

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**UPORABNOST LETNIH POROČIL SLOVENSКИH PODJETIJ ZA  
BORZNO ANALIZO**

Ljubljana, avgust 2003

JERNEJA ORELJ

## **IZJAVA**

Študentka **Jerneja Oreli** izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom **doc. Dr. Marka Hočevarja**, in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>1. UVOD</b>	1
1.1. PROBLEMATIKA – PODROČJE PROUČEVANJA	1
1.2. NAMEN	2
1.3. CILJI	3
1.4. METODE DELA	4
<b>2. BORZNI TRG IN BORZNA ANALIZA</b>	6
2.1 SLOVENSKI BORZNI TRG	6
2.2. POMEN BORZNE ANALIZE	8
2.3. VIRI INFORMACIJ ZA BORZNO ANALIZO	10
2.3.1. Tekoče finančne informacije	10
2.3.2. Periodične finančne informacije	11
2.3.3. Informacije o podjetjih in poslovnem okolju	11
2.4. FINANCIRANJE Z JAVNO IZDAJO DELNIC IN UVRSTITEV DELNIC NA ORGANIZIRAN TRG	11
2.5. KRITERIJI ZA UVRSTITEV DELNIC V BORZNO KOTACIJO LJUBLJANSKE BORZE D.D.	13
2.6. PREDNOSTI BORZNE KOTACIJE	13
2.7. SLABE STRANI BORZNE KOTACIJE	15
<b>3. POMEN LETNEGA POROČILA GOSPODARSKE DRUŽBE</b>	20
3.1. UPORABNOST LETNEGA POROČILA	20
3.2. KORISTI LETNEGA POROČILA ZA PODJETJE	22
3.3. KORISTI LETNEGA POROČILA ZA UPORABNIKE	24
3.3.1. Lastniki, analitiki in svetovalci	25
3.3.2. Posojilodajalci	26
3.3.3. Zaposleni	27
3.3.4. Poslovna javnost	28
3.3.5. Država in širša javnost	29
3.4. URAVNOTEŽENOST KORISTI IN STROŠKOV LETNEGA POROČILA	30
3.5. ČAS ZA PRIPRAVO LETNEGA POROČILA	30
3.6. ODGOVORNOST ZA PRIPRAVO LETNEGA POROČILA	31
3.7. ZAKONSKA PODLAGA IN PRIPOROČILA PRI OBLIKOVANJU LETNEGA POROČILA GOSPODARSKE DRUŽBE V SLOVENIJI	32
3.7.1. Resničnost in poštenost poročanja	32
3.7.2. Zakon o gospodarskih družbah	34
3.7.3. Zakon o trgu vrednostnih papirjev ter Sklep o podrobnejši vsebini prospekta, izvlečka prospekta in javnega poziva za vpis in vplačilo vrednostnih papirjev	37
3.7.4. Pravila Ljubljanske borze, d.d., Ljubljana	37
3.7.5. Slovenski računovodski standardi	38
<b>4. LETNO POROČILO KOT VIR INFORMACIJ ZA BORZNO ANALIZO</b>	39
4.1. PRIPRAVA PODATKOV ZA LETNO POROČILO	39
4.2. VSEBINA LETNEGA POROČILA	41
4.2.1. Splošna vsebina letnega poročila	41
4.2.1.1. <i>Uvodno predstavitveni sklop</i>	41
4.2.1.2. <i>Osrednji poslovni sklop</i>	42
4.2.1.3. <i>Finančni sklop</i>	43
4.2.2. Vsebina letnega poročila z vidika uporabnosti za borzno analizo	43
4.2.2.1. <i>Podatki o delnicah</i>	44
4.2.2.2. <i>Podatki o izdajatelju</i>	46
4.2.2.3. <i>Podatki o poslovanju izdajatelja</i>	47

<i>4.2.2.4. Podatki o premoženju izdajatelja</i>	51
<i>4.2.2.5. Podatki o razvojni politiki izdajatelja</i>	52
<i>4.2.2.6. Podatki o upravi in odgovornih osebah</i>	53
4.2.3. Slabe novice v letnem poročilu	54
<b>5. PREGLED LETNIH POROČIL DELNIŠKIH DRUŽB Z ORGANIZIRANEGA TRGA LJUBLJANSKE BORZE</b>	56
5.1. MODEL OCENJEVANJA KAKOVOSTI LETNIH POROČIL Z VIDIKA BORZNE ANALIZE	56
5.2. OCENA LETNIH POROČIL SLOVENSКИH PODJETIJ Z ORGANIZIRANEGA TRGA LJUBLJANSKE BORZE	58
<b>6. SKLEP</b>	76
<b>7. LITERATURA</b>	80
<b>8. VIRI</b>	83

# 1. UVOD

## 1.1. PROBLEMATIKA – PODROČJE PROUČEVANJA

V Sloveniji je borzno poslovanje dokaj mlado področje. Posledica tega je še vedno precejšnja nerazvitost, predvsem pa neučinkovitost trga kapitala. Področje borznega poslovanja v Sloveniji se zakonsko ureja šele v zadnjih letih, zato je bila značilnost našega borznega trga v preteklosti predvsem velika špekulativnost, k temu pa so veliko pripomogle tudi negotove gospodarske razmere. Enako je veljalo in še vedno velja tudi za večino ostalih držav vzhodne Evrope, ki so šle skozi težak proces tranzicije, katerega negativnim posledicam se je bilo pravzaprav nemogoče izogniti.

Razvit trg kapitala je ena osnovnih gonilnih sil vsakega razvitega gospodarstva. To pa pomeni, da je potrebno zagotoviti varnost in transparentnost poslovanja na trgu, ki bo le na ta način lahko služil kot učinkovito sredstvo prerazporejanja finančnih presežkov od suficitnih k deficitnim gospodarskim celicam. Vprašanje torej je, kako v Sloveniji na to dokaj neznanu in negotovo področje pritegniti čim večje število ekonomskih subjektov.

Priprava letnega poročila je eden od pripomočkov, s katerimi izdajatelji vrednostnih papirjev poizkušajo pritegniti investitorje. Več ko bodo bodoči investitorji imeli informacij o podjetju, katerega lastniki nameravajo postati, in bolj ko bodo tem informacijam lahko zaupali, boljše bodo lahko ocenili vrednost svoje bodoče naložbe in bolj bodo zato pripravljeni investirati. Za podjetja to posledično seveda pomeni nižji strošek financiranja.

V Sloveniji je obveznost razkrivanja informacij ob izdaji vrednostnih papirjev sicer dokaj dobro zakonsko opredeljena, nadaljnje objavljane informacij o poslovanju pa je v veliki meri prepuščeno izdajateljem vrednostnih papirjev samim. To ponovno kaže na nerazvitost našega trga kapitala, na katerem je zakonsko poskrbljeno za del primarnih izdaj vrednostnih papirjev, na sekundarni trg, ki je ravno tako pogoj razvitega trga kapitala, pa se pozablja. Tudi pravila poslovanja Ljubljanske borze ne predpisujejo obvezne vsebine letnih poročil izdajateljev vrednostnih papirjev, tako da je obseg razkritja informacij v letnih poročilih pri nas v veliki meri odvisen od tega, koliko se izdajatelj sam zaveda pomembnosti in prednosti, ki mu jih prinaša kakovostno letno poročilo.

Tako so letna poročila izdajateljev vrednostnih papirjev, ki so uvrščeni v borzno kotacijo, pa tudi na prosti trg Ljubljanske borze, zelo različna. Razlike se kažejo že v obliki letnih poročil, ki je pri nekaterih podjetjih še vedno slaba in za bodoče investitorje kar odbijajoča. Ta podjetja se očitno ne zavedajo promocijske vloge letnih poročil. Še pomembnejše pa so razlike v vsebini letnih poročil. Le-ta je pri nekaterih

podjetjih izrazito skromna, spet pri drugih tekstovno ali slikovno zelo bogata, pa kljub temu še vedno ne prikazuje vseh za uporabnike letnih poročil pomembnih informacij. Za naš borzni trg bi lahko trdili, da je pri izbiri delnic, v katere nameravamo investirati, poleg samega poslovanja podjetja, pomembno predvsem to, katerega izdajatelja izberemo, saj na ta način izberemo tudi med boljšo ali slabšo informiranostjo o vrednosti naše naložbe.

Države po svetu imajo področje letnega poročanja urejeno različno. Pogosto najstrožja merila postavljajo same borze, ki na ta način poskušajo čim bolj zavarovati investitorje. Letna poročila tujih delniških družb so že na pogled precej obsežnejša, skušajo zagotavljati kontinuiteto poročanja iz leta v leto in so tudi medsebojno bolj primerljiva kot letna poročila pri nas.

Priprava letnih poročil izdajateljev vrednostnih papirjev ima pomemben vpliv na pripravljenost investitorjev za naložbe v vrednostne papirje in s tem na nadaljnji razvoj trga kapitala, ki je za Slovenijo nujen. Zato je pomembno, da se tudi sami izdajatelji vrednostnih papirjev zavedajo, da je izdelava kakovostnega letnega poročila zanje koristna ter da to ni le dodatna obveznost. K temu lahko veliko pripomore tudi naša zakonodaja, ki pa je z novim Zakonom o gospodarskih družbah in novimi računovodskimi standardi že naredila pomemben korak v tej smeri.

## **1.2. NAMEN**

Letno poročilo je namenjeno številnim uporabnikom, ki v njem iščejo najrazličnejše informacije. Najpomembnejši uporabniki letnih poročil so gotovo sedanji in možni lastniki, saj le-ti s pomočjo podatkov iz letnega poročila poskušajo oceniti vrednost sedanje ali možne naložbe, ki jo nato primerjajo z njeno tržno ceno. V primeru, da se ocenjena in tržna vrednost naložbe ne ujemata, se odločajo bodisi za nakup, bodisi za prodajo vrednostnih papirjev. Večina sedanjih in možnih bodočih lastnikov vrednostnih papirjev pa ne razpolaga z zadostnim znanjem, da bi lahko ocenili pravo vrednost svoje naložbe, zato se po nasvete pri investicijskih odločitvah največkrat obrnejo na borzne analitike ali druge finančne strokovnjake. Če lahko torej letno poročilo izdajatelja vrednostnih papirjev zadosti potrebam borznih analitikov, ki za svoje delo potrebujejo najbolj poglobljene informacije, potem bo najverjetneje dovolj kakovostno tudi za preostale uporabnike. Zato bo namen tega magistrskega dela v največji meri ugotoviti uporabnost letnih poročil naših delniških družb za borzne analitike. Pri tem se delo ne bo ukvarjalo z metodami, ki so borznim analitikom na voljo za določanje oziroma ocenjevanje vrednosti delnic, pač pa se bo omejilo le na ugotavljanje razpoložljivosti informacij, ki jih borzni analitiki pri svojem delu potrebujejo in uporabljajo, in do katerih lahko ali pa bi morali priti na podlagi letnih poročil izdajateljev vrednostnih papirjev.

Po drugi strani pa bo delo namenjeno tudi podjetjem samim oziroma sestavljalcem letnih poročil. Obvezne sestavine letnega poročila so določene z zakonodajo in predpisi, v večji meri pa se kakovost razkritih informacij v Sloveniji odraža v pripravljenosti izdajatelja, da podatke o svojem pravnem položaju, finančnem položaju ter poslovnih možnostih in pravicah, ki izhajajo iz vrednostnega papirja, razkrije v letnem poročilu. Najpomembnejšo vlogo pri sestavi letnih poročil imata računovodska služba in vodstvo podjetja. Podjetje želi z letnim poročilom informirati njegove uporabnike, pri tem pa so na prvem mestu gotovo sedanji in potencialni lastniki, ki podjetju zagotavljajo financiranje. Zato bo delo namenjeno vsem, ki odločajo o vsebini letnih poročil, saj bo kazalo, kakšne vrste informacij si uporabniki letnih poročil želijo, pa naj gre za računovodske informacije, ki sestavljajo predvsem računovodsko poročilo, ali pa ostale vrste informacij, ki sodijo v poslovno poročilo.

Magistrsko delo pa bo lahko namenjeno tudi zakonodajalcu, odgovornim na Agenciji za trg vrednostnih papirjev ter Ljubljanski borzi in oblikovalcem Slovenskih računovodskih standardov. Služilo jim bo lahko kot priporočilo, na katerih področjih bi kazalo zakonske in ostale okvire s področja poročanja podjetij zaostri, natančneje opredeliti ali pa preoblikovati, da bi letna poročila dobila večjo uporabnost in na ta način vplivala na boljšo razvitost trga kapitala.

### **1.3. CILJI**

V svojem magistrskem delu si zastavljam več ciljev. V prvem delu bo moj cilj prikazati razmere na slovenskem trgu kapitala, predvsem pa razvoj trgovanja z vrednostnimi papirji preko trga Ljubljanske borze, opredeliti pomen borzne analize ter prikazati vire informacij, ki jih imajo borzni analitiki na voljo pri svojem delu. Nadalje bo moj cilj opredeliti, katere so koristi, ki si jih ob financiranju z javno izdajo delnic lahko obeta podjetje samo, njegovi lastniki in tudi širša javnost. Za učinkovito izbiro načina financiranja je potrebna zadostna razvitost trga kapitala, ki pa je v Sloveniji še ni. Zato lahko pričakujemo, da bodo v prihodnosti z boljšo ureditvijo tega področja tudi koristi takega načina financiranja podjetij postale bolj jasne.

Da bi bilo letno poročilo čim bolj vsestransko uporabno in hkrati koristno tudi za podjetje samo, se morajo izdajatelji vrednostnih papirjev na izdelavo letnega poročila temeljito pripraviti, v njem pa razkriti čim več informacij, ki jih uporabniki letnih poročil želijo, ne da bi pri tem z razkrivanjem poslovnih skrivnosti ogrozili svoje poslovanje. Zato bo naslednji cilj tega dela prikazati, kdo vse so uporabniki letnih poročil, na kakšen način naj se v podjetju lotijo priprave letnega poročila in na katere podatke naj bodo še posebej pozorni. Čeprav je uporabnikov letnih poročil veliko, od lastnikov, zaposlenih, posojilodajalcev, dobaviteljev in kupcev do vladnih služb in širše javnosti, bo poudarek predvsem na lastnikih, oziroma še bolj natančno na analitiki borznega trga in drugih finančnih strokovnjakih, ki za svoje delo potrebujejo

največji obseg informacij, s pomočjo katerih pa lahko svetujejo tudi vsem ostalim uporabnikom letnih poročil.

Eden od ciljev magistrskega dela bo tudi predstaviti zakonsko podlago pri izdelavi letnih poročil v Sloveniji, poleg tega pa predstaviti tudi priporočila, ki so podana v obliki računovodskih standardov. S spremembami Zakona o gospodarskih družbah in z novimi Slovenskimi računovodskimi standardi se področje poročanja in obveščanja s strani gospodarskih družb v Sloveniji vse bolj približuje vzorcem v Evropski uniji, zato lahko v prihodnje pričakujemo tudi pri nas izboljšanje na tem področju.

Zadnji del magistrskega dela bo predstavljen v obliki raziskave, katere cilj bo prikazati, kakšne informacije dejansko vsebujejo letna poročila podjetij v Sloveniji. Raziskava bo omejena le na podjetja, katerih delnice so uvrščene na organiziran trg Ljubljanske borze, saj so za ta podjetja zakonska in zunajzakonska določila pri pripravi letnih poročil najbolj natančna in najstrožja. Raziskava bo obsegala pregled letnih poročil za leto 2001, cilj tega dela pa bo ugotoviti, koliko informacij, ki jih za svoje delo potrebujejo borzni analitiki, lahko najdemo v pregledanih letnih poročilih. Hkrati bom skušala dati tudi nekaj napotkov oziroma priporočil, ki bi v bodoče lahko pripomogli k večji uporabnosti letnih poročil v Sloveniji predvsem z vidika borzne analize.

Ob koncu analize bom poskusila tudi ugotoviti, ali obstaja povezava med kakovostjo letnih poročil z vidika uporabnosti za borzno analizo in nekaterimi dejavniki, ki bi po mojem mnenju na to kakovost lahko vplivali. Tako bom ugotavljala odvisnost med količino za borzne analitike uporabnih podatkov in:

- velikostjo podjetja, merjeno s tržno kapitalizacijo,
- časom trgovanja z vrednostnimi papirji izdajatelja na trgu Ljubljanske borze,
- obsegom posameznega letnega poročila, merjenim s številom strani.

#### **1.4. METODE DE LA**

Metodika magistrskega dela, ki jo zahteva namen naloge, sloni na povezovanju teoretičnih osnov s področja finančnih trgov na eni ter razkrivanja za uporabnike letnih poročil pomembnih informacij na drugi strani z raziskavo obsega razkritja informacij delniških družb z organiziranega trga Ljubljanske borze.

V teoretičnem delu bo metoda dela pregled domače in tuje literature s področja investicijskega svetovanja in sestavljanja letnih poročil gospodarskih družb ter pregled domače zakonodaje s tega področja. V prvem delu se bo magistrsko delo osredotočilo na prikaz pomena organiziranosti trga kapitala s poudarkom na delniškem kapitalu, prikazano pa bo tudi delo borznega analitika. Drugi del bo vseboval opis uporabnosti letnega poročila za podjetje samo in za njegove



uporabnike ter pregled celotnega zakonskega okvira, ki v Sloveniji pokriva področje poročanja javnih družb. Tretji del pa se bo bolj konkretno posvečal vsebini letnega poročila, pri čemer bodo poudarjene predvsem zahteve finančnih strokovnjakov, med katere sodijo tudi borzni analitiki.

V zadnjem - praktičnem delu magistrskega dela bom uporabila subjektivno metoda ocenjevanja letnih poročil na podlagi obsega informacij, ki jih le-ta vsebujejo. Na osnovi zakonsko zahtevanega razkritja podatkov, priporočil Slovenskih računovodskih standardov, pregleda letnih poročil tujih delniških družb in poznavanja načina dela borzних analitikov v Sloveniji bom sestavila seznam podatkov, ki naj bi jih letno poročilo vsebovalo, da bi služilo kot koristen vir informacij za borzne analitike in s tem tudi za lastnike podjetja.

Vrednotenje podjetja oziroma ugotavljanje notranje vrednosti delnic je celovit proces, za katerega borzni analitik potrebuje ne samo podatke o preteklem poslovanju podjetja, pač pa tudi predvidevanja glede poslovanja podjetja v prihodnje, podatke o narodnogospodarskih razmerah, razmerah v panogi in še mnoge druge podatke. Vseh informacij, ki vplivajo ali bi lahko vplivale na vrednost podjetja, se v letnem poročilu niti ne da predstaviti, saj bi morala podjetja tako razkriti tudi tisti del svojega poslovanja, ki vsebuje poslovne skrivnosti. Kljub temu so nekateri podatki za borzno analizo ključnega pomena in na takih podatkih bo temeljila moja analiza.

Iskane podatke bom združila v vsebinske sklope in tako izdelala 21 skupin podatkov, za katere bom ugotavljala, ali jih posamezno letno poročilo vsebuje v celoti, le delno ali pa jih ne vsebuje. Analizirala bom letna poročila podjetij, katerih delnice so bile uvrščene na organiziran trg Ljubljanske borze v letu 2001. Letna poročila izbranih podjetij bom ocenila glede na količino za borzno analizo uporabnih informacij, ki jih vsebujejo. Rezultate raziskave bom prikazala opisno in v obliki grafov, ki kažejo na nivo kakovosti zbranih letnih poročil z vidika lastnikov oziroma borzних analitikov kot njihovih zastopnikov.

Ob koncu analize bom skušala ugotoviti še, od česa bi bila lahko odvisna kakovost letnih poročil z vidika uporabnosti za borzno analizo. S tem namenom bom izračunala korelacijske koeficiente med številom zbranih točk v posameznem letnem poročilu in tržno kapitalizacijo izbranih podjetij, časom kotacije delnic izbranih podjetij na borznem trgu in obsegom letnih poročil.

## 2. BORZNI TRG IN BORZNA ANALIZA

### 2.1 SLOVENSKI BORZNI TRG

Po 4. odstavku 9. člena Zakona o trgu vrednostnih papirjev je borzni trg organiziran trg vrednostnih papirjev, na katerem se trguje z vrednostnimi papirji, ki so bili sprejeti v kotacijo na borzi (Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 1999). Slovenija je na področju borznega trgovanja zelo mlada država. V prejšnji družbeno - ekonomski ureditvi v naši državi nismo imeli razvitega trga vrednostnih papirjev, zato je ustanovitev Ljubljanske borze vrednostnih papirjev 26. decembra 1989<sup>1</sup> pomenila na tem področju pravo revolucijo. Ljubljanska borza je zaznamovala začetek razvoja pravega trga kapitala ne le v takratni Jugoslaviji, pač pa tudi širše v celotnem vzhodnem bloku.

Po premagovanju začetnih težav se je področje poslovanja z vrednostnimi papirji začelo hitreje, predvsem pa bolj urejeno razvijati. V Sloveniji smo dobili zakonodajo, ki neposredno ali posredno vpliva na razvoj trga kapitala, to so predvsem Zakon o trgu vrednostnih papirjev, Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, Zakon o gospodarskih družbah, Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij, Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih, Zakon o prevzemih, več sklepov Agencije za trg vrednostnih papirjev, Slovenski računovodski standardi... Tudi Ljubljanska borza je za svoje delovanje izdelala natančna pravila in postopke poslovanja, s svojim tehnološko - tehničnim razvojem pa je na ravni najbolj razvitih borz v svetu in je pripravljena na večje število tako ali drugače prihajajočih vrednostnih papirjev.

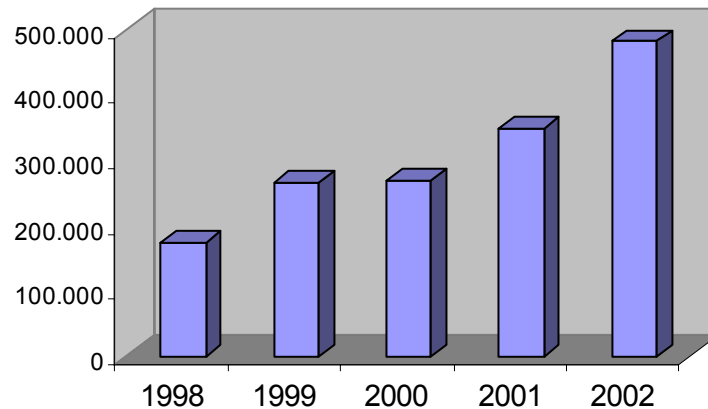
Sprva je bilo borzno poslovanje pri nas omejeno predvsem na dolžniške oblike vrednostnih papirjev, kasneje pa je prišlo tudi do hitrega razvoja trgovanja z lastniškimi vrednostnimi papirji. Tako je na prvi trgovni dan 29. marca 1990 preko borze v Ljubljani trgovalo 14 borznih članov z enajstimi vrednostnimi papirji, od katerih je bilo deset obveznic in le ena delnica (Veselinovič, 1999, str. 10). Ob koncu leta 2002 je preko trga Ljubljanske borze 28 borznih članov na organiziranem trgu trgovalo že s 36 delnicami in 73 obveznicami, na prostem trgu pa s 103 delnicami podjetij, 19 obveznicami in 33 delnicami investicijskih skladov.

Rast obsega prometa na vseh trgih Ljubljanske borze v zadnjih 5 letih je prikazana v grafu na naslednji strani. S Slike 1 je, z izjemo leta 2000, razviden izrazit trend povečevanja obsega poslovanja.

