings, interest coverage ratios and default spread*. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html
- Fabozzi, F. J., Peterson, P. (2003). *Financial management and analysis* (2nd ed.). John Wiley and Sons.
- Filipič, D., & Mlinarič, F. (1999). *Temelji podjetniških financ*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
- Kenton, W. (2019).
- Kosi, N. (2004). *Optimalna struktura kapitala trgovskega podjetja X* [Diplomsko delo, Univerza v Mariboru]. <https://dk.um.si/lzpisGradiva.php?lang=slv&id=6772>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2013). *Corporate finance*. McGraw-Hill Education

Dodatni vir

Capital Asset Pricing Model (CAPM). Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>

Strokovni članek sta recenzirala dva recenzenta (ekonomista).