---

<sup>1</sup> Ustanovljena je bila v Ljubljani pod imenom Jugoslovanska borza vrednostnih papirjev d.d., Ljubljana, dan kasneje pa tudi v Beogradu.

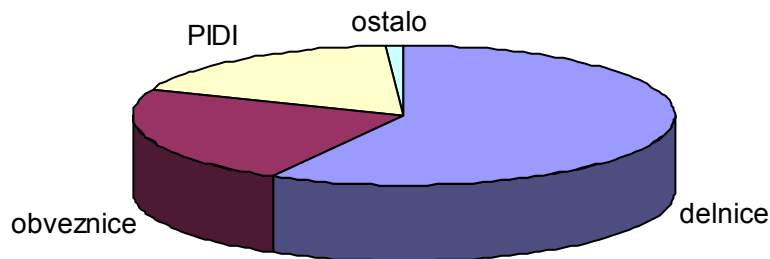
Slika 1: Vrednostni obseg prometa na vseh trgih Ljubljanske borze v mio SIT



Vir: Ljubljanska borza: Letno statistično poročilo 1999 - 2002.

V strukturi vrednostnega obsega prometa so bile delnice podjetij v letu 2002 zastopane z 58%, obveznice s 23%, delnice investicijskih skladov s 17,8%, preostanek pa je pomenilo trgovanje s pokojninskimi boni in kratkoročnimi vrednostnimi papirji, kar je grafično prikazano na spodnji sliki.

Slika 2: Struktura prometa na trgu Ljubljanske borze d.d. v letu 2002



Vir: Ljubljanska borza: Letno statistično poročilo 2002.

Skupna tržna kapitalizacija je ob koncu leta 2002 znašala 2.174 milijarde tolarjev, od tega so skoraj polovico prispevale delnice z organiziranega trga. Tržna kapitalizacija vseh delnic na borznem trgu je 31.12.2002 znašala 1.010,6 milijarde tolarjev, kar predstavlja 27% bruto domačega proizvoda v letu 2001 (Letno statistično poročilo 2002, 2003).

Kljub hitri rasti obsega borznega poslovanja v Sloveniji je slovenski trg kapitala še dokaj nerazvit. Formalni kvantitativni obseg trga kapitala je sicer razmeroma velik, vendar je bančni del finančnega sistema, kar zadeva klasično varčevanje, prevladujoč. Poleg tega se pravzaprav vsa večja kakovostnejša slovenska podjetja

zaradi cenejših virov danes večinoma financirajo v tujini. Tretjina bančnih naložb je državnih in paradržavnih. Trg kapitala še vedno ne igra vloge pomembnega vira svežega kapitala za podjetja, saj financiranja podjetij z lastniškim kapitalom pri nas skoraj ni, financiranje z obveznicami pa je za zdaj domena države in finančnih institucij. Sorazmerno dobro je razvit naš sekundarni trg kapitala, preko njega pa poteka tudi lastniška konsolidacija, kar mu daje dodatno razsežnost (Veselinovič, 2002, str. 17). Vendar pa se bodo temelji za normalen razvoj trga kapitala oblikovali šele s stabiliziranjem domačega povpraševanja, na katerega vplivajo predvsem institucionalni investitorji, pooblaščne investicijske družbe, vzajemni skladi, pokojninske družbe, v zadnjem času pa tudi akcije prevzemov. Šele razvoj pravega primarnega trga bo dolgoročno določil pomembnost trga kapitala v okviru slovenskega finančnega trga (Veselinovič, 1998, str. 54).

Razvoj slovenskega trga vrednostnih papirjev bo v bodoče moral potekati v smeri vedno večje dvosmerne internacionalizacije poslovanja z vrednostnimi papirji, pogoj za to pa je seveda uspešno zaključeno lastninsko preoblikovanje in prestrukturiranje naših podjetij. To bi pomenilo integracijo slovenskega trga kapitala v mednarodno okolje in priključitev k razvitim trgom. Prihodnost slovenske borze se tako kaže v vodilni regionalni vlogi, ki naj bi jo ohranila v okviru enotne evropske trgovalne mreže (Veselinovič, 2003, str.17).

## **2.2. POMEN BORZNE ANALIZE**

Analizo lahko opredelimo kot postopek raziskovanja in pojasnjevanja stvarnosti z razčlenjevanjem kakšne celote in proučevanjem posameznih delov kot takih in v odnosu na druge (Širaj, 1996, str. 73). Za borzno analizo torej lahko rečemo, da je to analiza tistih vrednostnih papirjev, ki so uvrščeni na borzni trg kot del organiziranega trga vrednostnih papirjev<sup>2</sup>. Gre za proces določanja notranje vrednosti<sup>3</sup> vrednostnih papirjev, ki kotirajo na borznem trgu, in odstopanja te notranje vrednosti od tržne cene<sup>4</sup>. Na trgu ima vsak vrednostni papir že oblikovano tržno ceno, ki naj bi bila po teoriji o učinkovitem trgu enaka njegovi notranji vrednosti. Zaradi različnih dejavnikov na trgu pogosto prihaja do odstopanja tržne cene od prave notranje vrednosti vrednostnega papirja, zato borzni analitiki iščejo tiste vrednostne papirje, ki so trenutno precenjeni in pomenijo tako priložnost za prodajo, ali pa podcenjeni in pomenijo tako priložnost za nakup. Borzni analitiki so torej racionalni strokovnjaki, ki

---

<sup>2</sup> Organiziran trg vrednostnih papirjev je trg vrednostnih papirjev, ki je posredno ali neposredno dostopen javnosti, na katerem trgovanje poteka redno in je urejen in nadzorovan s strani pristojnih organov. Organizirana trga vrednostnih papirjev sta borzni trg in prosti trg (Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 1999). Nadzor nad organiziranim trgom je bistveno strožji kot nadzor nad prostim trgom vrednostnih papirjev, ravno tako so obveznosti poročanja za udeležence borznega trga veliko večje kot za udeležence prostega trga.

<sup>3</sup> Notranja vrednost je tista vrednost vrednostnega papirja, ki je za investitorja v danem trenutku pravična ob upoštevanju vseh zanj pomembnih dejstev (Brigham, 1995, str. 260).

<sup>4</sup> Tržna cena vrednostnega papirja je tista cena, po kateri se vrednostni papir na trgu prodaja (Brigham, 1995, str. 260).

delujejo na trgu informacij in napovedujejo prihodnje dobičke podjetij, na podlagi svojih ugotovitev pa dajejo investitorjem v vrednostne papirje napotke za prodaje ali nakupe le-teh (Easterwood, 1999, str. 1795). Širše gledano bi borzno analizo lahko poimenovali tudi finančna analiza, analiza vrednostnih papirjev ali investicijska analiza, saj se ukvarja z enakimi vprašanji, le da borzna analiza investicijske možnosti omejuje zgolj na vrednostne papirje, s katerimi se trguje preko organiziranega borznega trga, ostale vrste analiz pa se ukvarjajo tudi z neuvrščeni vrednostnimi papirji in drugimi vrstami naložb, kot so na primer naložbe v dolžniške vrednostne papirje, izvedene finančne instrumente, instrumente denarnega trga, nepremičnine, umetniške zbirke in podobno.

Finančni strokovnjaki poznajo različne modele za vrednotenje vrednostnih papirjev, vsak od teh modelov pa zahteva različne vhodne podatke, torej različne vrste informacij, na podlagi katerih se analizirajo vrednostni papirji. To delo se ne ukvarja z vprašanji, kakšni ti modeli so ter kateri od njih so boljši ali slabši, pač pa poskuša le določiti splošni nivo uporabnosti razpoložljivih informacij za potrebe analize delnic na slovenskem borznem trgu. Iz tega lahko sklepamo tudi o možnostih za določanje prave notranje vrednosti teh vrednostnih papirjev, saj bolj kot so pomanjkljivi ali približni podatki, ki jih borzni analitiki uporabljajo pri vrednotenju, manj zanesljive so tudi njihove ocene in napotki investitorjem v vrednostne papirje.

Borzni analitiki so torej, kakor vsi finančni strokovnjaki, pri svojem delu odvisni od razpoložljivih informacij. Poleg poznavanja zakonitosti in dogajanja na borznem trgu morajo spremljati tudi globalne trende in domača gospodarska gibanja, poznati morajo razmere v posameznih panogah domačega gospodarstva, najbolj podrobno pa morajo biti seznanjeni z vsemi dejavniki, ki vplivajo na poslovanje in finančno stanje posameznega podjetja - delniške družbe, s katere delnicami se trguje preko organiziranega borznega trga. V današnjem času je iskanje potrebnih informacij olajšano z uporabo interneta, ki omogoča dostop do vseh pomembnejših domačih in tujih gospodarskih informacij.

Prav tako je za učinkovitost finančne analize pomembno, da so vse potrebne informacije javno dostopne ter da ni privilegiranih udeležencev borznega trga. Žal pa pri finančni oziroma borzni analizi v Sloveniji naletimo še na dodatne težave, saj se predpisi o obveznem poročanju še vedno dopolnjujejo in tudi zakonodaja s tega področja se še spreminja. Pojavljajo se številne težave pri dejanskem izvajanju obveznega poročanja, kar povzroča slabšo razpoložljivost informacij, zaradi načina lastninjenja pa je pogosto prisotno tudi trgovanje z notranjimi informacijami.

## 2.3. VIRI INFORMACIJ ZA BORZNO ANALIZO

Informacije, ki služijo kot orodje borznim analitikom, so treh vrst (Helfert, 1987, str. 387):

- tekoče finančne informacije,
- periodične finančne informacije,
- informacije o podjetjih in poslovnem okolju .

### 2.3.1. Tekoče finančne informacije

Gibanje cen vrednostnih papirjev na trgu Ljubljanske borze je možno spremljati v dnevnem časopisju (Delo, Dnevnik, Večer) na finančnih straneh. Vsakodnevno izhaja tudi poslovni časnik Finance, ki vsebuje članke o aktualnem domačem in tujem gospodarskem dogajanju ter precej borznih in bančnih statističnih podatkov. Ljubljanska borza objavlja podatke z enodnevnim zamikom, gre pa za povzetek trgovanja, kar pomeni, da so objavljeni uradni enotni tečaj<sup>5</sup>, odstotna sprememba enotnega tečaja glede na predhodni trgovalni dan, zaključna dnevna tečaja na strani ponudbe in povpraševanja, najvišji in najnižji doseženi dnevni tečaj ter dnevni promet za posamezen vrednostni papir. Objavljene so tudi dnevne vrednosti slovenskega borznega indeksa SBI20, indeksa prostega trga IPT in indeksa pooblaščenih investicijskih družb PIX ter njihove spremembe v točkah in v odstotkih. Ti podatki so zanimivi za investitorje v vrednostne papirje, saj lahko na ta način spremljajo vrednost svojih naložb, za borzne analitike pa so premalo podrobni in običajno zaradi enodnevnega zamika tudi že nezanimivi. Borzni analitiki v Sloveniji imajo lahko neposreden dostop do borznega trgovalnega sistema Ljubljanske borze (BTS), kjer lahko tekoče spremljajo trgovanje, na voljo pa so jim tudi najrazličnejši statistični podatki o vseh vrednostnih papirjih z borznega trga. Ti podatki so še posebej pomembni za tiste analitike, ki se ukvarjajo s tehnično analizo vrednostnih papirjev<sup>6</sup>.

V dnevnem časopisju so vsaj občasno objavljeni tudi drugi finančni podatki, ki so pomembni za borzne analitike. To so predvsem poslovni in ekonomski indikatorji kot na primer indeksi industrijske proizvodnje, indeksi rasti cen, obrestne mere na medbančnem trgu, devizni tečaji, podatki iz zunanjetrgovinske bilance in podobno. V zadnjem času so pri nas objavljeni tudi podatki o gibanju vrednosti nekaterih tujih borznih indeksov in posameznih vrednostnih papirjev.

---

<sup>5</sup>Uradni enotni tečaj je s količino ponderirana aritmetična sredina tečajev vseh tržnih poslov, sklenjenih s posameznim vrednostnim papirjem, ki se oblikuje ob koncu trgovanja na ta dan (Pravila borze, 2002, str. 43).

<sup>6</sup>Tehnična analiza pomeni proučevanje borznega trga samega, ne pa zunanjih dejavnikov, ki vplivajo na trg. Po mnenju tehničnih analitikov se vsi dejavniki, ki vplivajo na oblikovanje tečaja vrednostnega papirja, v končni fazi odražajo v obsegu transakcij in nivoju cen, ki jih je ta vrednostni papir dosegal v preteklosti. Nasprotno pa temeljna analiza vrednostnih papirjev pomeni poskus določitve notranje vrednosti vrednostnega papirja ob upoštevanju vseh ekonomskih dejavnikov, ki na to vrednost lahko vplivajo (Alexander, Sharpe, Bailey, 1993, str. 352, 8398).

### **2.3.2. Periodične finančne informacije**

V Sloveniji izhaja nekaj časopisov, ki se ukvarjajo s finančnimi temami, kot na primer Kapital, Profit, Slovenski delničar in podobni, zanimive prispevka pa najdemo tudi v finančnih prilogah nekaterih slovenskih dnevnikov. Borzni analitiki morajo spremljati tudi širše gospodarsko dogajanje. Podatki o domačem gospodarstvu s komentarji so mesečno objavljeni v Ekonomskem ogledalu Inštituta za ekonomska raziskovanja in v Gospodarskih gibanjih Inštituta pravne fakultete. Tudi Zavod Republike Slovenije za statistiko redno objavlja zbrane statistične podatke, ki zadevajo slovensko gospodarstvo. Statistične podatke o trgovanju na Ljubljanski borzi objavlja le-ta v mesečnem statističnem poročilu.

### **2.3.3. Informacije o podjetjih in poslovnem okolju**

Najpomembnejši vir informacij za borzne analitike so letna poročila podjetij. Obseg informacij, ki jih ponujajo, je med podjetji zelo različen, od zgolj grobega povzetka finančnih rezultatov poslovanja podjetja, do podrobnega prikaza poslovanja in finančnega stanja podjetja, pa tudi opisa poslovanja panoge in stanja narodnega gospodarstva. Letna poročila so neposreden vir informacij, saj prihajajo od podjetij samih in so zato prava ogledala podjetij. Z zakonskim urejanjem področja letnega poročanja v Sloveniji postajajo letna poročila vse bolj zanesljiv pa tudi vsebinsko vse bolj enoten vir informacij.

## **2.4. FINANCIRANJE Z JAVNO IZDAJO DELNIC IN UVRSTITEV DELNIC NA ORGANIZIRAN TRG**

Izdaja delnic, javno trgovanje z njimi in njihova kotacija na borzi je ena najpomembnejših metod za preoblikovanje individualnih prihrankov v kapitalske naložbe. Z razprševanjem tveganja in donosov med številne investitorje omogoča trg kapitala podjetjem, da zbirajo kapital ob boljših pogojih, kot bi to bilo mogoče s strani enega samega investitorja, zaprtega kroga nekaj investitorjev ali bančnega sistema. Glavna opora trga kapitala so podjetja, ki se odločijo za javno izdajo rednih ali prednostnih delnic. Financiranje z izdajo delnic je v primerjavi z dolžniškim financiranjem že samo po sebi ugodnejše za gospodarstvo kot celoto, saj so delniške družbe zaradi neobveznosti izplačil manj občutljive na nihanja v prodaji in dobičku kot pa podjetja, ki svoje poslovanje financirajo z zadolževanjem in so torej ne glede na višino dobička v danem letu obvezana k odplačevanju glavnice in obresti svojega dolga. Če bi preveč podjetij svoje poslovanje financiralo zgolj z zadolževanjem, bi z narodnogospodarskega vidika lahko že običajna nihanja v prodaji ali pa manjše recesije privedli do gospodarske krize (Brigham, 1995, str. 510). Po drugi strani pa

večino podjetij, ki se financirajo z izdajanjem delnic, označuje njihova potencialna sposobnost za rast, saj edino tako lahko pritegnejo možne investitorje.

Za javno prodajo delnic so najbolj primerna predvsem večja podjetja, ki imajo stabilno poslovanje in naslednje značilnosti (Veljič, 1994, str. 42):

- imajo uveljavljeno firmo ali blagovno znamko,
- imajo dober položaj na trgu,
- spadajo v kapitalsko intenzivne dejavnosti (visoka vrednost podjetja glede na število zaposlenih),
- so finančno zdrava in
- imajo močno vodilno ekipo z jasnimi cilji razvoja podjetja.

Javne prodaje delnic se v tujini bolj ali manj enačijo s kotacijo na borzi, saj se podjetje hkrati z novo izdajo pripravi tudi na borzno kotacijo, če izpolnjuje pogoje za vstop na organiziran borzni trg. Če pogojev ne izpolnjuje, pa je možna uvrstitev v trgovanje na tako imenovanem prostem ali zunajborznem organiziranem trgu (OTC)<sup>7</sup>. Pri tem se za družbo pojavljajo številne prednosti, kot so krepitev njenega premoženja, neomejen dostop do trga kapitala, lažje financiranje rasti družbe in večja publiciteta, hkrati pa tudi obveznosti, kot so strožje zakonske omejitve, zmanjšan vpliv obstoječih delničarjev, povečane obveznosti poročanja o poslovnem rezultatu, možnost sovražnega prevzema in nemajhni stroške, ki jih je potrebno plačati za uvrstitev delnic na borzo (Petrov, 1999, str. 5). V posebnih razmerah na našem borznem trgu, ki po eni strani izvirajo iz še ne zadostne razvitosti tega trga, po drugi strani pa iz postopka lastninskega preoblikovanja podjetij, se javne delniške družbe v Sloveniji običajno odločajo za naknadno uvrstitev delnic na borzni trg<sup>8</sup>.

Najpomembnejši razlog, da se podjetje odloči za javno prodajo svojih delnic, je običajno dejstvo, da želi na ta način zbrati finančna sredstva za vse projekte, ki potrebujejo dotok svežega kapitala. To so lahko zagon, razširitev ali modernizacija proizvodnje, raziskovalno – razvojni projekti, pridobitev novih licenc, prodor na domači ali tuji trg, propagandne akcije in podobno. Financiranje z novo izdanim lastniškim kapitalom podjetju daje dolgoročno finančno stabilnost in znižuje stopnjo zadolženosti. Pri javni izdaji delnic se v javnosti ponudi veliko število novih delnic, pa tudi že obstoječe delnice običajno zamenjajo lastnika. Tako se v podjetju izoblikuje nova lastniška struktura, to pa vpliva tudi na njegovo vrednost. Veliki aktivni investitorji nastopajo pogosto v nadzorni vlogi in s tem zvišujejo vrednost delnic, prisotnost lastnikov s pomembnim deležem v lastništvu podjetja pa izboljšuje tudi učinkovitost trga pri skupnem nadzoru. Zato je potrebno načrtovati prodajo novih

<sup>7</sup> OTC trg - over the counter market, pri nas tudi "prosti trg".

<sup>8</sup> V Sloveniji je, razen v primerih preoblikovanja javnih družb v delniške, zelo malo financiranja z izdajo delnic. To lahko pripišemo predvsem izredno visokim stroškom, povezanim z ustanavljanjem in poslovanjem delniških družb po naši zakonodaji. Znižanje teh stroškov bi omogočilo večji delež delniških družb glede na celotno



delnic glede na predvideno končno lastniško strukturo, saj je le na ta način možno maksimizirati prihodke, zbrane z javno izdajo delnic (Mello, 1998, str. 79-80).

## **2.5. KRITERIJI ZA UVRSTITEV DELNIC V BORZNO KOTACIJO LJUBLJANSKE BORZE D.D.**

O sprejemu vrednostnih papirjev v borzno kotacijo odloča Odbor za sprejem vrednostnih papirjev pri Ljubljanski borzi. V borzno kotacijo so lahko sprejeti vrednostni papirji, s katerimi se lahko organizirano trguje, so v celoti vplačani, neomejeno prenosljivi, izdani v nematerializirani obliki in izpolnjujejo naslednje kriterije (Pravila borze, 2002, str. 5):

- vsaj tri leta neprekinjenega poslovanja izdajatelja,
- prikazovanje revidiranih računovodskih izkazov za vsaj tri leta,
- velikost kapitala po zadnji bilanci stanja vsaj 500 mio SIT,
- minimalna velikost razreda delnic 200 mio SIT (upoštevata se knjigovodska vrednost delnic ali tržna kapitalizacija, če je delnica že bila uvrščena v katerikoli segment organiziranega trga),
- razpršenost razreda delnic v javnosti vsaj 25%,
- vsaj 150 imetnikov razreda delnic.

## **2.6. PREDNOSTI BORZNE KOTACIJE**

Podjetju lahko uvrstitev delnic na borzni trg prinese kar nekaj prednosti. Podjetja, ki kotirajo na borzi, imajo boljše možnosti za nadaljnje financiranje, ne glede na to, ali gre za zbiranje lastniškega ali dolžniškega kapitala. Če je podjetje uvrstilo na borzo že delnice prejšnjih izdaj, oblikovana tržna cena določa tudi ceno novih izdaj. Bodoči investitorji tako podjetje že poznajo in v primeru dobrega poslovanja je tržna cena oblikovana nad nominalno in tudi nad knjižno vrednostjo, kar pomeni, da mora podjetje za želeni obseg financiranja izdati manjše število delnic. Enako velja za načrtovane kapitalske spremembe (na primer prevzeme in združevanja), kjer lahko podjetje namesto gotovine ponudi lastne delnice. Za podjetje pomeni višja tržna cena delnic cenejše financiranje, na ta način pa se zaščitijo tudi obstoječi delničarji, saj dodatno zbiranje kapitala zanje pomeni žrtvovanje sorazmerno manjšega lastniškega deleža. Večanje deleža lastniškega kapitala med viri sredstev podjetja poveča tudi možnosti dodatnega zadolževanja, saj se zmanjša koeficient zadolženosti podjetja, kar pomeni možnost za pridobivanje dolžniškega kapitala pod ugodnejšimi pogoji.

---

količino gospodarskih subjektov, to pa bi hkrati prineslo tudi večjo preglednost poslovanja teh družb in s tem večjo varnost vlaganja (Osvald, 1999, str. 13).

Pri delnicah na borznem trgu lahko lastniki, zaposleni in vodstvo podjetja dnevno sledijo gibanju tečaja delnic. Borza določa tržno vrednost delnice in na ta način zagotavlja boljšo informiranost o kakovosti poslovanja podjetja (Amon, 1995, str. 11). Podatki o dnevnem gibanju tečajev se objavljajo v medijih, ob razvoju sodobne tehnologije pa je možno spremljanje gibanja tečajev vrednostnih papirjev tudi v času trgovanju, ponekod celo brez časovnega zamika.

S kotacijo na borzi je zagotovljena večja likvidnost za delničarje. Zaradi preglednosti trgovanja, ki odraža celotno tržno ponudbo in povpraševanje po določenem vrednostnem papirju, se v vsakem trenutku oblikuje pravilna tržna cena, to pa delničarju pomaga pri nakupnih ali prodajnih odločitvah.

S povečano likvidnostjo ob uvrstitvi delnice na borzni trg se zniža zahtevana stopnja donosa naložbe in s tem stroški financiranja za podjetje. Pri dodatni izdaji so namreč investitorji pripravljeni plačati za nove delnice tem višjo ceno, čim večja je možnost, da bodo lahko te delnice prodali takoj, ko bodo imeli likvidnostne potrebe, ter da bodo delnice prodali brez bistvenega vpliva na znižanje njihove cene.

Sprejem delnic podjetja v borzno kotacijo je za vse potencialne investitorje znamenje, da je moralo podjetje izpolniti določene pogoje, vložek v podjetje pa bo zato bolj transparentna, likvidna in varna naložba kot investicija v podjetje, katerega delnice ne kotirajo na organiziranem trgu. Pri tem gre za publiciteto, prestiž in ustvarjanje dobrega imena podjetja v javnosti. Podjetje na ta način veliko pripomore k promociji svojih izdelkov, blagovnih znamk ter samega imena podjetja. Prek kotacije si lahko podjetje skupaj z vodstvom ustvari oziroma izboljša svoj ugled, še posebno, če tekoče in v primerni obliki obvešča javnost oziroma svoje delničarje o pomembnejših dogodkih v podjetju.

Z uvrstitvijo delnic v borzno kotacijo se podjetje tudi predstavi javnosti. Poveča se medijska pozornost in javno zanimanje zanj, kar mu daje svojevrstno prednost pred konkurenco. Podjetje postane bolj zanimivo za borzne posrednike, finančno časopisje, investitorje, kupce, dobavitelje, druge kooperante in potencialne poslovne partnerje, ki pogosto postanejo tudi njegovi delničarji, kar poveča zanimanje za nakupe proizvodov ali storitev podjetja in odpira nove tržne možnosti. Vse to pa vpliva na višjo tržno ceno in večjo likvidnost delnic.

Pri trgovanju preko organiziranega borznega trga je zagotovljena tudi večja varnost poslovanja za investitorje. Na večini svetovnih borz potekata denarna in papirna poravnava preko centralnih depojev vrednostnih papirjev, ki opravljajo posle obračuna in poravnave obveznosti iz sklenjenih borzних poslov. To pomeni, da za sistem poravnave obveznosti iz sklenjenih borzних poslov obstaja največja stopnja

gotovosti in pravzaprav ni možnosti zlorab. Na ta način je prenosljivost lastništva močno olajšana, zagotovljena pa je tudi zaščita tako kupcev kot prodajalcev delnic<sup>9</sup>.

Vstop družbe na organiziran borzni trg povečuje boniteto podjetja, zato se poveča tudi zanimanje tujih investorjev za naložbe v podjetje ter za druge oblike poslovnega sodelovanja. Pogosto tuji investitorji postavljajo kotacijo na organiziranem borznem trgu kot pogoj za vstop v določeno podjetje, največkrat pa to od njih zahtevajo tudi predpisi v matični državi.

Borzna kotacija zagotavlja večjo tržno stabilnost. Običajno velja, da so tržna nestanovitnost ter razponi med ponudbo in povpraševanjem pri delnicah, ki kotirajo na borzi, precej manjši kot pri delnicah, s katerimi se trguje zunaj borze. Borzna kotacija pa pomeni za podjetje tudi možnost uvrstitve delnic na tuje borze (Veselinovič, 1995, str. 147-155).

## **2.7. SLABE STRANI BORZNE KOTACIJE**

Podjetje, s čigar delnicami se trguje na borznem trgu, ima določene obveznosti glede razkrivanja podatkov. Sprijazniti se mora s povečano javnostjo poslovanja, saj je zavezano k sprotnemu in pravilnemu obveščanju javnosti o spremembah v svojem poslovanju in finančnem stanju. Javne objave so po večini borznih pravil potrebne, kadar pride do večjih sprememb v razvoju in poslovanju, kot so na primer novi proizvodi ali podpisi partnerskih pogodb, če pride do zamenjave vodstva ali pomembnejših sprememb lastniške strukture v podjetju. Javnost je potrebno obvestiti tudi o nameravanem izplačilu dividend, o letnih in polletnih rezultatih poslovanja, o informacijah, povezanih s prevzemanjem ali spajanjem podjetij, ter vseh drugih informacijah, ki lahko vplivajo na investicijske odločitve in na spremembo tržne cene delnic. Pogosto borze vsakoletno tudi razglasijo tistega izdajatelja, ki se odlikuje po najbolj ažurnem in kvalitetnem obveščanju medijev in svojih delničarjev.

V Sloveniji Pravila borze podrobno določajo, o katerih dogodkih in okoliščinah, ki niso splošno znani in bi lahko pomembneje vplivali na ceno vrednostnega papirja izdajatelja, mora le-ta obvestiti borzo in javnost takoj, ko je to mogoče. To so (Pravila borze, 2002, str. 17-18):

- poslovni dogodki, ki vplivajo na položaj družbe izdajatelja, kot so:
  - prekinitve v poslovanju,
  - bistvene spremembe pri opravljanju osnovne dejavnosti,
  - nameravane bistvene spremembe računovodske politike,
  - spremembe v upravi oziroma poslovodstvu in nadzornem svetu,
  - pomembne spremembe v lastniški sestavi,

---

<sup>9</sup> V Sloveniji skrbi za poravnavo obveznosti iz borznih poslov KDD - Centralna klirinško depotna družba.

- pomembnejši sklepi sej nadzornega sveta izdajatelja,
- pomembne investicije in dezinvesticije,
- pomembne sklenjene pogodbe,
- pomembni pravni postopki pred državnimi, arbitražnimi in podobnimi organi,
- bistveno spremenjeno stanje na trgu,
- pridobljeni ali izgubljeni patenti, licence ter blagovne znamke bistvenega pomena,
- novi proizvodi oziroma storitve ali stranke, ki bistveno vplivajo na poslovanje ter poslovni izid izdajatelja in podobno,
- odločitve in okoliščine, ki vplivajo na kapitalsko strukturo družbe izdajatelja, kot so:
  - nameravano povečanje ali zmanjšanje kapitala izdajatelja ali povezanih družb,
  - bistvene spremembe v strukturi virov sredstev izdajatelja,
  - izdaja novih serijskih vrednostnih papirjev,
  - odpoklic izdanih vrednostnih papirjev,
  - spremembe vsebine pravic kotirajočih in potencialnih kotirajočih vrednostnih papirjev,
  - izdaja prednostne pravice do vpisa novih izdaj vrednostnih papirjev,
  - sprememba lastniških deležev članov uprave ali nadzornega sveta v kapitalu izdajatelja,
  - pomemben izvršen nakup ali prodaja lastnih delnic izdajatelja,
  - odpoklic kotirajočega dolžniškega vrednostnega papirja pred dospelostjo,
  - nezmožnost izpolnitve obveznosti iz dolžniških vrednostnih papirjev,
  - izplačilo dividend,
  - nastop razlogov za ukrepanje v skladu z zakonom, ki ureja finančno poslovanje podjetij,
- predvidene statusne spremembe družbe izdajatelja, kot so:
  - združitev družbe izdajatelja,
  - delitev družbe izdajatelja,
  - preoblikovanje izdajatelja v drugo obliko družbe,
  - druge spremenjene okoliščine in dogodki, ki se spremenijo glede na podatke iz prospekta za uvrstitev vrednostnega papirja v kotacijo na borzi in glede na kasnejša obvestila izdajatelja.

Izdajatelj mora javnost seznaniti tudi z drugimi dogodki, povezanimi z njegovim poslovanjem, ki bi lahko pomembneje vplivali na ceno njegovih vrednostnih papirjev ali na sposobnost družbe, da izpolni obveznosti, ki izhajajo iz njenih vrednostnih papirjev. Borza pa lahko od izdajatelja celo zahteva objavo določenih podatkov in potrditev oziroma zanikanje govoric, če presodi, da je to potrebno za ustrezno informiranje vlagateljev. Informacije o navedenih dogodkih mora izdajatelj objaviti na

lastne stroške v dnevniku, ki izhaja na celotnem območju Republike Slovenije ali pa v elektronski obliki skladno s pravili borze in navodili borze za obveščanje.

Po Sklepu o podrobnejši vsebini, načinu in rokih za objavo obvestil o pomembnejših poslovnih dogodkih, ki ga je sprejela Agencija za trg vrednostnih papirjev, se za pomembnejše poslovne dogodke, o katerih morajo poročati izdajatelji vrednostnih papirjev v Sloveniji, štejejo:

- sklic skupščine delničarjev,
- skupščina delničarjev,
- bistvene spremembe v strukturi virov sredstev izdajatelja,
- izdaja novih serijskih vrednostnih papirjev,
- odpoklic izdanih vrednostnih papirjev,
- nezmožnost izpolnitve obveznosti na podlagi izdanih dolžniških vrednostnih papirjev,
- bistvene spremembe v strukturi sredstev izdajatelja,
- pomembne investicije in dezinvesticije izdajatelja,
- bistvene spremembe v lastniški sestavi izdajatelja,
- spremembe v upravi izdajatelja,
- pomembnejši sodni in upravni postopki (sproženi, odločeni na posameznih stopnjah ali pravnomočno končani).

Zahteve po razkritju informacij se med borzami po svetu precej razlikujejo. Zelo značilne razlike se pokažejo na primer med zahtevanimi razkritji na borzi v Zurichu in New Yorku. V Švici je količina predpisanih informacij, ki jih je potrebno razkriti v letnih poročilih, zelo skromna, medtem ko so zahtevana razkritja v Združenih državah Amerike zelo podrobno opredeljena. Tam se namreč uporablja tako imenovano načelo popolnega razkritja vseh informacij, ki so dovolj pomembne, da lahko vplivajo na sodbo uporabnika računovodskih izkazov (Vežjak, 1998a, str. 105). Zelo stroga pravila glede razkrivanja informacij veljajo tudi na londonski in tokijski borzi, več svobode glede informiranja pa je izdajateljem vrednostnih papirjev prepuščeno v Frankfurtu in Amsterdamu.

Poročila o poslovanju so podjetja na največjih svetovnih borzah dolžna objavljati polletno, v Torontu pa celo četrtno. V Tabeli 1 na naslednjih dveh straneh so predstavljena zahtevana razkritja za izdajatelje vrednostnih papirjev na borzah v Amsterdamu, Frankfurtu, Londonu, New Yorku, Parizu, Tokiu, Torontu in Zurichu.

Tabela 1: Zahtevane vrste razkritij na nekaterih razvitih borzah

OBVEZNA RAZKRITJA	Amsterdam	Frankfurt	London	New York
<b>Splošne informacije</b>				
Zgodovina podjetja	DA	DA	DA	DA
Opis poslovanja	DA	DA	DA	DA
Raziskave in razvoj	DA	DA	DA	DA
Zaposleni - delovna razmerja	DA	DA	DA	DA
Kapitalske naložbe	DA	DA	DA	DA
Socialna odgovornost	NE	NE	NE	DA
Nerešene pravde	DA	DA	DA	DA
Obseg odvisnosti od glavnih strank	NE	NE	NE	DA
<b>Informacije o vodstvu</b>				
Imena, plače in funkcijske odgovornosti direktorjev	DA	DA	DA	DA
Imena, plače in glavna zunanja članstva direktorjev	DA	DA	DA (ne plače)	DA
<b>Informacije o kapitalu</b>				
Splošne informacije o kapitalizaciji	DA	DA	DA	DA
Poročilo o spremembah delniškega kapitala v prejšnjih letih	DA	DA	DA	DA
Število in vrste delničarjev	NE	NE	DA	DA
Imena in obseg delnic največjih delničarjev	DA	DA	DA	DA
Imena in podrobnosti o strankah, ki skušajo dobiti znaten vpliv v podjetju	DA	NE	DA	NE
<b>Vrednostne informacije</b>				
Povzetek pomembnih podatkov o poslovanju	DA	DA	DA	DA
Revidirana izkaz poslovnega izida in bilanca stanja	DA	DA	DA	DA
Poročilo o virih in uporabi finančnih sredstev	DA	DA	DA	DA
Medletna poročila	DA (polletna)	DA (polletna)	DA (polletna)	DA (polletna)
Dogodki po datumu bilance stanja	DA	DA	DA	DA
Konsolidirani izkazi	DA	DA	DA	DA
Informacije po odsekih (prodaja ali donosi)	DA (prodaja)	DA (prodaja)	DA (prodaja)	DA (oboje)
Poročilo v primeru pomembnejših financiranj, rekaptalizacij, pripojitev ali reorganizacij (opravljenih ali pričakovanih)	NE	NE	DA	DA
<b>Nov razvoj in možnosti</b>				
Informacije, ki vplivajo na tržišče delnic izdajatelja	DA	DA	DA	DA
Pregled pomembnih dejavnikov, ki bodo vplivali na poslovanje v prihodnjem letu	DA	DA	DA	DA
Napoved dobička	NE	NE	DA	NE
<b>Druge zahteve za podjetja iz tujine</b>				
Razkritje razlik med računovodskimi načeli	Potrebne dodatne informacije za podjetja, ki niso v EU	Potrebne dodatne informacije za podjetja, ki niso v EU	Razkriti za podjetja, ki niso v EU	Razkriti in uskladiti z MRS
Pogostnost medletnih poročil	Polletna	Polletna	Polletna	Polletna
Jezik objave poročil	NL, ANG, FR, NEM	NEM, medletna poročila lahko v tujem jeziku	ANG	ANG

Tabela 1: Zahtevane vrste razkritij na nekaterih razvitih borzah - nadaljevanje

OBVEZNA RAZKRITJA	Pariz	Tokio	Toronto	Zurich
<b>Splošne informacije</b>				
Zgodovina podjetja	DA	DA	DA	DA
Opis poslovanja	DA	DA	DA	DA
Raziskave in razvoj	DA	DA	NE	NE
Zaposleni - delovna razmerja	DA	DA	DA	DA
Kapitalske naložbe	DA	DA	DA	DA
Socialna odgovornost	DA	DA	NE	NE
Nerešene pravde	DA	DA	DA	DA
Obseg odvisnosti od glavnih strank	NE	DA	NE	NE
<b>Informacije o vodstvu</b>				
Imena, plače in funkcijske odgovornosti direktorjev	DA (ne plače)	DA (ne plače)	DA	DA (ne plače)
Imena, plače in glavna zunanja članstva direktorjev	DA (ne plače)	DA (ne plače)	DA	DA (ne plače)
<b>Informacije o kapitalu</b>				
Splošne informacije o kapitalizaciji	DA	DA	DA	DA
Poročilo o spremembah delniškega kapitala v prejšnjih letih	DA	DA	DA	DA
Število in vrste delničarjev	DA	DA	DA	DA
Imena in obseg delnic največjih delničarjev	DA	DA	DA	DA
Imena in podrobnosti o strankah, ki skušajo dobiti znaten vpliv v podjetju	NE	NE	NE	NE
<b>Vrednostne informacije</b>				
Povzetek pomembnih podatkov o poslovanju	DA	DA	DA	DA
Revidirana izkaz poslovnega izida in bilanca stanja	DA	DA	DA	DA
Poročilo o virih in uporabi finančnih sredstev	DA	DA	DA	NE
Medletna poročila	DA (polletna)	DA (polletna)	DA (četrtletna)	DA (polletna)
Dogodki po datumu bilance stanja	DA	DA	DA	NE
Konsolidirani izkazi	DA	DA	DA	DA
Informacije po odsekih (prodaja ali donosi)	DA (prodaja)	DA (prodaja)	DA (oboje)	NE
Poročilo v primeru pomembnejših financiranj, rekaptalizacij, pripojitev ali reorganizacij (opravljenih ali pričakovanih)	NE	NE	DA	NE
<b>Nov razvoj in možnosti</b>				
Informacije, ki vplivajo na tržišče delnic izdajatelja	DA	DA	DA	DA
Pregled pomembnih dejavnikov, ki bodo vplivali na poslovanje v prihodnjem letu	DA	DA	DA	DA
Napoved dobička	DA	DA	DA	NE
<b>Druge zahteve za podjetja iz tujine</b>				
Razkritje razlik med računovodskimi načeli	Razkriti dodatne informacije za podjetja, ki niso v EU	Razkriti	Razkriti (spodbujajo usklajenost z MRS)	NE
Pogostnost medletnih poročil	Polletna	Polletna	Oprostitev od četrtletnih poročil	Polletna
Jezik objave poročil	FR	JAP	ANG	NEM, FR, ITA, ANG

Vir: Vežjak, 1998, str.106-107.

Posledica borzne kotacije je običajno tudi večja spremenljivost cen delnic. Delnice na borznih trgih so pogosto podvržene tržnim nihanjem, ki so lahko tudi rezultat špekulacij in zato kažejo občasno nerealno vrednost delnice. V določenih obdobjih je lahko zanimanje investorjev za nove izdaje delnic v trenutno najbolj zanimivih gospodarskih panogah zelo veliko, zato so tečaji takih delnic pogosto precenjeni. Običajno pa začetnemu nakupovalnemu zagonu in rasti cen sledi dokaj nestabilno gibanje tečajev in slaba likvidnost ter kasnejše znižanje tečajev.

S kotacijo na borzi so povezani tudi stroški. Stroški kotacije na borzi se delijo na sprejemno pristojbino, ki je različna za lastniške in dolžniške vrednostne papirje, ter na stroške letnega vzdrževanja kotacije, ki je za obe vrsti vrednostnih papirjev enaka. Skupaj s stroški javne prodaje lahko stroški uvrstitve v borzno kotacijo predstavljajo kar 5 do 10% vrednosti izdanih delnic.

Z uvrstitvijo delnic v borzno kotacijo se nakazuje tudi povečana možnost prevzemov večinskih deležev delniških družb, ki kotirajo na borzi. Pogosto pa so tovrstni prevzemi onemogočeni ali vsaj omejeni s pozitivno zakonodajo ali statutarnimi omejitvami posameznega izdajatelja (Čas, 1998, str. 310-311). S kotacijo na borzi je v Sloveniji povezana tudi dolžnost poročanja posamezne osebe, ki pridobi več kot 5,10, 25, 50 ali 75% vseh delnic z glasovalno pravico določenega izdajatelja, o čemer mora taka oseba obvestiti izdajatelja, Agencijo za trg vrednostnih papirjev in Ljubljansko borzo d.d., izdajatelj pa mora to tudi objaviti (Zakon o prevzemih, 1997).

### **3. POMEN LETNEGA POROČILA GOSPODARSKE DRUŽBE**

#### **3.1. UPORABNOST LETNEGA POROČILA**

Izdajatelji vrednostnih papirjev, ki so uspešno izpeljali postopek javne ponudbe vrednostnih papirjev, pridobili dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za nadaljnjo javno prodajo vrednostnih papirjev, izpeljali javno prodajo delnic ob lastninskem preoblikovanju podjetij, ali pa izdajatelji, s katerih vrednostnimi papirji se trguje na borzi ali na zunajborznem organiziranem trgu (OTC), se štejejo za javne družbe. Z vrednostnimi papirji teh izdajateljev se lahko prosto trguje, posli z njimi pa se opravljajo večinoma preko organiziranega trga. Z namenom, da bi zavarovali vlagatelje v takšne vrednostne papirje, vsebujejo predpisi o trgu vrednostnih papirjev nekatere zahteve, ki jih morajo javne družbe izpolnjevati. Te zahteve se nanašajo predvsem na poročanje o poslovnem položaju izdajatelja, ki je podlaga za investicijske odločitve.

Le natančna informacija, ki jo objavi izdajatelj vrednostnega papirja, lahko zagotovi enakopraven položaj vsem vlagateljem in odpravi informacijsko asimetrijo. Zato je



letno poročilo najpomembnejši dokument, ki prikazuje poslovanje gospodarske družbe v zadnjem poslovnem letu in poslovni položaj izdajatelja vrednostnih papirjev ob koncu leta (Sluga, 1996, str.8).

V razvitih državah zahodne Evrope, kjer imajo s sestavljanjem letnih poročil več izkušenj kot pri nas, vsebuje letno poročilo običajno pojasnila v zvezi z letnim poslovnim izidom, predloge za njegovo obravnavo, podrobnosti in posebnosti poslovanja podjetja v minulem letu, informacije o splošnih obetih v prihodnosti in o načrtovanem razvoju, večletne primerjalne preglede, izkaz gibanja sredstev, podrobnosti o lastnem kapitalu in finančnih naložbah, o razmerjih z odvisnimi ali pridruženimi podjetji in še kaj. Letno poslovno poročilo mora ponuditi realen prikaz razvoja in gospodarskega položaja podjetja. Ponuditi mora vpogled v vse pomembne dogodke do zaključka poslovnega leta, napovedovati mora prihodnji razvoj podjetja in ponujati vpogled v aktivnosti na področju raziskav in razvoja (Koletnik, 1994, str. 15-16).

Letno poročilo predstavlja tudi eno najpomembnejših komunikacijskih orodij gospodarske družbe. Preko informacij, razkritih v letnih poročilih, gospodarska družba komunicira s sedanjimi in možnimi lastniki, zaposlenimi, posojilodajalci, dobavitelji in dajalci blagovnih kreditov, kupci, vlado in njenimi organi ter javnostjo. To pomeni, da morajo v letnih poročilih objavljeni računovodski izkazi in pojasnila k njim ter poslovno poročilo vsebovati vse informacije, ki so pomembne za odločitve o investiranju ali kreditiranju, informacije, iz katerih je možno oceniti prihodnje denarne tokove v podjetju, ter informacije o virih in obveznostih do virov sredstev pa tudi o transakcijah, dogodkih in okoliščinah, ki vplivajo na njihove spremembe (Kieso, Weygandt, 1992, str. 6).

Za pripravo, oblikovanje in razpošiljanje letnega poročila je potrebnega vsako leto mnogo denarja in časa, vendar pa lahko gospodarska družba ravno v letnem poročilu prikaže svoje konkurenčne in druge prednosti, svojo vizijo, kulturo in filozofijo. Letno poročilo je torej tudi prvovrsten reklamni material, zato se morajo družbe pri njegovi pripravi obnašati tržno. Kakor želimo pri prodaji proizvoda potrošnika prepričati v njegov nakup, želi družba z izdelavo letnega poročila njegove uporabnike s svojim sporočilom prepričati, da je naložba v družbo dobra naložba, da družba v prihodnosti veliko obeta in podobno.

Z letnim poročilom je mogoče uporabnikom razložiti priložnosti in nevarnosti, ki jih podjetje ima oziroma mu pretijo, je mogoče kupcem prikazati prednosti podjetja, privabiti bodoče investitorje ali razložiti sedanjim upnikom, kakšne težave ima podjetje. Letno poročilo lahko spodbudi sodelavce za varčevanje in razvoj, s pripravo letnega poročila pa vodstvo lahko spozna tudi slabosti v podjetju, kar je prvi korak na poti k izboljšanju. Z letnim poročilom se postavi cilj podjetja, kajti le tako bo čez čas možno vedeti, ali je bil dosežen (Peršak, 1998, str. 50). Zaradi pomembnosti

komuniciranja preko letnih poročil se zato poleg obveznih vse več podjetij odloča tudi za obširna dodatna ali neobvezna pojasnila in razkritja. Na ta način poizkušajo vzbuditi zanimanje določenih skupin uporabnikov letnih poročil, hkrati pa povečati ugled in zaupanje v gospodarsko družbo in njeno vodstvo (Vezjak, 1996, str. 55).

Delniška družba mora v letnem poročilu razkriti svojo moralo, filozofijo in poudarke, saj želi prepričati javnost, da je zanesljiva, trajna, prilagodljiva in vselej pred drugimi. To poskuša dokazati s tehnološko razvitostjo, čim višjo ustvarjeno dodano vrednostjo, rastočim dobičkom in visoko donosnostjo kapitala. Družba uporabnikov letnih poročil ne šteje samo za potencialne kupce svojih proizvodov, marveč tudi za investitorje, kar vlagatelji postanejo z nakupom njenih delnic prek borze. Borza je neizprosno merilo ugleda delniške družbe, to pa se kaže s padanjem ali rastjo dnevne kotacije njenih delnic. Na ceno delnic na borzi najbolj pozitivno vpliva visoka inventivnost z velikim deležem novih izdelkov v asortimaju, kajti za borzo to pomeni možnost za rast cene delnic v prihodnje (Kos, 1998, str. 35).

S predstavitvijo poslovanja v minulem poslovnem letu naj bi delniška družba dosegla predvsem dvoje: s čim bolj natančnimi podatki o poslovanju in jasni viziji naj bi krepila zaupanje delničarjev v upravo in njeno vodenje družbe, letno poročilo pa naj bi tudi krepilo zanimanje novih vlagateljev in poslovnih partnerjev. Z zaupanjem v poslovanje družbe raste povpraševanje po delnicah družbe, zato raste tudi njihova cena, hkrati pa se zmanjšuje verjetnost prodaje delnic in s tem možnost zniževanja njihove cene. Višja cena delnic pa za delniško družbo pomeni cenejše vire financiranja (Basle, 1998, str. 3).

Gospodarska družba letno poročilo uporablja predvsem kot orodje za sporočanje tistih informacij, za katere želi, da jih posamezne skupine uporabnikov prejmejo, saj od tega pričakuje določene koristi. Pri izbiri neobveznih sestavin letnega poročila in pri njegovi celotni zasnovi pa mora vsaka gospodarska družba upoštevati, da morajo koristi letnega poročila presegati stroške njegove izdelave (Vezjak, 1998, str.70).

### **3.2. KORISTI LETNEGA POROČILA ZA PODJETJE**

Priprava letnega poročila je dolgotrajen, drag in zahteven postopek. Pomembno je, da se koristi izdelave in stroški izdelave letnega poročila uravnovesijo. Podjetje mora vedeti, kaj uporabniki poročila želijo v njem videti in prebrati in mora temu prilagoditi dolžino in obliko letnega poročila, pri tem pa paziti, da ne vključuje nepomembnih ali nezanimivih informacij.

Letno poročilo sodi med najpomembnejša sredstva komuniciranja podjetja z okoljem. Zato si podjetje od izdelave letnega poročila obeta tudi določene učinke, ki bodo pozitivno vplivali na njegovo nadaljnje delovanje. V letnem poročilu lahko tako

podjetje navede podatke o strateških vplivih, podrobnem poslovanju podjetja, ravnanju z okoljem in svoji naravovarstveni dejavnosti, svojem poslanstvu ter namenu obstoja in delovanja podjetja, svojih značilnostih, razlikah z drugimi podjetji, viziji, kulturi in usmerjenosti, posebnih poslovnih področjih, ki jih želi izpostaviti, svojih načrtih za prihodnost, naložbenih možnostih ter predvidenem prihodnjem poslovanju. Z navedbo teh podatkov poskuša podjetje pritegniti k investiranju čim širši krog uporabnikov letnih poročil, ohranjati lojalnost delničarjev in pridobiti njihovo podporo za načrtovane spremembe in bodoče investicije, pa tudi ustvariti ugodno sliko o uspešnosti svojega poslovanja, kar zmanjšuje njegovo tveganost za potencialne investitorje in pomeni možnost pridobivanja posojil po ugodnejših pogojih ali prodaje novih delnic po višji ceni (Vezjak, 1998a, str. 32-33).

V številnih podjetjih poskušajo ugotavljati zadovoljstvo uporabnikov letnih poročil. Obsežne raziskave o tem, kako so uporabniki letnega poročila z njim zadovoljni, so običajno predrage, zato se v nekaterih podjetjih omejujejo na določena območja in izbrane skupine uporabnikov. Med skupinami ljudi iz različnih delov države in različnih socialnih skupin nato izvedejo anketo, iz katere poskušajo pridobiti podatke o ustreznosti svojih letnih poročil. Pogosto pa podjetja k sodelovanju pritegnejo tudi delničarje podjetja in med njimi izvedejo intervju.

Poleg zunanjih koristi, do katerih privedejo zunanji dejavniki, pa izdajanje letnih poročil podjetjem prinaša tudi notranje koristi. To so za podjetja predvsem pozitivni učinki pri samem poslovanju, vodenju, sledenju ciljem podjetja in podobno, kar s svojim delovanjem lahko zagotovijo uporabniki letnih poročil znotraj podjetja. Ti uporabniki so vodje in izvajalci posameznih nalog, ki morajo odločati o podrobnostih izvajanja, poslovodstvo podjetja, izvršilni organi upravljanja v podjetju in zaposleni v podjetju.

V letnem poročilu lahko podjetje na primer razkrije cilje delovanja, na katere je osredotočeno njegovo vodstvo. Podjetje, ki širi obseg poslovanja, uvaja nove proizvodne programe in opušča stare ali nerentabilne programe, vstopa v nove povezave in podobno, lahko v letnem poročilu prikaže svoje prednosti, najpomembnejše posle ter dolgoročne in kratkoročne cilje, pomemben sestavni del letnega poročila pa je lahko tudi prikaz nadziranja stroškov. Podjetje v letnem poročilu lahko predstavi svojo poslovno strategijo, njeno izvajanje, dopolnjevanje ali spreminjanje pa predstavi v naslednjih letnih poročilih in na ta način prikaže kontinuiteto svojega poslovanja. Pomemben je tudi način komuniciranja z zaposlenimi, delničarji, kupci, dobavitelji, lokalnimi oblastmi in drugimi, saj morajo biti vsa sporočila konsistentna, način prikazovanja glavnih dejavnosti, ciljev in kulture podjetja pa mora biti v vseh informacijah enak (Vezjak, 1998a, str. 33-34).

### 3.3. KORISTI LETNEGA POROČILA ZA UPORABNIKE

Pri izdelavi letnega poročila je potrebno v prvi vrsti upoštevati, kdo so njegovi uporabniki. Potrebno pa je vedeti tudi čim več o njihovih potrebah in željah, ki izvirajo iz prebiranja letnih poročil, o njihovih interesih, zanje bolj ali manj pomembnih podatkih in ne nazadnje tudi o njihovi izobrazbi, znanju, izkušnjah in sistemu vrednot.

Na ta način izdelovalci letnih poročil ugotovijo, kaj uporabniki pričakujejo, da bodo prebrali, in kakšnih informacij si še posebej želijo. Da bi z uporabniki letnih poročil vzpostavili pravo komunikacijo, pa morajo pripravljalci poročil čim bolje poznati tudi jezik, izrazoslovje in izkušnje prejemnikov letnih poročil.

Pozornost bralca se lahko pritegne z različnimi grafičnimi dodatki, fotografijami in zanimivo oblikovano zasnovo sporočil. Na ta način se pri uporabniku poročila vzbudi pozornost za nov razvoj, proizvode, nove proizvodjalne in tržne lokacije, posebne programe za zaposlene in podobno.

V letno poročilo se poleg obvezne vsebine vključujejo le informacije, ki so za uporabnike zanimive. Preko letnega poročila je tako uporabnikom predstavljeno delovanje podjetja in njegovi cilji, zato je letno poročilo verodostojen in pomemben dokument. Letno poročilo mora vsebovati nevtralne finančne<sup>10</sup> in druge informacije, ki skupaj z informacijami iz ostalih virov pomagajo pri učinkoviti alokaciji omejenih virov v gospodarstvu (Chasteen, Flaherty, O'Connor, 1995, str. 4).

Uporabniki ali potencialni uporabniki letnih poročil se lahko neposredno zanimajo za poslovne in finančne rezultate določenega podjetja, lahko pa imajo le posreden interes. Običajno so uporabniki letnih poročil, ki se za poslovanje podjetja zanimajo posredno, zastopniki ali svetovalci uporabnikov letnih poročil z neposrednim interesom. Različni uporabniki računovodskih podatkov imajo različne interese. Te je potrebno upoštevati in se jim kar najbolj prilagajati, vendar podjetje s tem nikakor ne sme ogrožati pravic vseh uporabnikov do enake popolnosti in enake vsebine informiranja.

Uporabnike letnih poročil razvrščamo v več skupin (Mott, 1994, str. 13-14):

- lastniki,
- posojilodajalci - banke in druge finančne institucije,
- zaposleni in njihovi predstavniki,
- analitično svetovalski segment - novinarji, svetovalci, raziskovalci, statistiki, borzne hiše, bonitetne banke, sindikati in podobni,
- poslovna javnost - dajalci blagovnih kreditov, kupci in konkurenti,

---

<sup>10</sup> Nevtralna finančna informacija je tista informacija, ki ne vzpodbuja delovanja njenega uporabnika v določeni smeri (Chasteen, Flaherty, O'Connor, 1995, str. 4).

- država,
- širša javnost<sup>11</sup>.

### 3.3.1. Lastniki, analitiki in svetovalci

Najštevilčnejša skupina uporabnikov letnih poročil so običajno lastniki oziroma delničarji podjetja, pravzaprav enake informacijske zahteve pa imajo tudi uporabniki s posrednim interesom kot na primer investicijski svetovalci, borzni analitiki, portfolio managerji in podobni. Sedanje ali možne vlagatelje kapitala zanimajo zlasti velikost in ustaljenost donosa v obliki dividend ali deležev v čistem dobičku, politika delitve čistega dobička, dolgoročna čista dobičkonosnost podjetja in kakovost uprave (Slovenski računovodski standardi, 2002, str. 227).

Delničarji se zanimajo za poslovanje podjetja in njegovo okolje. Če podjetju in njegovemu vodstvu zaupajo in menijo, da je usmeritev podjetja pravilna, lažje in z več razumevanja sprejmejo tudi trenutno poslabšanje poslovnih rezultatov in znižanje dividend. Zato podjetje svojih delničarjev ne bi smelo podcenjevati in bi jim moralo razkriti čim več informacij, ki jih od njega želijo.

Sedanji in bodoči oziroma potencialni lastniki podjetja si želijo v letnem poročilu najti informacije o kakovosti in ciljih vodstva, strategiji podjetja, njegovih proizvodih in storitvah, prodajnih trgih in tržnih priložnostih, tehnološki opremljenosti, virih financiranja, geografskih in demografskih prednostih, odnosu do okolja, socialni dejavnosti in podobno. Letno poročilo lahko obvešča uporabnike tudi o novih tehnologijah v dejavnosti, pojasnjuje naravo poslovanja podjetja, razkrije podlago za sedanje in prihodnje dobičke, ukrepe za izboljšanje poslovanja, obvladovanje stroškov ter zmanjševanje zadolženosti in podobno.

S čim večjim obsegom koristnih informacij si tako podjetje zagotavlja in ohranja lojalnost delničarjev. Za to je potrebno predvsem zaupanje v vodstvo, odobravanje strategije in kulture podjetja, zaupanje v pravilnost izbire ključnih proizvodov in storitev ter v nadaljnje možnosti razvoja podjetja. Vse to pa lahko investitorji najdejo v pravilno zasnovanem letnem poročilu.

Nekatere velike družbe v svetu redno spremljajo starostno in izobrazbeno strukturo svojih delničarjev. Tako lažje ugotovijo, kakšen način komunikacije je zanje najbolj

---

<sup>11</sup> Informacije s področja zaposlovanja, varstva okolja in podobno, ki zanimajo druge davkoplačevalce, potrošnike, politične stranke, združenja potrošnikov ter druge skupnosti in interesne skupine bi morale biti zajete že v informacijah za lastnike in poslovne partnerje.

primeren, kaj jih najbolj zanima in v kakšni obliki naj jim bodo informacije predstavljene.

V literaturi se podjetje pogosto obravnava tudi kot organizacija, ki želi maksimizirati dobiček in s tem vrednost svoje delnice. Vrednost delnice bo seveda tem višja, čim boljše rezultate bo vsebovalo letno poročilo. Zato bodo v podjetju pri pripravi letnega poročila pogosto poskušali izkoristiti vse zakonsko dovoljene možnosti za prikazovanje čim višjega dobička (prikazali bodo na primer nižje obračunske stopnje amortizacije ali pa bodo zamolčali informacije o tožbah, ki jih lahko izgubijo in podobno). Tudi take informacije bodo seveda slej ko prej prišle na dan, vendar je možno, da se bo do tedaj vodstvo podjetja, ki je bilo odgovorno za pripravo letnega poročila, že zamenjalo in bo torej do takih razkritij ravnodušno. Zato je pri prebiranju letnega poročila pomembno, da sedanji in možni lastniki vedno ohranijo tudi neko mero previdnosti (Fridson, 1991, str. 19-21).

Finančni strokovnjaki uvrščajo letno poročilo med najbolj uporabne vire informacij. Za odločanje o potencialnih naložbah se jim zdita najpomembnejša kakovost posloводства in dolgoročna pričakovanja. Opozarjajo, da so pri večini podjetij najbolj pomanjkljive informacije o naložbah, poslovanju panoge v okviru narodnega gospodarstva, o dolgoročnih predvidevanjih, kakovosti zaposlenih ter najpomembnejših proizvodih, storitvah in dejavnostih podjetja.

### **3.3.2. Posojilodajalci**

Dolgoročne posojilodajalce zanima zlasti sposobnost podjetja za redno odplačevanje posojil in v zvezi s tem dolgoročna donosnost sredstev, finančni položaj in kakovost uprave. Kratkoročni posojilodajalci ter kratkoročni komercialni in drugi upniki podjetja pa želijo biti seznanjeni zlasti s sprotno plačilno sposobnostjo in finančnim položajem podjetja (Slovenski računovodski standardi, 2002, str. 227). V ta namen banke izdelujejo bonitetna poročila, pri katerih so jim v veliko pomoč letna poročila podjetij. Ker pa za izčrpno oceno bonitete podjetja podatki v letnih poročilih običajno niso dovolj razčlenjeni, morajo podjetja priskrbeti posojilodajalcem dodatne informacije. Še posebej velja to za kratkoročno kreditiranje, kjer podatki na letnem nivoju, kot so objavljeni v letnem poročilu družbe, ne zadoščajo.

Bolj kot je izčrpno letno poročilo, lažje si posojilodajalci ustvarijo pravo sliko o podjetju. Če gre za dobro podjetje, se to odrazi v ugodni bonitetni oceni, na ta način pa podjetje pridobi cenejše vire financiranja, saj pomeni za posojilodajalca manjše tveganje. Podjetja, ki objavljajo v letnih poročilih le skromen obseg informacij in slabo razčlenjene bilančne podatke, lahko tako nevede ustvarjajo vtis, da prikrivajo slabe strani svojega poslovanja, to pa pomeni za posojilodajalce večje tveganje in posledično višjo obrestno mero pri posojilih.

### 3.3.3. Zaposleni

Zaposleni so pogosto v velikem deležu tudi delničarji oziroma lastniki podjetja. To še posebej velja za Slovenijo in podobne države, kjer udeležba zaposlenih v lastništvu podjetja izvira iz načina preoblikovanja družbenega in državnega v privatno premoženje.

Ne glede na to, ali so zaposleni tudi lastniki podjetja ali ne, so zanje posebej zanimive informacije o čisti dobičkonosnosti poslovanja podjetja ter stopnji udeležbe zaposlenih v dobičku, s tem pa možnosti njihovih zaslužkov in socialnih prejemkov v bodoče. Zanimajo pa jih tudi informacije o dolgoročnih možnostih za zaposlovanje in o kakovosti uprave (Slovenski računovodski standardi, 2002, str. 227). Zaposleni in njihovi predstavniki potrebujejo informacije, na podlagi katerih lahko ocenijo, kako zanesljiva je njihova zaposlitev, informacije o podjetju pa so v pomoč tudi sindikatom pri kolektivnih pogajanjih

Zaposleni se zanimajo za poslovne izide podjetja, za možnosti njegovega bodočega razvoja in za njegovo odgovornost do skupnosti, v kateri deluje. Z letnim poročilom podjetje svoje zaposlene lahko motivira, saj jim sporoča, kako potrebuje in ceni njihov delovni prispevek, podaja pa tudi informacije o delovnih razmerah, na primer o zdravstvenem in socialnem varstvu zaposlenih, o njihovem izobraževanju in podobno. Iz letnega poročila lahko zaposleni razberejo veliko o vodstvu podjetja, s katerim imajo navadno le malo stikov. Vodstvo običajno nekatere informacije v letnem poročilu zamolči, druge pa bolj poudari, zato lahko izbira informacij in način njihovega posredovanja pove zaposlenim o odgovornih v podjetju zelo veliko.

Včasih je pri pripravljalcih letnih poročil prisotno mišljenje, da zaposleni v poročilih pričakujejo drugačne informacije kot ostali uporabniki ter da vsi zaposleni pogosto niso sposobni razumeti zahtevnega letnega poročila. Tako razmišljanje se je izkazalo za napačno, saj mora biti dobro pripravljeno letno poročilo razumljivo tako zaposlenim kot finančnim strokovnjakom.

Način razpošiljanja letnih poročil zaposlenim se razlikuje od podjetja do podjetja. V nekaterih podjetjih dobi vsak zaposleni svoj izvod letnega poročila, drugod razpošiljajo letna poročila po oddelkih, spet drugod pa omogočijo dostop do podatkov v letnih poročilih le zaposlenim, ki so hkrati tudi delničarji podjetja. Način omogočanja dostopa do informacij v letnih poročilih je v veliki meri odvisen od odnosa vodstva podjetja do zaposlenih.

Letno poročilo je tudi učinkovito sredstvo pri iskanju novih kadrov, čeprav temu ni neposredno namenjeno. Iskalci zaposlitve ocenjujejo morebitnega bodočega delodajalca tudi glede na njegovo kulturo in vodstveni slog, podatke o tem pa lahko razberejo iz letnega poročila. Še posebej so informacije iz letnega poročila zanimive

pri zaposlovanju vodstvenega kadra. Kandidati želijo spoznati področja poslovanja, uspešnost poslovanja ter finančno stanje, prednosti in šibke točke podjetja. Predvsem za ameriška podjetja je značilno, da svoja letna poročila redno pošiljajo šolam in fakultetam kot del programa za pridobivanje novih kadrov (Vezjak, 1998a, str. 36-38).

### **3.3.4. Poslovna javnost**

Dobavitelje, ki podjetju nudijo dolgoročne blagovne kredite, zanimajo predvsem podatki o dolgoročni donosnosti sredstev in kakovosti uprave (Slovenski računovodski standardi, 2002, str. 227). Iz letnih poročil morebitnih novih strank poskušajo dobavitelji razbrati, če so denarni tokovi ter tržne in splošne finančne razmere v teh podjetjih zadostni za predvideni obseg poslovanja. Tako jih zanima, ali ima posamezno podjetje dovolj velik obseg proizvodnje in prodaje, da je kreditno sposobno, zanimajo pa jih tudi načrtovani novi projekti, iz česar poskušajo predvideti obseg povpraševanja v prihodnje. Dobavitelji v letnem poročilu dobijo informacije o finančnem položaju in uspešnosti poslovanja podjetja ter spoznavajo načrte in poslovne usmeritve svojih odjemalcev, iz česar lahko sklepajo o prihodnjih potrebah po njihovih proizvodih, na ta način pa lahko tudi najdejo nove poslovne priložnosti.

Za dobavitelje so koristne informacije o povezavah z velikimi mednarodnimi proizvajalci, združevanju ali skupnih naložbah. Običajno podjetje v letnem poročilu razkrije tudi informacije o uspešnosti poslovanja in finančnem položaju povezanih družb, o njihovih proizvodjalnih programih in načinu vodenja. Vse te informacije lahko dobaviteljem koristijo pri izbiri novih poslovnih partnerjev (Vezjak, 1998a, str. 40).

Podjetja običajno že sama pošiljajo letna poročila najpomembnejšim kupcem. Stalne kupce zanimajo zlasti dolgoročna donosnost sredstev in s tem možnost ohranjanja ustaljenega poslovanja, finančni položaj ter kakovost uprave (Slovenski računovodski standardi, 2002, str. 227). Za kupce zanimivi podatki v letnih poročilih so tudi starost podjetja ter kakšne so njegove izkušnje na področju delovanja. Poudarjanje tradicije je v letnih poročilih potrebno, pri tem pa morajo sestavljalci poročil paziti, da se podjetje ne prikaže kot neinovativno.

Za kupce so zanimive tudi informacije o tržnem položaju podjetja, dodani vrednosti, ki jo ustvarja podjetje samo, njegovih vrednotah, kulturi, načinu poslovanja in podobno, skratka o vsem, kar podjetja pozitivno razločuje od njegovih tekmecev. Stranke želijo tudi vedeti, kako dobro pozna podjetje svoje poslovne slabosti in na kakšen način jih skuša odpraviti.

Podjetje mora slediti razvoju tehnologije. V svojem letnem poročilu zato kupcem predstavi najnovejše dosežke na znanstvenem in tehnološkem področju. Koristno je,



da podjetje omeni dosežena mednarodna priznanja za kakovost in poenotenje z mednarodnimi standardi. Na ta način kupcu svojih proizvodov omogoča tehnološko visoko razvite proizvode, ki so kompatibilni s proizvodi drugih mednarodnih podjetij. Kupce mora podjetje v letnem poročilu seznaniti tudi s svojimi proizvodjalnimi programi. Obveščati jih mora o opuščanju in nadomeščanju programov, saj jim na ta način zagotavlja možnost nakupa delov za zamenjavo pri sestavljenih proizvodih. Podjetje pa lahko kupce seznaniti tudi s konkurenčnimi cenami, zmožnostjo, da je edini dobavitelj, s kakovostjo, ki jo dosega, in podobnim (Vezjak, 1998a, str. 39-40).

Za tekmece je računovodsko informiranje zanimivo iz dveh nasprotujočih si razlogov, in sicer, da bi ugotovili, kolikšna je verjetnost, da sami kupijo podjetje, ali pa obratno, kolikšna je verjetnost, da podjetje kupi njih. Zato jih zanimajo predvsem čista dobičkonosnost, finančni položaj in kakovost uprave (Slovenski računovodski standardi, 2002, str. 227). Zanimajo jih tudi podatki o tržnih deležih podjetja in inovacijski dejavnosti. Letno poročilo ne more biti poslovna tajnost in letna poročila uglednih podjetij bodo tekmeci tudi z lahkoto pridobili. Zanje je letno poročilo pomembno z vidika vrednotenja njihovega položaja, ravno tako pa so podatki o konkurenčnih podjetjih pomembni za podjetje, ki letno poročilo pripravlja. Zato bi bilo za podjetja koristno, da bi s tekmeci na tem področju sodelovala in si z njimi izmenjala letna poročila, kar bi morda lahko pomenilo tudi začetek sodelovanja na drugih področjih.

### **3.3.5. Država in širša javnost**

Država sama, lokalne oblasti in njihovi organi lahko do podjetja nastopajo kot posojilodajalci ali kupci, obdavčitev dobička pa zahteva tudi razkritje določenih finančnih informacij. Poleg tega želijo državne in lokalne oblasti iz letnih poročil pridobiti predvsem informacije o razmeščenosti dejavnikov in zaposlenih v podjetju, zanimajo pa jih še podatki o uživanju posebnih pravic zaradi monopolnega položaja ali naravne rente, kar je povezano z uvajanjem dajatev (Slovenski računovodski standardi, 2002, str. 227). Organi vlade uporabljajo računovodske informacije iz letnih poročil tudi pri odločanju o zahtevah po zviševanju nadzorovanih cen.

Letno poročilo je javno, zato mora podjetje omogočiti vpogled vsakomur, ki to želi. Zanimanje javnosti kot uporabnice letnih poročil je usmerjeno predvsem v donosnost poslovanja podjetja in njegov finančni položaj. Letna poročila se pogosto uporabljajo kot vir informacij v raznih raziskavah, zato imajo v njih predstavljeni podatki dolgotrajen vpliv.

Javnost, predvsem v kraju, kjer je podjetje locirano, želi preko njegovega informiranja pridobivati podatke o ogrožanju človekovega okolja in načinih ukrepanja, da se ogrožanje omeji ali prepreči. Zato lahko podjetje s predstavitvijo proizvodnje

okolju prijaznih ali varovanju okolja namenjenih proizvodov ter prizadevanj za zmanjšanje onesnaževanja okolja ali recikliranje materiala občutno pripomore k izboljšanju svoje javne podobe. Krajanje zanima tudi, kakšne so ekonomske in finančne zmožnosti podjetja za pomoč pri reševanju krajevnih problemov in problemov v zvezi z zaposlovanjem. V letnem poročilu lahko podjetje predstavi svoje dobrodelne, politične in druge prispevke ter sponzoriranje na področju izobraževanja, zaposlovanja, znanosti, zdravstva, kulture in športa. Še posebno je pomemben odnos do krajevne skupnosti, če je podjetje pomemben delodajalec v kraju svojega delovanja, saj se lahko pričakuje, da bo veliko krajanov prebralo njegovo letno poročilo, čeprav niso delničarji ali zaposleni v podjetju (Vezjak, 1998a, str. 38).

### **3.4. URAVNOTEŽENOST KORISTI IN STROŠKOV LETNEGA POROČILA**

Večina podjetij poleg z zakoni in drugimi predpisi določenih sestavin v svoje letno poročilo vključijo tudi dodatne informacije, za katere oceni, da so za uporabnike poročil zanimive. Prav tako skoraj ne najdemo več letnih poročil, ki ne bi vsebovala fotografij, grafov in ostale likovne opreme. Vse to povzroča pri izdelavi poročila dodatne stroške, ki pa so potrata denarja, če letno poročilo zaradi dodatnih informacij in izgleda ni pri uporabnikih bolje sprejeto.

Pri pripravi letnega poročila morajo zato odgovorni paziti predvsem na naslednje:

- da bo poročilo že na prvi pogled vzbudilo vtis, da je zanimivo, da ga je vredno pregledati, da ni dolgočasno ali zastavljeno preveč strokovno,
- da poročilo omogoča razumevanje podjetja, njegovega poslovanja in rezultatov; če iz imena podjetja ni mogoče razbrati, s čim se ukvarja, je skoraj nujno, da se podatki o dejavnosti podjetja razkrijejo že na začetku poročila,
- da so primerno pojasnjene dejavnosti v okviru njegovega poslovanja in da so torej jasno predstavljena tudi odvisna podjetja z različnimi dejavnostmi, če jih podjetje ima (Arfin, 1993, str. 202).

### **3.5. ČAS ZA PRIPRAVO LETNEGA POROČILA**

Priprava letnega poročila zahteva mnogo časa, zato je pomembno, da se je podjetje loti dovolj zgodaj. Priporočljivo je, da se začnejo zbirati informacije že vsaj dva meseca pred zaključkom poslovnega leta, saj na ta način ključne vodilne osebe niso pod časovnim pritiskom, lažje pa se zagotovita tudi kakovost in nadzor nad stroški pri pripravi letnega poročila. Kadar je časa za pripravo letnega poročila premalo, se kaj lahko zgodi, da bo poročilo omejeno le na najnujnejša dejstva, s tem pa za podjetje izgubi vrednost enega najpomembnejših komunikacijskih orodij.

Začetek priprave letnega poročila še pred koncem poslovnega leta je pomemben tudi zato, da se vodstvo pritegne na začetni stopnji zasnove poročila, ko se je potrebno dogovoriti o ključnih sporočilih v poročilu. Na kasnejših stopnjah projekta izdelave letnega poročila običajno vodstvo podjetja manj sodeluje (Vezjak, 1998a, str. 44-47).

### **3.6. ODGOVORNOST ZA PRIPRAVO LETNEGA POROČILA**

Za resnično in pošteno poročanje zunanjim uporabnikom je odgovorno poslovodstvo podjetja. Oblika računovodskih izkazov za zunanje poročanje je določena z Zakonom o gospodarskih družbah, Slovenski računovodski standardi pa to obliko še dopolnjujejo (Horvat, 2001a, str. 65-68).

Priprava letnega poročila je velik in zahteven projekt, zato je prav, da se v podjetju določi za to odgovorno osebo. Gotovo je najpreprosteje, če vsak direktor ali vodja sektorja pripravi poročilo o poslovanju svoje organizacijske enote, nato pa se njihova poročila zberejo in objavijo. Vendar pa bo takšno poročilo monotono, polno odvečnih in ponavljajočih se informacij, za uporabnika pa vse prej kot privlačno. Če pa se poslovne dejavnosti združijo v logične sestave, odvisne od vrste poslovanja in sporočil, ki jih želijo posredovati, postane razumevanje poslovanja podjetja za zunanjega uporabnika letnega poročila mnogo lažje. Tako se lahko podjetje odloči za predstavitev po posameznih področjih poslovanja, vrstah proizvodov, zemljepisnih območjih in podobno, pomembno pa je, da se na ta način predstavijo značilnosti poslovanja iz različnih zornih kotov.

Najbolje je, če je oseba, odgovorna za pripravo letnega poročila, nekdo iz analitske, računovodske oziroma nadzorne službe, zunanji ali notranji propagandist ali poslovodja. Ni dobro, če poročilo napiše le eden od omenjenih, ker običajno tako poudarjeno predstavi svoje področje in zanemari druga. Poročilo mora biti zmes analitično - statističnih, poslovnih in promocijskih vidikov.

Za pripravo kakovostnega letnega poročila je zato najbolje, da podjetje izbere projektni pristop in za vodjo projekta izbere zaposlenega na dovolj visokem položaju. To je pomembno zato, da lahko odgovorni z vodstvom sodeluje na enakopravnih temeljih, da razume cilje izdelave letnega poročila in izbere primerne poti za njihovo doseg (Horvat, 2000a, str. 45).

## **3.7. ZAKONSKA PODLAGA IN PRIPOROČILA PRI OBLIKOVANJU LETNEGA POROČILA GOSPODARSKE DRUŽBE V SLOVENIJI**

### **3.7.1. Resničnost in poštenost poročanja**

Zakonsko podlago sestavljanja letnih poročil v Sloveniji predstavljajo Zakon o gospodarskih družbah v 7. poglavju, Zakon o trgu vrednostnih papirjev, Sklep o podrobnejši vsebini prospekta, izvlečka prospekta in javnega poziva za vpis in vplačilo vrednostnih papirjev, ki ga je izdala Agencija za trg vrednostnih papirjev in Slovenski računovodski standardi.

Temeljna zahteva pri sestavljanju letnega poročila je resničen in pošten prikaz stanja premoženja in poslovnega izida gospodarske družbe. V Evropski uniji je bila zahteva po resničnem in poštenem poročanju uvedena s četrto smernico<sup>12</sup>, ki je vsebinsko povzeta tudi v noveli Zakona o gospodarskih družbah. Pomembnejša razkritja, ki jih zahteva četrta smernica Evropske unije so:

- opis pomembnejših računovodskih usmeritev,
- predstavitev povezanih podjetij, v katerih ima matično podjetje vsaj 20% lastniški delež,
- podrobnosti o spremembah delniškega kapitala in število delnic posameznih izdaj,
- podrobnosti o dolgoročnih obveznostih in obveznostih iz vrednostnih papirjev,
- navedba zunajbilančnih obveznosti, če je to pomembno za presojo finančnega položaja podjetja,
- informacije o prodaji po proizvodnih skupinah in zemljepisnih območjih; te informacije je dovoljeno izpustiti, če bi bilo njihovo razkritje škodljivo za dejavnost podjetja,
- povprečno število zaposlenih in skupni stroški dela – na primer plače, izdatki za socialno varnost in pokojninske obveznosti po kategorijah zaposlenih,
- predujmi, posojila in obresti članom upravnih, poslovnih in nadzornih organov,
- razlika med zaračunanimi davčnimi stroški ter plačanimi ali v plačilo zapadlimi obveznostmi, če je to pomembno za bodoče davčne stroške (Četrta smernica sveta evropskih skupnosti, 1998, str. 28-30).

Finančno poročanje naj bi zagotavljalo informacije, ki jih sedanji in potencialni investitorji, posojilodajalci in drugi potrebujejo za racionalno odločanje ter za oceno

---

<sup>12</sup> Četrta smernica opredeljuje pravila vrednotenja, oblike računovodskih izkazov in zahteve po razkritjih. Smernica predstavlja le okvir, ki je dan državam članicam Evropske unije, vsaka posamezna država članica Evropske unije pa lahko od podjetij zahteva razkritje dodatnih informacij ali opis okoliščin, zaradi katerih je bil potreben odmik od določenih predpisov. Četrta smernica Evropske unije vzpodbuja katerakoli razkritja, ki so potrebna za prikaz resnične in poštene slike ne glede na to, ali se nanašajo na same računovodske izkaze ali na pojasnila k njim.

negotovosti, velikosti in časovne razporeditve prihodnjih denarnih tokov od dividend ali obresti ter prihodkov od prodaje ali odplačil dolgov (Lev, Zarowin, 1999, str. 353). Na splošno velja, da mora podjetje razkriti vse podatke, ki razumni osebi omogočajo, da si pravilno razloži finančno poročilo podjetja. V nekaterih primerih so to lahko tudi informacije, ki imajo negativen vpliv na poslovanje podjetja. Tako je na primer podjetje dolžno razkriti podatke o tožbah s strani strank, ki so se poškodovale z njegovimi proizvodi. Vodstvo podjetja mora v vsakem primeru zagotoviti zadostno informiranost uporabnikov računovodskih izkazov.

Po drugi strani pa podjetje ni dolžno razkrivati podatkov, ki so nepomembni ali pa nimajo neposrednega finančnega vpliva na poslovanje podjetja. Tak primer so na primer podatki o odstopu, odpustitvi ali smrti koga izmed članov uprave. Pogosto pa podjetja prostovoljno razkrijejo tudi take podatke, saj na ta način poizkušajo utrditi zaupanje investitorjev (Meigs, Meigs, Meigs, 1995, str. 169).

Za računovodske izkaze je v prvi vrsti odgovorno poslovodstvo podjetja, vendar pa ima v procesu računovodskega poročanja pomembno vlogo tudi revizija. To je sistematičen proces objektivnega zbiranja in vrednotenja dokazov v zvezi z izjavami o ekonomskih aktivnostih in dogodkih z namenom zagotavljanja skladnosti teh izjav z uveljavljenimi kriteriji in sporočanja rezultatov zainteresiranim uporabnikom. Uporabniki računovodskih poročil pričakujejo, da se z revizijo zagotovi tehnična ustreznost, poštenost, neodvisnost in objektivnost poročanja. Uporabniki od revizorjev prav tako pričakujejo, da bodo odkrili morebitne namerne ali nenamerna stvarne napake ter da bodo preprečili objavo zavajajočih računovodskih izkazov. Tako ima revizija po eni strani nadzorno, po drugi pa tudi sporočilno vlogo (O'Reilly et al., 1990, str. 4-7).

Poslovodstva velikih matičnih podjetij z velikim številom delničarjev želijo prikazati, da so storila vse potrebno, torej pridobila pozitivno mnenje revizorja in razkrila tudi dodatne informacije, da bi v računovodskih izkazih zagotovila resnično in pošteno sliko poslovanja. V nasprotnem primeru se največkrat izkaže, da je škoda zaradi neresničnega ali nepoštenega poročanja, ki jo podjetje utrpi, ko neresničnost in nepoštenost poročanja prideta na dan, veliko večja, kot so morebitni pozitivni trenutni učinki prikrivanja informacij.

V Sloveniji se je pri pripravi zakonskih predpisov in računovodskih standardov upoštevala četrta smernica Evropske unije, ki v 2. členu predpisuje obveznost resničnega in poštenega poročanja. Novi Zakon o gospodarskih družbah v 1. točki 57. člena predpisuje, da mora letno poročilo izkazovati resničen in pošten prikaz premoženja in obveznosti družbe, njenega finančnega položaja ter poslovnega izida (Zakon o gospodarskih družbah, 2002). Po Slovenskih računovodskih standardih pomeni resnično in pošteno računovodsko informiranje sporočanje zanesljivih in preverjenih dejstev v celoti, pa tudi vseh smotrnih obvestil in razlag brez kakršnihkoli

vneprejšnjih mnenj in predsodkov, vendar z vsemi potrebnimi razkritji in brez vsakršnega namena, da bi kakega uporabnika zavedli v kakršenkoli dvom ali zmoto. Vloga revizije po Slovenskih računovodskih standardih pa je v kasnejšem presojanju poštenosti in resničnosti računovodskih podatkov, zlasti v letni bilanci stanja, izkazu poslovnega izida in drugih računovodskih izkazih. Revidiranje letnih računovodskih izkazov, na katere se pri svojih odločitvah opirajo lastniki podjetij in njihovi zunanji uporabniki, prispeva predvsem k zanesljivosti teh izkazov (Slovenski računovodski standardi, 2002, str. 204-205, 226).

### **3.7.2. Zakon o gospodarskih družbah**

Junija 2001 je začel veljati novi Zakon o gospodarskih družbah. Vsebina poslovnega poročila in celotnega letnega poročila, ki ga določa novela zakona, je povzeta po četrti smernici Evropske unije, ki govori o letnih poročilih. Ker pa je celotna četrta smernica Evropske unije skupaj s sedmo smernico, ki govori o konsolidiranih računovodskih izkazih, trenutno v temeljiti prenovi, lahko tudi v Sloveniji v prihodnjih letih kljub noveli zakona pričakujemo še nekaj sprememb v zvezi z obvezno vsebino letnega poročila (Horvat, 2002c, str. 18).

Družbe morajo voditi poslovne knjige ter sestaviti letne računovodske izkaze v skladu z določbami 50. do 66. člena Zakona o gospodarskih družbah in drugimi predpisi, pri tem pa morajo upoštevati podrobnejša pravila o računovodenju, ki jih določajo Slovenski računovodski standardi. Letna poročila velikih in srednje velikih družb in družb, katerih vrednostni papirji kotirajo na borzi, mora najkasneje v šestih mesecih po preteku poslovnega leta pregledati samostojna revizijska hiša. Uprava mora revidirano letno poročilo predložiti organu družbe, pristojnemu za sprejem tega poročila, skupaj z revizijskim poročilom najkasneje v osmih dneh po prejemu revizijskega poročila. Letna poročila je treba zaradi javne objave skupaj z revizorjevim mnenjem v osmih mesecih po koncu poslovnega leta predložiti organizaciji, pooblaščenim za obdelovanje in objavljanje podatkov<sup>13</sup>.

Novela Zakona o gospodarskih družbah v povezavi z novostmi o javni objavi računovodskih izkazov prinaša štiri zaporedne stopnje izdelave računovodskih izkazov zaradi novih pristojnosti uprave, nadzornega sveta in skupščine. Prva stopnja se začne, ko računovodja konča računovodske izkaze in ugotovi poslovni izid, ki je enak poslovnemu izidu v sekciji kapitala v bilanci stanja. Na drugi stopnji mora uprava družbe razdeliti poslovni izid med različne rezerve, ki jih določa novela zakona, in sicer za kritje prenesene izgube, oblikovanje zakonskih rezerv, oblikovanje rezerv za lastne deleže, oblikovanje statusnih rezerv in oblikovanje

---

<sup>13</sup> Vse časovne določbe smiselno veljajo tudi za objavo konsolidiranih letnih poročil za družbe, ki so zavezane h konsolidaciji izkazov.

morebitnih drugih rezerv. Po razdelitvi poslovnega izida med različne rezerve poslovni izid ne bo več enak poslovnemu izidu v sekciji kapitala v bilanci stanja, kar se pokaže tudi v izkazu gibanja kapitala. Na podlagi revizijskega poročila računovodskih izkazov druge stopnje nadzorni svet sprejme računovodske izkaze in letno poročilo. Tudi posledice odločitev nadzornega sveta v zvezi s poslovnim izidom se pokažejo na računovodskih izkazih, pri čemer nastanejo izkazi tretje stopnje. Do računovodskih izkazov četrte stopnje pa pripelje razporejanje bilančnega dobička, ki se po odločitvi skupščine razporedi med delničarje, med druge rezerve, prenese v naslednje leto ali razporedi za druge namene. Ravno tako skupščina odloča o poravnavanju morebitne bilančne izgube (Horvat, 2001b, str. 18).

Letno poročilo velikih in srednjih družb ter družb, s katerih vrednostnimi papirji se trguje na organiziranem trgu, po Zakonu o gospodarskih družbah sestavljajo:

- bilanca stanja, ki prikazuje stanje sredstev in obveznosti do virov sredstev ob koncu poslovnega leta,
- izkaz poslovnega izida, ki prikazuje prihodke, odhodke in poslovni izid v poslovnem letu,
- izkaz finančnega izida, ki prikazuje gibanje prejemkov in izdatkov ali pritokov in odtokov v poslovnem letu ter pojasnjuje spremembe v stanju denarnih sredstev,
- izkaz gibanja kapitala, ki prikazuje gibanje posameznih sestavin kapitala v poslovnem letu, vključno z uporabo čistega dobička in pokrivanjem izgube,
- priloge s pojasnili k izkazom,
- poslovno poročilo.

V poslovnem poročilu mora biti opravljen najmanj pošten prikaz razvoja poslovanja in položaja družbe, prikazovati pa mora tudi:

- pomembne poslovne dogodke, ki so nastopili po koncu poslovnega leta,
- pričakovani razvoj družbe,
- aktivnosti družbe na področju raziskav in razvoja,
- podružnice družbe ter
- aktivnosti podružnic družbe v tujini (Zakon o gospodarskih družbah, 2002).

Zakon pa ne predpisuje podrobnejše vsebine pojasnil v poslovnem poročilu, tako da lahko znotraj obveznih sestavin letnega poročila govorimo o prostovoljnem razkrivanju. Podjetja lahko namreč sama presodijo, kaj pomeni pošten prikaz razvoja poslovanja in položaja družbe, kateri so pomembni poslovni dogodki po koncu poslovnega leta, kako obsežno opisati pričakovani razvoj oziroma načrte družbe, aktivnosti na področju raziskovanja in razvijanja ter aktivnosti podružnic v tujini. Poslovno poročilo v najširšem smislu vsebuje različne analize preteklih dogajanj in stanj ter predvidevanj pri poslovanju. Analize preteklih dogajanj in stanj lahko temeljijo na računovodskih podatkih iz računovodskih izkazov, lahko pa posegajo tudi na področje trženja, proizvodjanja, financiranja, kadrovske problematike, ravnanja z

okoljem, družbene dejavnosti in podobno. S tem posežemo tudi na področje prostovoljnih in neračunovodskih razkritij oziroma v celovito poslovno poročanje. Obseg navedb v poslovnem poročilu in navedenih podrobnosti je odvisen od namena, ki ga podjetje želi s takšnim poročilom doseči, ter od interesnih skupin podjetja (Vezjak, 2003, str. 25-43).

Temeljna novost v računovodskem delu letnega poročila po Zakonu o gospodarskih družbah so priloge s pojasnili, ki za podjetja pomenijo precej več javnega razkrivanja informacij kot doslej. Te podatke je potrebno prikazati v prilogi poleg tistih podatkov oziroma razkritij k računovodskim izkazom, ki jih predpisujejo Slovenski računovodski standardi (Horvat, 2002b, str. 23). 65. člen Zakona o gospodarskih družbah predpisuje, da mora priloga k računovodskim izkazom vsebovati tudi podatke o:

- metodah, uporabljenih za vrednotenje posameznih postavk in izračun odpisov vrednosti, ter njihovem vplivu na poslovni izid,
- družbah, v katerih ima družba neposredno ali prek osebe, ki deluje za njen račun, vsaj 20% lastniški delež,
- družbah, katerih družbenik je družba in za katerih obveznosti neomejeno odgovarja,
- višini odobrenega kapitala in delnicah, izdanih za odobreni kapital oziroma na podlagi pogojnega povečanja kapitala,
- lastnih deležih družbe,
- razredih delnic družbe,
- izdanih vrednostnih papirjih, ki dajejo imetniku pravico do udeležbe v dobičku družbe oziroma pravico do nakupa ali zamenjave za delnice družbe,
- drugih rezervacijah, če je njihov obseg pomembnejši,
- obveznostih z rokom dospelosti nad pet let ali zavarovanih s stvarnim jamstvom,
- finančnih obveznostih, ki niso prikazane v bilanci stanja,
- razčlenjenosti čistih prihodkov od prodaje po posameznih področjih poslovanja družbe oziroma po posameznih zemljepisnih trgih,
- zaposlenih,
- stroških plač in socialnih zavarovanj v primeru uporabe angloameriške različice cenitve izkaza poslovnega izida,
- prejemkih, predujmih in posojilih ter danih poroštvih za člane uprave, nadzornega sveta in zaposlene na podlagi pogodb, za katere ne velja tarifni del kolektivne pogodbe,
- obvladujoči družbi, ki sestavlja konsolidirano letno poročilo za najširši ter za najožji krog družb v skupini (Zakon o gospodarskih družbah, 2002).

Objavljeni računovodski izkazi in pojasnila k njim naj bi zajemali vse vrste informacij o podjetju, ki so dovolj pomembne, da vplivajo na odločitve obveščenih in preudarnih uporabnikov računovodskih izkazov. Poleg Zakona o gospodarskih družbah predpisujejo dodatna obvezna razkritja še Slovenski računovodski standardi. Podjetje



pa lahko v svoje letno poročilo vključi še druga, neobvezna oziroma prostovoljna razkritja, če meni, da jih uporabniki letnih poročil potrebujejo in pričakujejo ter da bo podjetju dodatno razkrivanje informacij o poslovanju koristilo (Vezjak, 2002a, str. 29-48).

### **3.7.3. Zakon o trgu vrednostnih papirjev ter Sklep o podrobnejši vsebini prospekta, izvlečka prospekta in javnega poziva za vpis in vplačilo vrednostnih papirjev**

Ko so vrednostni papirji prvič dostopni javnosti, pa naj bo to njihova izdaja ali pa sekundarne transakcije - na primer uvrstitve vrednostnih papirjev na borzni trg, mora izdajatelj vrednostnih papirjev pripraviti prospekt (Sluga, 1998, str. 181). Vsebino in način objave prospekta za javno ponudbo, organizirano trgovanje in borzno kotacijo vrednostnih papirjev določa Sklep o podrobnejši vsebini prospekta, izvlečka prospekta in javnega poziva za vpis in vplačilo vrednostnih papirjev, ki ga je izdala Agencija za trg vrednostnih papirjev. Po Zakonu o trgu vrednostnih papirjev je prospekt pisni dokument, v katerem so podatki, ki kupcu vrednostnih papirjev omogočajo vpogled v pravni položaj izdajatelja, njegov finančni položaj, poslovne možnosti in pravice, ki izhajajo iz vrednostnega papirja. Namen prospekta je predstaviti točne, popolne, resnične in nezavezujoče podatke o izdajatelju vrednostnega papirja, njegovem kapitalu, poslovanju, morebitnih motnjah v poslovanju, načrtih, finančnih izkazih ter o samem vrednostnem papirju. S pomočjo teh podatkov si osebe, ki jih zanima nakup vrednostnega papirja, lahko same ustvarijo sliko o izdajatelju oziroma družbi in vrednostnem papirju, ki ga ta ponuja (Macur, 1994, str. 71-72).

Vsebina prospekta je razdeljena na šest poglavij in vsebuje:

- podatke o delnicah,
- splošne informacije o izdajatelju,
- opis izdajateljevega poslovanja in premoženja,
- opis razvojne politike izdajatelja,
- podatke o organih upravljanja in
- podatke o osebah, odgovornih za izdajo prospekta (Sklep..., 2000).

### **3.7.4. Pravila Ljubljanske borze, d.d., Ljubljana**

Za izdajatelje vrednostnih papirjev v kotaciji na Ljubljanski borzi veljajo stroga pravila o obveščanju in poročanju. Izdajatelj, katerega vrednostni papirji so uvrščeni v borzno kotacijo, je obvezan v dveh mesecih po preteku poslovnega leta borzi predložiti in javno objaviti nerevidirane nekonsolidirane računovodske izkaze, v treh mesecih po preteku poslovnega leta pa tudi nerevidirane konsolidirane računovodske

izkaze. Največ pet mesecev po preteku poslovnega leta mora izdajatelj, katerega vrednostni papirji so uvrščeni v borzno kotacijo, objaviti povzetek revidiranega letnega nekonsolidiranega in konsolidiranega poročila. Javna objava mora vsebovati:

- navedbo, da gre za javno objavo skladno z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev in Pravili Ljubljanske borze d.d.,
- firmo in sedež javne družbe,
- navedbo podatkov o opravljeni reviziji, in sicer
  - bilanco stanja, izkaz poslovnega izida, izkaz finančnega izida in izkaz gibanja kapitala za zadnji dve poslovni leti,
  - navedbo o predložitvi in dostopnosti revidiranega letnega poročila,
- pojasnila, ki vključujejo najmanj:
  - pojasnila in analizo uprave (zlasti spremembe v upravi, nadzornem svetu, reviziji, glavni dejavnosti, lastništvu, finančnem položaju podjetja, pričakovanja v prihodnosti, načrti, komentar negotovih dogodkov, ki bi bili lahko pomembni za uporabnika),
  - pojasnila postavk računovodskih izkazov,
  - pojasnila poslovanja glede na plan,
  - pomembne dogodke, ki so se zgodili po obračunskem obdobju in še niso izkazani v računovodskih izkazih,
  - podatke o odobrenem kapitalu,
  - podatke o pogojnem povečanju osnovnega kapitala,
  - podatke o izplačanih dividendah v tekočem in preteklem letu,
  - kazalnik čisti dobiček na delnico z navedbo metode izračuna,
  - kazalnik knjigovodska vrednost delnice z metodo izračuna,
  - podatke o skladu lastnih delnic,
  - podatke o desetih največjih delničarjih,
  - podatke o številu vrednostnih papirjev izdajatelja posameznih članov uprave in nadzornega sveta,
- morebitno navedbo družb, vključenih v konsolidacijo.

Na enak način mora izdajatelj vrednostnih papirjev, ki so uvrščeni v borzno kotacijo, objaviti tudi polletno poročilo, in sicer v dveh mesecih po končanem polletnem obračunskem obdobju. Po novem pa Ljubljanska borza zahteva tudi medletno poročanje, ki zajema podatke o poslovanju za prve tri ter za prvih devet mesecev poslovnega leta (Pravila borze, 2002, str. 12-16).

### **3.7.5. Slovenski računovodski standardi**

V uvodu k Slovenskim računovodskim standardom je zapisano, da so priprave računovodskih izkazov zasnovane na temeljnih računovodskih predpostavkah upoštevanja nastanka poslovnih dogodkov, upoštevanja časovne neomejenosti delovanja ter upoštevanja resnične in poštene predstavitev v razmerah spreminjanja vrednosti evra in posamičnih cen, izvzete so le razmere hiperinflacije. To pomeni, da

se poslovni dogodki pripoznajo, ko se pojavijo, in se o njih poroča v računovodskih izkazih obdobja, na katero se nanašajo. Računovodske izkaze je potrebno sestavljati, kot da bo podjetje nadaljevalo s svojim poslovanjem tudi v prihodnje, računovodski izkazi pa morajo tudi resnično in pošteno prikazovati spremembe cen in vrednosti evra. V splošnem delu Slovenski računovodski standardi podjetja podrobneje opominjajo na pravila in postopke, ki jih je potrebno upoštevati in uporabljati pri sestavljanju računovodskih izkazov, ki morajo biti predvsem razumljivi, ustrezni, zanesljivi in primerljivi (Slovenski računovodski standardi, 2002, str. 11-12).

Po SRS 30 (Računovodsko informiranje) sestavljajo računovodske izkaze kot celoto bilanca stanja, izkaz poslovnega izida, izkaz gibanja kapitala, izkaz finančnega izida ter razlagalna računovodska pojasnila. Oblika računovodskih izkazov je natančno določena s SRS 24 (Oblike bilance stanja za zunanje poslovno poročanje), SRS 25 (Oblike izkaza poslovnega izida za zunanje poslovno poročanje), SRS 26 (Oblike izkaza finančnega izida za zunanje poslovno poročanje) in SRS 27 (Oblike izkaza gibanja kapitala za zunanje poslovno poročanje).

Glede razkritij, ki jih predpisujejo Slovenski računovodski standardi, je podjetje dolžno v svojem notranjem aktu opredeliti pomembne zadeve, ki se v prilogi k izkazom v letnem poročilu pojasnjujejo<sup>14</sup>. Podjetje mora v takem aktu, na primer pravilniku o računovodstvu, opredeliti naravo in stopnjo pomembnosti, saj je sicer obseg predpisanih razkritij veliko večji, s tem pa so tudi stroški priprave letnega poročila bistveno večji od njegove koristi. Uporabniki letnih poročil ne želijo izredno obsežnih poročil z vrsto nadrobnih, a nepomembnih podatkov. Pričakujejo pa vse pomembne informacije, da se lahko odločajo v zvezi s podjetjem (Vežjak, 2002, str. 29-70).

## **4. LETNO POROČILO KOT VIR INFORMACIJ ZA BORZNO ANALIZO**

### **4.1. PRIPRAVA PODATKOV ZA LETNO POROČILO**

Najpomembnejša skupina uporabnikov letnih poročil so delničarji podjetja, posredno kot njihovi predstavniki pa tudi borzni analitiki, svetovalci in ostali finančni strokovnjaki. Običajno sestavljajo delničarji velike heterogene skupine ljudi s podobnimi interesi, kot jih ima katerakoli skupina ljudi, ki se sestavi glede na starost, izobrazbo in zemljepisno območje. Delničarji imajo lastniški interes, pa tudi interes

---

<sup>14</sup> Mednarodni računovodski standardi celo priporočajo določen vrstni red razkritij, tako da naj bi podjetje najprej podalo izjavo o skladnosti z računovodskimi standardi, nato razkrilo podlage za merjenje, podporne informacije za postavke posameznih računovodskih izkazov in zaključilo z drugimi razkritji, kamor sodijo možne obveznosti, obveze in druga denarno pa tudi nedenarno izražena razkritja (Horvat, 2001, str. 70-73).

kakor ga ima širša javnost. Če letno sporočilo zadovolji delničarjevo potrebo po informacijah, bo torej najverjetneje ustrezno tudi za ostale uporabnike.

Temeljne podatke in informacije v letnem poročilu zagotavljajo računovodski izkazi, poleg tega pa letno poročilo običajno vsebuje tudi podatke o pomembnejših dogodkih, prihodnjih projektih, gospodarskih in socialnih posledicah njegovega delovanja, raziskovalno - razvojnih aktivnostih, tržnem pristopu, vodstvu in zaposlenih, plačilu davčnih obveznosti, izplačilu dividend in podobno. Največkrat so v letnem poročilu tudi komentarji k dobičku iz poslovanja, k izidu iz financiranja in izrednim odhodkom ter prihodkom, prikazana je sestava kapitala in delitev dobička, razložene so potencialne obveznosti iz kapitala ter prikazano stanje premoženja, dodane pa so najrazličnejše statistične informacije in tudi poročilo pooblaščenega revizorja, ki potrjuje resničnost in poštenost prikazanih računovodskih izkazov (Chadwick, 1991, str. 169-171).

Pri pripravi računovodskih podatkov za letna poročila se največkrat uporablja tako imenovani "transakcijski pristop". To pomeni, da računovodje beležijo posamezne računovodske transakcije, ki imajo značilnost, da povzročijo takojšnjo spremembo v računovodskih izkazih ter da je njihov finančni učinek mogoče objektivno izmeriti. Take transakcije so na primer prodaja proizvodov ali storitev, plačilo računa dobavitelju in podobno. Pomembno za takšen pristop je, da je zanesljiv, saj zabeleži vsako transakcijo, poleg tega pa je tudi dovolj objektivna. Kljub temu pa se nekaterih dogodkov v podjetju na ta način ne da zabeležiti. Taki dogodki so na primer smrt člana uprave, pojav novega konkurenčnega proizvoda s strani tekmecev ali razvoj novega proizvoda v raziskovalnem oddelku. Taki dogodki niso računovodske transakcije, lahko pa v prihodnosti povzročijo spremembe v finančnem položaju podjetja. V naprej je tudi zelo težko predvideti obseg sprememb, ki jih bodo taki dogodki povzročili. Čeprav torej take nefinančne informacije niso zajete v računovodskih poročilih, morajo podjetja pri pripravi letnih poročil te dogodke vključiti, saj so lahko ključnega pomena za nadaljnje poslovanje podjetja (Meigs, Meigs, Meigs, 1995, str. 7-8).

Letno poročilo gospodarske družbe mora biti napisano razumljivo, zanimivo in prepričljivo. Njegova vsebina mora biti primerno urejena. V Sloveniji je vsebina letnega poročila zakonsko opredeljena, seveda pa lahko vsako posamezno podjetje z načinom predstavitve zakonsko določenih obveznih in neobveznih sestavin samo vpliva na kakovost in privlačnost letnega poročila za uporabnike. Pri tem mora paziti na usklajenost letnega poročila z uveljavljeno predstavo o podjetju. Medsebojno neusklajene predstavitve podjetja pri komuniciranju z javnostjo namreč povzročajo zmedenost in negotovost med ljudmi, ki se za podjetje zanimajo, zato mora biti spreminjanje zunanje podobe podjetja dobro premišljen, skrbno načrtovan in vsestranski proces. Letna poročila se med seboj razlikujejo, kot se razlikujejo

podjetja, ki jih izdelujejo, in imajo kot taka močan vpliv na oblikovanje zunanje podobe o podjetju.

## **4.2. VSEBINA LETNEGA POROČILA**

### **4.2.1. Splošna vsebina letnega poročila**

Običajna vsebinska zasnova letnih poročil temelji na treh sklopih (Gregorič, 1996, str. 22):

- uvodno predstavitveni sklop,
- osrednji poslovni sklop,
- finančni sklop.

#### ***4.2.1.1. Uvodno predstavitveni sklop***

Uvodno predstavitveni sklop naj bi na kratko prikazal uspešnost poslovanja, pri čemer je potrebno paziti, da so na tem mestu predstavljeni le izbrani podatki, ne pa nepregledna množica števil in dejstev. Ta del letnega poročila je namenjen temu, da se bralci na hitro seznanijo z njegovo vsebino, še preden ga začno podrobneje brati.

Uvodno predstavitveni sklop je običajno sestavljen iz naslednjih delov:

- povzetek s finančnimi podatki in drugimi poudarki, ki so bili za podjetje pomembni v preteklem poslovnem letu,
- kazalo,
- kratka uvodna predstavitev podjetja,
- poročilo predsednika uprave in
- poročilo predsednika nadzornega sveta.

Povzetek s finančnimi in drugimi poudarki običajno vsebuje kratke opise in številčne podatke za tri do pet preteklih let in načrte za leto vnaprej. Najbolj značilni finančni podatki, ki so običajno predstavljeni na tem mestu, so čisti prihodki iz prodaje, čisti dobiček, vsa sredstva, dolgoročne obveznosti, kapital, denarni tok iz poslovanja, čisti dobiček na delnico, knjigovodska vrednost delnice, izplačane dividende na delnico, tržna cena delnice, število zaposlenih, donosnost kapitala, naložbe in tržni delež. V uvodni predstavitvi podjetje prikaže osnovne podatke, kot so sedež podjetja, internetni naslov, telefonska in telefaks številka, osnovna dejavnost, število zaposlenih in podobno. Te podatke lahko podjetje prikaže tudi na koncu letnega poročila. Podjetje lahko na tem mestu doda tudi zgodovinski pregled poslovanja,

svoje poslanstvo in vizijo, pa tudi najpomembnejše cilje, tako kratkoročne kot dolgoročne.

Uvodni del mora biti razumljiv tudi za strokovno nezahtevne bralce, v nasprotju s preostalima dvema deloma letnega poročila, ki sta namenjena zahtevnejšim bralcem. Hkrati mora biti uvodni del prepričljiv za tiste, ki podjetja ne poznajo, in za vse druge, da jih privabi k nadaljnjemu branju. Zaradi vse številnejših računovodskih škandalov, ki so se v tujini pojavili v zadnjem času, je trenutno v letnih poročilih opaziti tudi vse večjo težnjo po poročanju o etičnem ravnanju. Zato je ravno v uvodnem delu v poročilo predsednika uprave priporočljivo vključiti tudi zagotovilo o resničnosti in točnosti letnega poročila ter o tem, da informacije v njem niso zavajajoče (Horvat, 2002, str. 23-26).

Uvodni del letnega poročila je priložnost za podjetje, da samo izbere, katere dejavnike svojega poslovanja bo poudarilo. To so lahko na primer uvajanje novih izdelkov, vstop na nove trge, poslovne pridobitve, spremembe v vodstvu in podobno. Poslovodstvo lahko na tem mestu tudi navede, kako uspešno s svojimi izdelki in storitvami zadovoljuje potrebe domačega in tujega trga, s katerimi domačimi in tujimi partnerji sodeluje pri proizvodnji in trženju izdelkov in storitev in podobno (Horvat, 2000, str. 31-32). Ta sklop običajno obsega 10 - 20 odstotkov letnega poročila in navadno ni podan v enem paketu, temveč je primerno razporejen skozi celotno poročilo.

#### **4.2.1.2. Osrednji poslovni sklop**

Osrednji poslovni sklop zajema poslovno poročilo kot ga predpisuje Zakon o gospodarskih družbah ter vsa prostovoljna razkritja, za katera se podjetje odloči, da jih bo posredovalo uporabnikom letnih poročil. Najpogosteje so informacije v poslovnem delu letnega poročila združene v naslednje vsebinske sklope (Horvat, 2002d, str. 30-34):

- gospodarska gibanja,
- prodaja in trženje,
- analiza poslovanja,
- podatki o zaposlenih,
- informacije za kupce,
- podatki o dobaviteljih,
- informacije za delničarje,
- naložbe,
- raziskave in razvoj,
- okoljevarstvena dejavnost,
- družbena odgovornost,

- načrti.

Letno poročilo v tem delu torej prikazuje gospodarske dejavnike, ki so neposredno vplivali na poslovanje podjetja v ožjem in širšem gospodarskem okolju, prodajne programe, prodajo po trgih, tržne deleže, blagovne znamke, analizo finančnih in računovodskih podatkov tekočega in predhodnega leta ter vsebinske komentarje. Osrednji poslovni sklop letnih poročil vsebuje tudi vse bolj podrobne podatke o zaposlenih<sup>15</sup>, podatke o spremljanju zadovoljstva kupcev in njihove zvestobe blagovnim znamkam, izdelkom in storitvam, podatke o številu dobaviteljev in spremljanju njihovega zadovoljstva ter čim več podatkov, namenjenih delničarjem - lastnikom podjetja. V nadaljevanju sledijo opis sestave naložb, njihove vrednosti in gibanja po letih<sup>16</sup>, podatki o vlaganjih v raziskave in razvoj, načrtih, okoljevarstvenem delovanju podjetja ter podpornih dejavnostih v lokalni skupnosti in širšem družbenem okolju, kamor sodi predvsem sponzoriranje raznih športnih in kulturnih prireditev. Poslovni del obsega med 40 in 50 odstotkov letnega poročila.

#### **4.2.1.3. Finančni sklop**

Najpomembnejši del finančnega sklopa so računovodski izkazi in priloge s pojasnili oziroma razkritji. Priloga k računovodskim izkazom vsebuje podatke in pojasnila po določbah, ki niso zajeta v 65. členu sedmega poglavja Zakona o gospodarskih družbah in obvezna dodatna razkritja po Slovenskih računovodskih standardih<sup>17</sup>. Vsi izkazi se prikazujejo primerjalno najmanj za dve leti. V sestavi tega dela je običajno tudi revizorjevo poročilo. Če lastniška struktura ni prikazana v splošnem delu, je navadno v tem sklopu. V večini poročil se v tem sklopu na koncu prikazuje za izbrane finančne kazalce obdobje zadnjih pet ali celo deset let. Finančni sklop obsega preostalih 40 ali 50 odstotkov letnega poročila, pri finančnih holdingih pa vsaj 60 odstotkov.

#### **4.2.2. Vsebina letnega poročila z vidika uporabnosti za borzno analizo**

Prav vsaka informacija iz letnega poročila ima lahko neposreden ali posreden vpliv na ceno delnice. Po raziskavah na tujih borznih trgih je še v začetku devetdesetih let velikost dobička pomenila nekako 90 odstotkov vrednosti delnice podjetja, danes pa se je to razmerje zmanjšalo na komaj polovico. Preostalo polovico sestavljajo rast, vodenje, tržni deleži, tehnologija, potencial (navzgor ali navzdol), trženje,

---

<sup>15</sup> Sem sodijo število zaposlenih, izobrazbena sestava, odsotnost, povprečna plača in primerjava s panogo, delež stroškov dela v stroških poslovanja, kadrovska politika, fluktuacija, nagrajevanje in izobraževanje zaposlenih, izkoriščenost delovnega časa in podobno.

<sup>16</sup> To so tako naložbe v osnovna sredstva, ki jih predstavimo opisno in vrednostno, kot finančne naložbe.

<sup>17</sup> To so postavke v bilanci stanja kot določa SRS 24, postavke v izkazu poslovnega izida kot določa SRS 25, ter razkritja, ki jih obravnavajo Slovenski računovodski standardi od 1 do 19 v poglavjih B pod točko e.

komunikacija in vpliv podjetja na borzni trg. Podjetje, katerega delnice so uvrščene v borzno kotacijo, mora torej imeti nekakšno svojo "delniško zgodbo", ki jo mora znati uspešno predstaviti in tržiti. Podjetje ima lahko še tako dobre rezultate, pa bo negativno presenečeno nad šibkim odzivom trga, če ti rezultati ne bodo uspešno predstavljeni v okviru njegove "delniške zgodbe". Vanjo pa ne sodijo le ozko rezultati podjetja, ampak cela vrsta drugih pomembnih dejavnikov, ki sestavljajo smiselno vrednost za delničarje (Veselinovič, 2001, str. 23).

V nadaljevanju so zato predstavljene in izpostavljene tiste informacije ali sklopi informacij iz letnih poročil, ki so še posebej pomembni za oceno vrednosti podjetja in kot taki uporabni za borzno analizo. Ti sklopi informacij so razdeljeni na podatke o delnicah, podatke o izdajatelju, podatke o poslovanju izdajatelja, podatke o premoženju izdajatelja, podatke o razvojni politiki izdajatelja ter podatke o upravi in odgovornih osebah.

#### **4.2.2.1. Podatki o delnicah**

Lastnike kapitala zanimajo podatki o številu delnic, saj le tako lahko ocenijo svoj delež pravic, ki jim pripadajo. Vzporedno s tem podatkom pa je za delničarje pomemben tudi podatek o lastniški strukturi, saj koncentracija lastništva v podjetju vpliva na možnost uresničevanja pripadajočih pravic. Že sama kotacija delnic na organiziranem borznem trgu sicer zahteva zadostno razpršenost med posameznimi investitorji, kljub temu pa so, še posebej za male investitorje, pomembni podatki o lastništvu velikih institucionalnih investitorjev, ki imajo pogosto skupne interese in lahko z združevanjem svojih glasov dosežejo njihovo uresničitve. Lastniška struktura se običajno prikazuje po številu delnic, ki pripadajo večjim lastnikom, število malih delničarjev pa se prikaže kot skupna kategorija. Zaradi boljše predstave podjetja v letnih poročilih največkrat navedejo še odstotno lastniško strukturo.

Med podatke o delnicah sodijo tudi navedbe sprejetih sklepov o pogojnem povečanju kapitala<sup>18</sup>, podatkov o obstoju zamenljivih obveznic ali nakupnih bonov ter podatkov o nameravanih spremembah v osnovnem kapitalu. Vsi ti ukrepi spremenijo lastniško strukturo v podjetju in s tem vplivajo na sorazmerni delež pravic, ki pripada posameznemu delničarju.

Število delnic mora biti razčlenjeno po vrstah, saj iz prednostnih delnic lahko izhajajo še dodatne pravice v primerjavi z navadnimi delnicami. Zaradi načina lastninskega preoblikovanja pri nas prednostne delnice pogosto pripadajo državi, na njihovi

---

<sup>18</sup> Pogojno povečanje osnovnega kapitala je po Zakonu o gospodarskih družbah možno le zaradi uresničitve pravice imetnikov zamenljivih obveznic do zamenjave za delnice ali uresničitve prednostne pravice do nakupa novih delnic, zaradi priprave na združitve več družb ter zaradi poplačila zaposlenim za udeležbo v dobičku, ki jim jo družba zagotavlja (Zakon o gospodarskih družbah, 2002).



podlagi pa ima država običajno tudi pravico uresničevanja veta pri glasovanju na skupščini.

Nekatera podjetja svoje delnice delijo v razrede ali po oznakah. Razredi delnic nimajo stalnega pomena, največkrat pa razred A pomeni delnice ustanoviteljev, razred B pa javno prodane delnice (Brigham, 1996, str. 483). V Sloveniji so bile navadne delnice različnih razredov ali oznak običajne zaradi načina lastninskega preoblikovanja. Pravice, ki so izhajale iz teh delnic, so bile enake, razlikovale pa so se v prenosljivosti, saj so imele delnice iz interne razdelitve dve - letni, delnice iz notranjega odkupa pa štiri - letni moratorij pri prenosljivosti. Pri večini podjetij so se roki moratorijev že iztekli in imajo sedaj vse njihove delnice enotno oznako.

Za oceno donosnosti investicije mora investitor poznati podatke o nominalni, knjižni in tržni vrednosti delnice ter o čistem dobičku na delnico in izplačanih dividendah. Eno od meril uspešnosti poslovanja podjetja je donosnost kapitala, merjena kot razmerje med čistim dobičkom na delnico in knjižno vrednostjo delnice. Drug pomemben kazalec je Price/Earnings ratio (P/E), ki je razmerje med trenutno tržno ceno delnice in čistim dobičkom na delnico. Ta investitorju kaže, v kolikšnem času lahko pričakuje pokritje svoje naložbe, višina P/E količnika pa je odvisna od tveganja glede doseganja dobičkov, ki ga trg pripisuje posameznemu podjetju ali panogi, ki ji podjetje pripada. Pogosto se za primerjave med podjetji uporablja tudi razmerje med trenutno tržno in knjižno vrednostjo delnice, ki je v grobem tem višje, čim bolje trg ocenjuje poslovanje podjetja (Helfert, 1987, str. 36-44).

Na tržno ceno delnic močno vplivajo podatki o dividendah. Trenutno donosnost kaže dividendni donos, ki je razmerje med izplačano dividendo in trenutno tržno ceno delnice. Za investitorja pa je pomembno tudi razmerje med izplačano dividendo in doseženim čistim dobičkom na delnico, saj mu to razmerje kaže, kolikšen del njegove investicije se mu povrne v tekočem letu in kolikšen del se kot zadržani dobiček reinvestira z namenom doseganja višjih bodočih donosov. Hkrati s temi podatki naj bi poslovodstvo podjetja v letnem poročilu razkrilo tudi politiko izplačevanja dividend ter morebitne omejitve glede trenutnega ali bodočega izplačila dividend (Brealey, Myers, Marcus, 1995, str. 416-418).

Kljub takim razkritjem pa borzni analitiki dajejo podatkom o dividendni politiki in bodočih izplačilih dividend zelo različen pomen. Razlog za to je v številnih teorijah s tega področja, ki prinašajo celo nasprotujoče si zaključke. Tako tradicionalni dividendni model, ki so ga razvili Lintner, Fama in Babiak razlaga, da so dividendne odločitve odvisne od tekočega in preteklega poslovanja podjetja, novejši modeli avtorjev Marsha, Mertona, Kaoja in Wuja pa dividendne odločitve povezujejo s prihodnjim pričakovanim dobičkom. Po tej teoriji naj bi vodstvo podjetja uporabljalo dividende kot inštrument prikazovanja bodočih pričakovanih dobičkov (višje izplačane dividende naj bi pomenile višje pričakovane dobičke v naslednjem letu). Nasprotno

pa model sedanje vrednosti temelji na dejstvu, da cene delnic odražajo vse informacije o prihodnjih pričakovanih dividendah, torej cene delnic napovedujejo prihodnje dividende in vsaka sprememba v višini pričakovanih izplačanih dividend se takoj odrazi tudi na spremembi cen delnic (Chen, Wu, 1999, str. 29-32).

Investitor lahko dnevno spremlja gibanje svoje naložbe skozi tržno vrednost delnice. Zato je pomembno, da so v letnem poročilu navedeni tudi podatki o gibanju tečaja delnice v tekočem letu, primerjava z gibanjem borznega indeksa ter podatki o vrednosti prometa z delnicami. Na tržno ceno delnic v veliki meri vpliva njihova likvidnost, zato mora investitor poznati mesto trgovanja z delnicami, zanimiva pa sta tudi podatka o tržni kapitalizaciji in deležu v celotni tržni kapitalizaciji, ki kažeta na obseg trgovanja z določenimi delnicami.

Med podatke o delnicah je lahko vključeno tudi poročilo o kapitalu, ki pojasnjuje spremembe v kapitalu podjetja, kot so nerazdeljeni dobiček ali izguba, izplačane dividende, izdane ali umaknjene delnice in spremembe v knjigovodski vrednosti. Z letnim poročilom za leto 2002 bo po noveli Zakona o gospodarskih družbah poročilo o kapitalu sicer nadomestil povsem nov izkaz gibanja kapitala, ki bo prikazoval razdelitev čistega dobička kot sestavine kapitala oziroma poravnavanja izgube kot odbitne postavke od kapitala ali pa gibanje vseh formalnih sestavin kapitala, ki so vključene v bilanco stanja v njihovih skupinah ali posamično.

#### **4.2.2.2. Podatki o izdajatelju**

Lastniki podjetja želijo poznati točen naziv in sedež izdajatelja, zaradi primerjave z drugimi podjetji in panogami pa mora biti v letnem poročilu navedena tudi dejavnost izdajatelja. Zaradi specifičnosti lastninskega preoblikovanja podjetij sodi v Sloveniji med pomembnejše podatke o izdajatelju tudi datum vpisa podjetja v sodni register, saj so se glede na ta datum določale vse morebitne omejitve prenosljivosti določenih razredov delnic podjetij.

Med podatke o izdajatelju, ki lahko vplivajo na ceno delnic podjetja, spadajo podatki o skladu lastnih delnic. Ti podatki po novem Zakonu o gospodarskih družbah sodijo med obvezne priloge k računovodskim izkazom. V letnem poročilu mora biti navedeno število ter skupna nominalna in knjižna vrednost lastnih delnic, pomemben pa je tudi podatek o nakupni ceni lastnih delnic. Naveden mora biti namen oblikovanja sklada lastnih delnic<sup>19</sup>, datum oziroma obdobje pridobitve lastnih delnic ter sprememba in razlogi za spremembo v številu lastnih delnic v zadnjem letu. Povečano povpraševanje na trgu, ki je posledica odkupovanja lastnih delnic, je

---

<sup>19</sup> Običajno družba pridobiva lastne delnice za preprečitev hude, neposredne škode, da se delnice ponudijo v odkup zaposlenim, za nagrade uprave in nadzornega sveta ali na podlagi sklepa skupščine o umiku delnic po določbah o zmanjšanju osnovnega kapitala.

namreč lahko eden od načinov obrambe cene delnice, vpliv na ceno delnic pa je lahko izrazito pozitiven tudi, če se podjetje odloči za umik delnic iz sklada lastnih delnic.

#### **4.2.2.3. Podatki o poslovanju izdajatelja**

Pomemben del letnega poročila je poročilo predsednika uprave. Običajno je vključeno že v začetni del letnega poročila in je pogosto napisano kot pismo delničarjem. Poročilo predsednika uprave naj bi bilo dolgo največ eno do dve strani in naj bi delničarjem in ostalim uporabnikom letnega poročila v strnjeni obliki osvetlilo poslovanje podjetja v preteklem letu. Napisano naj bi bilo prijazno in enostavno, vendar pa mora biti vsaka informacija iz poročila predsednika uprave v nadaljevanju letnega poročila podrobneje pojasnjena. Vsako informacijo iz poročila predsednika uprave morata torej splošni in obvezni del letnega poročila utemeljiti in razčleniti. Poročilo predsednika uprave lahko pravzaprav vsebuje karkoli, kar predsednik uprave želi, njegova običajna vsebina pa je:

- prikaz aktivnosti podjetja v preteklem letu, na primer:
  - opis poslovanja v preteklem letu in še posebej navedba izrednih dogodkov,
  - pregled poslovanja med letom (na primer opis osvajanja novih trgov, racionalizacije poslovanja in podobno),
  - predvidevanje prihodnjega razvoja podjetja,
  - opis raziskovalno - razvojnih dejavnosti v preteklem letu,
  - opis sprememb v stalnih sredstvih v preteklem letu,
- prikaz sprememb v lastniški strukturi, vključno s spremembami v številu lastnih delnic in delnic v lasti poslovodstva,
- prikaz dejavnosti podjetja v lokalni skupnosti v preteklem letu, kamor sodijo dobrodelne in politične donacije ter politika zaposlovanja,
- opis politike dividend in predlog delitve dobička za preteklo leto (Eliot, Eliot, 1999, str.177).

K letnemu poročilu poda mnenje tudi nadzorni svet kot zunanji in neodvisni organ družbe, ki deluje predvsem v korist delničarjev. Nadzorni svet mora na podlagi preverjanja letnega poročila za skupščino sestaviti pisno poročilo, ki po novem Zakonu o gospodarskih družbah postane obvezen sestavni del letnega poročila. Poročilo nadzornega sveta mora vsebovati podatke o tem, kako in v kolikšnem obsegu je nadzorni svet preverjal vodenje družbe med poslovnim letom. Ponavadi vsebuje opis, kako je nadzorni svet spremljal delo uprave in poslovanje družbe po posameznih sejah, katere teme so bile obravnavane na sejah nadzornega sveta, kakšni so bili predlogi uprave in nadzornega sveta, kaj je in kaj bo uprava uresničila ter kakšen odnos ima nadzorni svet do poslovanja in strategije družbe. Nadzorni svet mora v svojem poročilu tudi izraziti stališče do revizijskega poročila (Horvat, 2002a, str. 18-19). Ker je letno poročilo namenjeno vsem delničarjem, od katerih so

najštevilčnejši mali delničarji, pa je prav, da mnenje nadzornega sveta vsebuje tudi prikaz delitve čistega dobička iz preteklega leta.

Poslovanje izdajatelja je kot celota predstavljeno z analizo poslovanja, ki vsebuje analizo finančnih in računovodskih podatkov tekočega leta in leta poprej ter vsebinske komentarje. Letno poročilo v tem delu obsega opis in razlage najmanj gibanja ključnih postavk iz bilance stanja in izkaza poslovnega izida, ki je prikazano z indeksi oziroma odstotki, tako da je narejena primerjava tekočega s predhodnim poslovnim letom. Običajno se na tem mestu analizirajo čisti prihodki iz prodaje, in sicer na domačem in tujih trgih, stroški po posameznih vrstah, čisti dobiček, kapital in dolgovi, stalna in gibljiva sredstva ter sestava nekaterih postavk sredstev, plačilna sposobnost, kapitalska ustreznost in drugo. Podatke je najbolje predstaviti v obliki preglednice s kazalniki, v kolikor taka preglednica ni vključena že v računovodski del poročila.

V vsako letno poročilo sodi podroben opis poslovnega okolja podjetja, pri čemer mora biti poudarek na razmerah v preteklem letu in na potencialnih priložnostih ali nevarnostih za poslovanje podjetja, ki lahko iz tega izhajajo v prihodnosti. Analiza okolja podjetja naj bi izpostavila tiste trende in dogodke, ki lahko trenutno ali pa kdaj v prihodnosti prinesejo podjetju določeno prednost ali pa na kakršenkoli način ogrozijo njegovo poslovanje<sup>20</sup>. V letnem poročilu naj bi bile predstavljene razmere na svetovnih trgih, narodnogospodarski dejavniki in razmere v dejavnosti, ki ji podjetje pripada. Zmanjšanje dobička je tako na primer za lastnike podjetja lažje razumljivo, če je podjetje velik izvoznik na ameriški trg, kjer se vse bolj kažejo znaki recesije, in je hkrati utrpelo tudi škodo zaradi padanja tečaja ameriškega dolarja. Če ima tako podjetje tudi že izdelano strategijo preusmeritve izvoza na primer na evropske trge in se je hkrati pričelo varovati pred tečajnimi tveganji, bodo uporabniki letnega poročila zmanjšanje dobička lažje sprejeli, kot če bi jim v letnem poročilu prikazali le številčno zmanjšanje dobička.

Med dejavnike domačega gospodarstva, ki imajo pomemben vpliv na poslovanje podjetij, sodijo predvsem podatki o višini inflacije, bruto domačem proizvodu, vrednosti uvoza in izvoza v Sloveniji, gibanju vrednosti tolarja v primerjavi s tujimi valutami, podatki o zaposlenosti, obrestnih merah, domači potrošnji, kupni moči, stopnji rasti cen industrijskih izdelkov in goriva in podobno, zato morajo biti ti podatki v letnem poročilu podrobno predstavljeni in pojasnjeni tudi njihovi vplivi na poslovanje in dejavnost podjetja. Za objektivno presojo je potrebna predstavitev domačih razmer s posebnim poudarkom na tistih dejavnikih, ki na posamezno podjetje bolj neposredno vplivajo.

---

<sup>20</sup> Analiza okolja podjetja se deli na pet področij: tehnološko, vladno (regulatorno), gospodarsko, kulturno in demografsko (Aaker, 1995, str. 124-125).

Posebno pomembno je, da so v letnem poročilu podrobno predstavljeni pogoji poslovanja v panogi in primerjava poslovanja podjetja z drugimi podjetji iz panoge (benchmark). Analiza panoge temelji na štirih vprašanjih (Stevens, Sherwood, 1987, str. 39-44):

- Kateri so strateško pomembni dejavniki v panogi?
- V katero smer se panoga razvija in kateri dejavniki usmerjajo njen razvoj?
- S čim lahko podjetje v panogi zasluži?
- Katere so šibke točke v nadaljnjem razvoju panoge?

Ravno tako kot za izdelke tudi za panoge velja, da je njihov razvoj ciklični. Nekatere panoge gredo celo skozi več ciklov, zato mora analiza panoge vključiti tudi vprašanje stopnje razvoja panoge.

Med podatke o panogi pa sodijo tudi podatki o konkurenci. V letnem poročilu morajo biti podrobno predstavljeni pomembnejši konkurenti in njihovi tržni deleži, poleg tega pa so za lastnike podjetja zelo zanimivi podatki o načrtovanem tržnem deležu znotraj panoge tudi v prihodnje. Največkrat so razmerja na trgu že vsaj v grobem določena. To pomeni, da podjetje svoje konkurente pozna in zato skuša ugotoviti njihovo strategijo ter prednosti in šibke točke njihovega poslovanja<sup>21</sup>.

Zanimivi so tudi podatki o stopnji zrelosti proizvodnih programov oziroma samih izdelkov ali storitev, ki pa jih podjetja v letnem poročilu le redko navedejo. Novi izdelki so namreč nekakšno jamstvo uspeha v prihodnosti, saj nakazujejo zmožnost podjetja, da se prilagodi spremembam v ekonomiji, tehnologiji in prebivalstvu. Življenjski cikel izdelkov ali storitev običajno poteka v štirih fazah: razvoj, rast, zrelost in upadanje, pogosto pa je zelo težko določiti, kje natančno se določen proizvod nahaja, zato so ti podatki v letnih poročilih navedeni le izjemoma.

Letno poročilo je za namene borzne analize tem bolj uporabno, čim bolj so podrobni in razčlenjeni podatki o poslovanju izdajatelja. Smiselno je, da podjetje podatke o poslovanju členi po takih segmentih, ki imajo v prihodkih ali dobičku podjetja vsaj 10% delež. Po novem Zakonu o gospodarskih družbah pa bo tudi obvezno razčleniti čiste prihodke od prodaje po področjih poslovanja družbe oziroma zemljepisnih trgih, če se le-ti med seboj razlikujejo. Najpogosteje segmentne informacije tako vsebujejo podatke o prihodkih po dejavnostih, vrstah proizvodov in storitev ter trgih. Nekatera podjetja namesto na tak način svoje prihodke členijo glede na organiziranost znotraj podjetja, pri čemer je ločeno prikazana vsaka enota podjetja, ki ustvarja prihodke in je zanjo možno voditi ločene finančne informacije za notranjo uporabo v podjetju (Nichols, Street, 1999, str. 37-41).

---

<sup>21</sup> Konkurenco predstavljajo: podjetja znotraj panoge, konkurenca s strani odjemalcev, konkurenca s strani dobaviteljev, možnost vstopa novih konkurentov v panogo in razpoložljivost nadomestnih proizvodov ali storitev (Stevens, Sherwood, 1987, str. 44).

Letno poročilo bi moralo vsebovati tudi podatke o pomembnejših uvoznih ali izvoznih trgih in vplivih tečajnih razlik na gibanje prihodkov in odhodkov izdajatelja, podatke o odjemalcih in dobaviteljih s pomembnejšim vplivom na poslovanje izdajatelja ter primerjavo realiziranih rezultatov poslovanja s planiranimi. Vse to pripomore k lažji oceni tveganja v zvezi s samim poslovanjem podjetja v prihodnosti. Na splošno sodi opis upravljanja tveganj med vse pomembnejše sestavine letnega poročila. Sem sodi upravljanje cenovnih, tečajnih in obrestnih tveganj, tveganj neizpolnitve nasprotne stranke ter tveganj ob izpostavljenosti do posamezne osebe ali skupine oseb. Podjetje pa lahko tudi samo izpostavi svoje konkurenčne prednosti ali pa v letnem poročilu lastnike opozori na morebitne dejavnike z negativnim vplivom na poslovanje ter si na ta način pridobi dodatno zaupanje.

Podatki o poslovanju izdajatelja naj bi vsebovali tudi nekatere finančne podatke. Najbolj običajno podjetja prikažejo dividende na delnico, dobiček na delnico, prihodek iz poslovanja, čisti dobiček, investicije, naložbe v osnovna sredstva in podobno. Te podatke prikažejo kot gibanje v zadnjih dveh do petih letih, nakažejo pa lahko tudi trend, ki se pričakuje v prihodnje.

Med podatke o poslovanju izdajatelja sodi še navedba podružnic, poslovnih enot in odvisnih družb. Pri tem je potrebno v letnem poročilu tudi razčleniti poslovanje vsake od podružnic, predstaviti strategijo razvoja odvisnih družb in navesti imena njihovih članov uprave. Iz letnega poročila mora biti razvidno, kakšen vpliv ima poslovanje odvisnih družb na poslovanje matične družbe.

Osrednja naloga posloводства morata biti vizija in strategija podjetja, ki sta navadno na kratko predstavljeni v uvodnem delu letnega poročila. Posloводство pa bi moralo v vsakem letnem poročilu načrtom nameniti kar posebno poglavje. Delničarji in morebitni vlagatelji se namreč na podlagi informacij o načrtih odločajo o tem, ali bodo delnice še obdržali oziroma ali jih bodo kupili, saj na njihovi podlagi ocenjujejo dividende in tveganja naložbe. Prav tako se druge interesne skupine na podlagi načrtov podjetja odločajo, ali bodo s podjetjem še poslovale ali ne. Pri tem so predvsem pomembne informacije o ciljih podjetja in kako jih bodo v podjetju uresničili ter informacije o tveganjih in priložnostih in kako se bodo v podjetju z njimi spopadli. Poleg tega je treba predstaviti, kateri so ključni dejavniki, ki omogočajo, da bodo načrti podjetja uspeli ter primerjati dejansko poslovanje podjetja z načrtovanim, upošteva priložnosti in tveganja, ki so jih predvidevali.

K lažji oceni perspektivnosti prihodnjega razvoja podjetja veliko pripomorejo podatki o vlaganjih v raziskave in razvoj. Podjetja te podatke običajno prikažejo kot delež v prihodku, koristni pa so tudi podatki o tem, kako vlaganja v raziskovanje in razvoj vodijo do novih izdelkov, ki povečujejo prodajo, in novih proizvodnih procesov, katerih posledica so večja proizvodna učinkovitost, nižji proizvodni stroški in višja kakovost izdelkov. Podatki o vlaganjih v raziskovanje in razvoj so zelo uporabni tudi

kot absolutni zneski v neposredni primerjavi s podatki konkurentov ali pa kar glede na celotno panogo. Pri tem so seveda majhna podjetja v precej slabšem položaju nasproti velikim multinacionalkam, saj je lahko sorazmerno velik delež izdatkov za te namene v absolutnem znesku le kaplja v morje v primerjavi z izdatki velikih podjetij, čeprav ta za raziskave in razvoj namenjajo relativno majhen delež svojih prihodkov. Enako velja za podatke o zneskih, ki jih posamezna podjetja namenjajo varovanju okolja. Tudi ti podatki postajajo za lastnike podjetja vse pomembnejši, saj zanemarjanje ukrepov za varovanje okolja lahko pomeni, da bo podjetje zamujeno moralo nadoknaditi kasneje ali pa bo za svoje početje celo sankcionirano.

Podjetje s svojim delovanjem pa ima tudi širšo odgovornost, kot je le prinašanje dobička za vlagatelje kapitala. S tem, ko obstaja in uspešno deluje, daje delovna mesta in prispeva k blaginji skupnosti, s svojim delovanjem pa vpliva tudi na zdravje človeka in njegovega okolja. Informacije o tovrstnih razsežnostih svojega delovanja oziroma o prepoznavanju družbene odgovornosti bi moralo podjetje vključiti v letno poročilo. Računovodstvo pa bi moralo svoj obseg delovanja razširi tudi na socialno področje, da bi lahko pripravljalo potrebne informacije o socialnem delovanju podjetja (Vezjak, 1997, str. 21).

#### **4.2.2.4. Podatki o premoženju izdajatelja**

Letno poročilo mora vsebovati podroben prikaz vsega realnega premoženja izdajatelja. Sem sodi predvsem navedba nepremičnin, zemljišč, opreme večje vrednosti in podobnega v lasti podjetja doma in v tujini. Pri tem je pomembno, da je opredeljena tudi namembnost po posameznih delih realnega premoženja in, če je mogoče, trenutna tržna cena.

Med pomembnejše podatke o premoženju izdajatelja sodi tudi navedba večjih kapitalskih naložb. Pri tem mora biti jasno prikazan delež lastništva izdajatelja in navedena ocena vrednosti naložbe. Za lastnike podjetja pa je predvsem pomembno, da izdajatelj v letnem poročilu navede tudi namen, s kakršnim je te kapitalske naložbe pridobil<sup>22</sup>.

V letnem poročilu morajo biti opisane tudi vse investicijske aktivnosti, ki jih je podjetje izvedlo v preteklem letu. Pri tem mora biti obrazložen namen vsake posamezne investicije ali dezinvesticije, hkrati pa predstavljen tudi pričakovani in dejansko realizirani izid vsake od njih.

Med podatke o premoženju izdajatelja sodijo tudi podatki o industrijski lastnini. Gre predvsem za podatke o patentih, licencah, koncesijah, posebnih dovoljenjih in

---

<sup>22</sup> Tu gre na primer lahko za špekulativne ali pa poslovno pomembne naložbe v vrednostne papirje.

podobno. Pri tem mora biti v letnem poročilu naveden čas njihove pridobitve in njihovo trajanje, predvsem pa odvisnost podjetja od prihodkov, dobljenih na podlagi industrijske lastnine. Prav je, da podjetje v letnem poročilu prikaže, na kakšen način bo nadomeščalo izgubo prihodkov po preteku trajanja patentov, licenc, koncesij ali posebnih dovoljenj, v kolikor je to že v njegovih planih.

Posebno poglavje v letnem poročilu bi moralo biti namenjeno tudi možnim oziroma potencialnim obveznostim podjetja. Ti podatki bi morali biti predstavljeni v zunajbilančni evidenci, poleg tega pa bi moralo vsako podjetje v okviru podatkov o premoženju navesti tudi vpisane hipoteke nad svojim premoženjem ter pomembnejše spore ali pravne postopke, v katerih nastopa bodisi kot tožena bodisi kot tožeča stranka. Ob večjih sporih bi morala biti navedena tudi vrednost in pa komentar posloводства, saj bi na ta način lastniki podjetja lažje ocenili tveganje, povezano s svojo naložbo.

Vse več pozornosti se pri izdelavi letnih poročil namenja tudi zaposlenim v podjetju. Največkrat je v letnem poročilu prikazano število zaposlenih in njihova izobrazbena struktura za nekaj let, prav pa je, če je predstavljena tudi politika zaposlovanja. V letnem poročilu je lahko podrobno predstavljen plan zaposlovanja ali plan odpuščanja odvečnih delavcev, lahko pa so predstavljene tudi vzpodbude zaposlenim, bonitete, možnosti dodatnega izobraževanja za zaposlene in podobno. Poudarjanje skrbi za zaposlene v letnem poročilu je še posebej pomembno pri nas, kjer imajo zaposleni zaradi načina lastninskega preoblikovanja podjetij pogosto tudi pomemben lastniški delež.

#### **4.2.2.5. Podatki o razvojni politiki izdajatelja**

Ti podatki so za borznega analitika ključnega pomena, težava pa je v tem, da so vse informacije, zajete v tem delu letnega poročila, le predvidevanja in ocene, kar pomeni, da bo realnost lahko od njih bistveno odstopala. Vendar pa lahko s primerjavo dejanskih rezultatov s temi podatki iz preteklih let vsaj ocenimo, kako zanesljivi so plani in razvojni načrti podjetja. To še ne pomeni, da bo enaka zanesljivost napovedovanja prihodnjih rezultatov poslovanja veljala v bodoče, gotovo pa se je lažje zanesti na ocene, ki so se v preteklosti izkazale za kolikor toliko natančne, kot pa na tiste, ki so bile daleč od dejanskih rezultatov.

V tem poglavju naj bi podjetje predstavilo predviden obseg svojega poslovanja za prihodnjih nekaj let, običajno gre za pet - letno obdobje. Napovedalo naj bi predvideno rast prihodkov, stroškov, dobička, kapitala ali drugih zanj pomembnih kategorij. Eden od najpomembnejših dejavnikov, ki vplivajo na predviden obseg prihodkov in dobička v prihodnje je ocena povpraševanja. Napovedi prihodnjega povpraševanja so ključne za celoten sistem načrtovanja poslovanja podjetja v



prihodnje, saj so običajno prihodki od prodaje prevladujoči del prihodkov podjetja. Napovedi prihodnjega povpraševanja po izdelkih ali storitvah podjetja so odvisne od predvidevanj o tržnih razmerah, zato je pomembno, da temu problemu v podjetju posvečajo dovolj pozornosti (Cravens, Hills, Woodruff, 1987, str. 210-234).

Poslovodstvo podjetja bi moralo predstaviti tudi razvojne usmeritve po dejavnostih, po vrstah izdelkov in storitev ter po trgih. V to poglavje sodi še čim bolj podroben opis načrtovanih investicij v prihodnjih letih, razlaga pričakovanih učinkov od načrtovanih investicij in plan razvoja za celotno skupino. Posebej pa je potrebno izpostaviti vse pričakovane dogodke, ki za podjetje pomenijo odstopanje od ustaljenega poslovanja. Vsi ti podatki naj bi uporabnikom letnih poročil omogočali razbrati tako kratkoročne kot tudi dolgoročne finančne in poslovne cilje podjetja (Penn, 1999, str. 35-40).

Med podatke o razvojni politiki izdajatelja sodi tudi opis poslanstva in vizije prihodnjega razvoja izdajatelja. V tujih letnih poročilih je obema opisoma dana precejšnja pozornost, pri nas pa se ta del večinoma izpušča.

Podjetje vedno obstaja z določenim ciljem. Običajno ima ob ustanovitvi jasen namen ali poslanstvo, vendar pa s časom, ko raste in se širi na področju novih proizvodov in storitev ter trgov, postaja njegovo prvotno poslanstvo pogosto vse bolj zamegljeno. Tedaj si običajno v podjetju začno zastavljati vprašanja o tem, s čim podjetje posluje, kdo so njegove stranke, kako stranke podjetje cenijo, s čim se bo v prihodnje ukvarjalo podjetje in s čim naj bi se v prihodnje ukvarjalo. Podjetja naj bi zato v vsako letno poročilo vključila tudi izjavo o poslanstvu. Taka izjava naj bi pojasnjevala, kakšen je namen poslovanja podjetja oziroma kaj želi doseči s svojim poslovanjem v širšem okolju, z njo pa morajo biti cilji opredeljeni natančno, realistično in tudi čim bolj vzpodbudno. Dobro določeno poslanstvo podjetja je lahko v veliko pomoč tudi odgovornim pri odločanju v podjetju (Kotler, 1989, str. 28-30).

#### **4.2.2.6. Podatki o upravi in odgovornih osebah**

V vsako letno poročilo sodijo tudi podatki o vodstvu podjetja. Zato je prav, da so v letnem poročilu navedena imena članov uprave ter njihove funkcije, kdaj in za kakšno obdobje so bili ti člani uprave izvoljeni, kakšne so njihove plače in morebitne dodatne ugodnosti, na primer službeno vozilo, službeno stanovanje, brezplačni zdravniški pregledi, možnost nakupnih opcij za delnice podjetja, v katerem so zaposleni, kolikšna je njihova udeležba v dobičku podjetja in podobno. Enako velja za člane nadzornega sveta, ki morajo v svojem poročilu tudi prikazati učinke svojega delovanja.

Uprava družbe je odgovorna za računovodske izkaze, ki so prikazani tudi v letnem poročilu, mnenje o računovodskih izkazih pa izrazi pooblaščen revizor. Zato je

sestavni del vsakega letnega poročila tudi mnenje pooblaščenega revizorja, ki zagotavlja, da letno poročilo vsebuje resničen in pošten prikaz položaja in poslovanja podjetja.

Vsako letno poročilo mora vsebovati navedbo oseb, odgovornih za njegovo pripravo. Največkrat je takih oseb več, zato je tudi prav, da je v letnem poročilu pojasnjeno, kateri član uprave ali druga oseba je odgovorna za posamezen del letnega poročila, ter da so v tem delu navedeni tudi podatki, kje je možno dobiti dodatna pojasnila ali podrobnejše informacije v zvezi z letnim poročilom. Ravno tako pa mora vsako letno poročilo vsebovati tudi podatek o tem, v katerih glasilih izdajatelj objavlja pomembnejše informacije v zvezi s svojim poslovanjem.

#### **4.2.3. Slabe novice v letnem poročilu**

Letno poročilo naj bi podjetje predstavilo kot vredno zaupanja. To se lahko doseže tako, da se v letnem poročilu uporabnikom zaupa strategijo razvoja, da se jih odkrito seznanijo s slabimi novicami in podobno. Pri tem je zelo pomembno, da način komuniciranja vodilnih pri bralcih zbuja zaupanje. Samo po sebi letno poročilo ne bo povzročilo nenadne spremembe tečaja delnic, ne bo prepričalo dobaviteljev, da naj ponudijo bolj ugodne plačilne pogoje, ne bo prepričalo uglednega strokovnjaka, naj se zaposli v podjetju, lahko pa k temu veliko pripomore. Podjetja, ki se bojijo razkriti tudi slabe novice, zbudijo nezaupljivost takoj, ko se za novico izve, letna poročila takih podjetij pa so toga, nezanimiva in brez prave uporabne vrednosti.

Nesreče v okolju, izguba trgov in pretresi v vodstvu niso zasebna stvar podjetij, zato tudi ne ostanejo skriti. Investitorjem ne zadošča le preprost opis dejstev, pač pa želijo vedeti, zakaj se je položaj podjetja poslabšal, predvsem pa, kaj namerava podjetje v zvezi s tem storiti. Zato mora podjetje v letnem poročilu upoštevati štiri zahteve (Vezjak, 1998a, str.41):

- vtis perspektivnosti: v poročilu je potrebno navesti, kakšna je strategija obvladovanja ali premagovanja težav, ki so nastale v podjetju, oziroma kako lahko prednosti, ki jih podjetje ima, zmanjšajo pomen zunanjih vplivov;
- načrt aktivnosti za sanacijo položaja: v letnem poročilu je potrebno predstaviti podroben načrt aktivnosti za izboljšanje stanja; pojasnijo se načrtovane spremembe v vodstvu, načrtovane raziskave, razvoj novih proizvodov, načrtovano izboljšanje proizvodnih in trženjskih funkcij in podobno; jasen prikaz nadaljnjih aktivnosti namesto nejasnih obljub vzbuja pri delničarjih zaupanje in zmanjšuje njihovo nagnjenost k prodaji delnic;
- vrednotenje dosežkov sanacije: investitorji so lahko sicer potrpežljivi, ko izvejo za slabe novice, vendar želijo vedeti, v kolikšnem času lahko pričakujejo izboljšanje položaja, zato mora podjetje v letnem poročilu predstaviti, na kakšen način in v kolikšnem času lahko izboljša svoj položaj;

- primerna predstavitev: v času, ko je podjetje v težavah, ni primerno, da se izda letno poročilo v luksuzni obliki, ravno tako pa se ne sme zaiti v drugo skrajnost, saj se na ta način lahko izgubi zaupanje v podjetje.

Naravne in druge vrste nesreč vplivajo na poslovni izid podjetja, zato je prav, da podjetje take dogodke v letnem poročilu opiše. Navede lahko tudi, kako se je na nesrečo odzvalo in kaj je storilo za preprečevanje ali sanacijo posledic nesreče. Tako lahko predstavi svojo učinkovitost in sposobnost obvladovanja nepredvidljivih dogodkov. V letnem poročilu lahko podjetje delničarjem na primer sporoči, da je že z zavarovalnino pokrilo škodo nastalo v požaru ali poplavi. Če podjetje utрпи škodo zaradi nesreče, želijo njegovi lastniki vedeti, kaj je bilo temu vzrok in kaj namerava podjetje ukreniti ali je že ukrenilo v zvezi z nesrečo. Če o takšnih dogodkih v letnem poročilu ne poroča, s tem ne izkoristi priložnosti, da bi predstavilo svoja prizadevanja in njihove rezultate.

Slabši poslovni rezultati so pogosto posledica zunanjih dejavnikov, na primer sprememb v tehnologiji ali modi, izpada povpraševanja na določenem trgu in podobno. Delničarji in predvsem dobavitelji želijo vedeti, ali bo zmanjšanje prodaje trajno ali le začasno, želijo pa tudi vedeti, na kakšen način bo podjetje v zvezi s tem ukrepalo, če bo na primer iskalo nadomestne trge, nadomestne proizvode in podobno. Običajno se učinki nove strategije pokažejo šele v daljšem časovnem razdobju, zato je zelo pomembno, da v vmesnem času delničarji in dobavitelji ohranijo zaupanje v podjetje. Če se v letnem poročilu ali drugih sporočilih javnosti prikriva težaven položaj, to ni možno. Nasprotno pa so delničarji, ki so seznanjeni s stanjem v podjetju, pripravljeni žrtvovati tekoče dividende v upanju na dolgoročno korist. Uporabniki letnih poročil se bodo na objavo slabih novic odzivali bolj umirjeno, če bodo poročila o slabšem poslovanju resnična in razumno pojasnjena, hkrati pa bodo predstavljeni tudi obstoječi viri in strategije za premagovanje težav.

Zelo občutljivo je vprašanje obveščanja delničarjev o menjavi vodstva podjetja. Običajno naj bi novo vodstvo pripomoglo k izboljšanju rezultatov podjetja, če pa so menjave vodstva pogoste, to nakazuje neuskkljenost v notranjem delovanju podjetja. Običajno je, da se novo vodstvo v letnem poročilu zahvali prejšnjemu za njegov prispevek. Nekatera podjetja v letnih poročilih ne omenjajo nove vodstvene strategije, druga jo predstavljajo kot novo smer, v vsakem primeru pa je pomembno, da so spremembe v vodstvu predstavljene obzirno ter da se uporabnike letnih sporočil seznanijo z razlogi za menjavo vodstva in s pričakovanimi koristmi v prihodnje.

Največkrat so podjetja pri pripravljanju letnih poročil kar preveč previdna in pomanjkljivo poročajo o slabih novicah. Investitorji tako težko ocenijo, če je v letnem poročilu prikazano dejansko stanje, ali pa je poslovodstvo med slabimi novicami opisalo le vrh ledene gore in je resnični položaj v podjetju še slabši. Zato ob objavi slabih novic običajno pretirano reagirajo, kar pomeni tudi pretirano znižanje tržne

cene delnic podjetja. Na ta način poslovodstvo podjetja škoduje samemu sebi (Chao-Shin, Ziebart, 1999, str. 405-407). Takim pretirano negativnim reakcijam investorjev pa se lahko izognejo le podjetja, ki so si že ob samem začetku pridobila zaupanje delničarjev in ga s korektnim poročanjem in obveščanjem tudi ohranjajo.

## **5. PREGLED LETNIH POROČIL DELNIŠKIH DRUŽB Z ORGANIZIRANEGA TRGA LJUBLJANSKE BORZE**

### **5.1. MODEL OCENJEVANJA KAKOVOSTI LETNIH POROČIL Z VIDIKA BORZNE ANALIZE**

Za ocenjevanje kakovosti letnih poročil sem uporabila subjektivno metodo, pri kateri sem določila podatke in sklope podatkov, ki naj bi jih vsebovalo letno poročilo, da bi čim boljše zadostilo informacijskim potrebam borznih analitikov. Kot področje svojega proučevanja sem izbrala letna poročila izdajateljev vrednostnih papirjev, katerih delnice so bile uvrščene na borzni trg Ljubljanske borze v letu 2001. Sem sodi 34 slovenskih podjetij in tri banke. V svojo analizo sem vključila letna poročila 33 podjetij, saj se podjetje Koloniale d.d. kljub več poizkusom ni odzvalo na mojo prošnjo za posredovanje letnega poročila. V svojo analizo nisem vključila letnih poročil treh bank. Razlog za to je, da se banke pri sestavljanju svojih računovodskih izkazov in letnih poročil v celoti precej razlikujejo od podjetij, saj zanje velja poseben računovodski standard ter dodatno Zakon o bančništvu. Zato so bančna letna poročila slabo primerljiva s podjetniškimi, saj bi bilo za oceno njihove uporabnosti za borzno analizo potrebno uporabiti druge kriterije kot pri podjetjih. Podatki, ki zanimajo borzne analitike se pri bankah večinoma razlikujejo od podatkov, ki jih borzni analitiki iščejo v podjetniških letnih poročilih, zato bi glede uporabnosti kazalo primerjati le letna poročila bank med seboj. Vendar pa na borznem trgu kotirajo delnice samo treh bank, zato primerjava med njihovimi letnimi poročili zaradi majhnega števila ne bi bila smiselna. Na podlagi teh dejstev sem se odločila, da bančni del v celoti izpustim iz analize.

Izbrala sem analizo letnih poročil tistih izdajateljev, katerih vrednostni papirji so uvrščeni na organiziran trg. Za te izdajatelje namreč veljajo najstrožja in zakonsko najbolje opredeljena določila glede poročanja in obveščanja javnosti. Tudi Ljubljanska borza v svojih pravilih poslovanja strožje obravnava izdajatelje vrednostnih papirjev z organiziranega trga kot tiste s prostega trga. Seveda pa tudi zakonske določbe, računovodski standardi, borzna pravila in ostala priporočila ne morejo zagotoviti kakovostnih letnih poročil, če se pomena njihove kakovosti ne zavedajo izdajatelji sami.

V letnih poročilih sem iskala podatke, ki se mi zdijo najpomembnejši za delo borznega analitika. Lahko bi sicer rekli, da prav vsak podatek iz letnega poročila prispeva svoj delež k vrednosti delnice, kljub temu pa so se mi zdeli nekateri podatki še posebej pomembni in sem jih zato izpostavila. Na podlagi teh podatkov sem sestavila preglednico, v katero sem vpisovala vrednosti za vsako podjetje posebej. Vrednost 0 pomeni, da podjetje v svojem letnem poročilu tega podatka ni objavilo, vrednost 1 pomeni, da so iskane informacije v letnem poročilu objavljene le delno, vrednost 2 pa pomeni, da letno poročilo v celoti vsebuje zahtevane podatke. Število točk sem nato seštel pri vsakem posameznem podjetju in na ta način dobila oceno kakovosti posameznega letnega poročila z vidika uporabnosti za borzno analizo.

Zahtevane podatke iz letnih poročil sem opredelila na naslednji način:

- podatki o številu delnic in lastniška struktura,
- podatki o delnici (nominalna vrednost, knjižna vrednost, dobiček na delnico),
- podatki o izplačanih dividendah in dividendni politiki,
- podatki o gibanju tečaja delnice in prometu na borznem trgu v zadnjem letu ali več,
- podatki o gibanju kapitala za zadnjih nekaj let,
- podatki o skladu lastnih delnic,
- opis gospodarskih razmer po svetu in doma,
- opis razmer v panogi, tržnih deležev in konkurentov,
- segmentne informacije (razčlenjenost prihodkov po programih, trgih in podobno),
- gibanje prihodkov in dobička v preteklih letih,
- opis upravljanja s tveganji (cenovnimi, tečajnimi, izpostavljenosti do kupcev ali dobaviteljev...),
- podatki o številu zaposlenih in njihovi izobrazbeni strukturi,
- podatki o investicijski dejavnosti, izdatkih za raziskovalno - razvojno dejavnost in ekološke projekte,
- podatki o strukturi naložb,
- finančni kazalniki za zadnjih nekaj let,
- podatki o podružnicah in njihovem poslovanju,
- podatki o načrtovanih prihodkih in dobičkih,
- opis strategije razvoja podjetja in načrtovanih investicij,
- podatki o potencialnih obveznostih (tožbe, dana poročta, vpisane hipoteke...),
- podatki o članih uprave in nadzornega sveta, njihovih prejemkih in lastništvu v podjetju,
- indeksni prikaz računovodskih izkazov.

Kakovost letnih poročil na podlagi zbranih točk posameznega podjetja sem nato prikazala v odvisnosti od treh podatkov, za katere se mi zdi, da bi lahko vplivali na kakovost letnih poročil. Za vse tri odvisnosti sem izračunala korelacijske koeficiente.

Prvi podatek, ki sem ga primerjala s številom zbranih točk posameznega letnega poročila, je čas, ki je pretekel, odkar je podjetje prvič uvrstilo svoje delnice na kateregakoli od trgov Ljubljanske borze. Upoštevala sem, da so imela v času lastninjenja podjetja različne razrede delnic in so bile na borzni trg lahko uvrščene delnice z drugo oznako kot jo imajo sedaj, vendar so bile to še vedno delnice istega izdajatelja. Na ta način sem poizkušala ugotoviti, ali izkušnje kaj pripomorejo h kakovosti letnih poročil, saj jih nekatera podjetja izdelujejo že celo desetletje.

Drug podatek, s katerim sem primerjala kakovost letnih poročil, je bila velikost podjetja, merjena s tržno kapitalizacijo na dan 31.12.2001. Ta povezava se mi zdi smiselna zaradi tega, ker je za majhna podjetja lahko priprava kakovostnega letnega poročila finančno bolj obremenjujoča kot za podjetja z večjim proračunom. Pri tem je seveda potrebno poudariti, da gre za zelo grobo oceno, saj sem kakovost letnih poročil ugotavljala le z vidika podatkov, ki naj bi jih vsebovala za potrebe borzne analize in se nisem ukvarjala z grafično opremo in siceršnjim izgledom letnih poročil, kar lahko bistveno poveča stroške izdelave poročila.

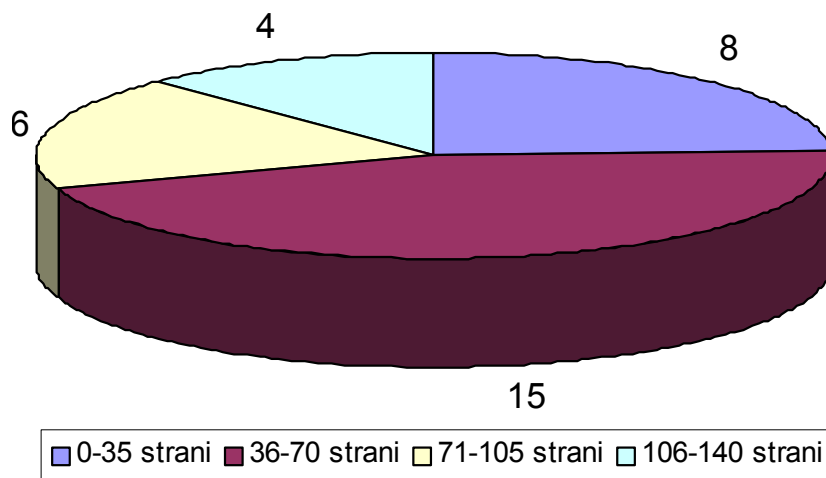
Še tretji podatek, s katerim sem primerjala kakovost pregledanih letnih poročil z vidika borzne analize, pa je bil sam obseg letnih poročil. Sklepala sem, da naj bi obsežnejša letna poročila vsebovala več uporabnih podatkov. Tudi tu je šlo za precej grobo oceno, saj sem za merilo obsega letnih poročil uporabila število strani, kljub temu, da letna poročila vsebujejo zelo različen obseg slikovnega gradiva, da so napisana v različnih fontih, nekatera tudi prevedena v angleški jezik in podobno.

## **5.2. OCENA LETNIH POROČIL SLOVENSКИH PODJETIJ Z ORGANIZIRANEGA TRGA LJUBLJANSKE BORZE**

Letna poročila, ki sem jih pregledala, so zelo raznolika. Čeprav moj namen ni bilo ocenjevanje izgleda letnih poročil, pa so razlike tako očitne, da se jih ne da spregledati. Nekatera letna poročila so prave umetniške stvaritve, na primer letna poročila Dela, Droge, Istrabenza, Kolinske, Leka, Mercatorja, Petrola in Save. Spet druga pa so le nekaj skupaj spetih listov papirja, še posebej to velja za letna poročila Dela prodaje, Radenske, Tehnouniona in Zdravilišča Moravske Toplice. To dokazuje, da so nekatera naša podjetja že dodobra osvojila koncept koristnosti letnih poročil tudi za izdajatelje same, za druga pa je letno poročanje še vedno le nujno zlo.

Letna poročila se med seboj močno razlikujejo tudi po obsegu. Sam podatek o številu strani je sicer le groba ocena obsežnosti vsebine letnega poročila, kljub temu pa je nek pokazatelj količine razpoložljivih informacij. Od pregledanih letnih poročil je bilo najobsežnejše letno poročilo Petrola s 137 stranmi, najmanj strani pa je imelo letno poročilo Gradbenega podjetja Grosuplje, in to le 28. V grafu na naslednji strani je prikazano število letnih poročil po obsegu strani.

Slika 3: Število pregledanih letnih poročil glede na število vsebovanih strani



Vir: Analiza letnih poročil.

Dobrih 45% pregledanih letnih poročil je vsebovalo od 36 do 70 strani, 18% pregledanih letnih poročil je vsebovalo od 28 do 36 strani, 24% pregledanih letnih poročil je vsebovalo od 71 do 105 strani in 12% od 106 do 140 strani. 8 podjetij je svoje letno poročilo objavilo tudi v angleščini, dve podjetji pa sta priložili tiskanemu še letno poročilo v elektronski obliki.

Rezultati analize so predstavljeni v Tabeli 2 na naslednji strani. Tabela obsega:

- naziv podjetja,
- oznako vrednostnega papirja podjetja, s katerim se trguje na organiziranem trgu,
- število mesecev, odkar se je podjetje prvič pojavilo na trgu Ljubljanske borze,
- tržno kapitalizacijo podjetja, ki je izračunana kot zmnožek števila delnic in tržne cene delnic ob koncu leta 2001,
- število strani, ki jih obsega posamezno letno poročilo in
- število točk, ki jih je posamezno podjetje zbralo s svojim letnim poročilom v analizi uporabnosti z vidika borzne analize.

Iz Tabele 2 je razvidno, da je čas, odkar se z delnicami posameznih podjetij trguje preko organiziranega borznega trga, zelo različen. Delnice Nike, Salusa in Leka so na primer na trgu Ljubljanske borze prisotne že celo desetletje, medtem ko so se delnice Dela prodaje, Geodetskega zavoda Slovenije in Kompassa MTS v borzno kotacijo uvrstile šele konec leta 2000 oziroma v začetku leta 2001.

Podjetja iz analize se med seboj močno razlikujejo tudi v vseh ostalih podatkih iz tabele, to so tržna kapitalizacija podjetij in število strani njihovih letnih poročil. Očitne pa so tudi razlike v zbranem številu točk po posameznih letnih poročilih, kjer je od

možnih 42 točk največ - 35 točk zbralo letno poročilo Emone Obale Koper, najmanj - le 8 točk pa letno poročilo Tehnouniona.

Tabela 2: Podatki za podjetja iz analize

PODJETJE	OZNAKA DELNICE	ŠT. MESECEV V KOTACIJI	TRŽNA KAPITALIZACIJA 31.12.2001 V SIT	ŠT. STRANI	ŠT. TOČK
Aerodrom Ljubljana	AELG	51	12.911.988.327,00	64	24
BTC	BTC	87	11.976.162.000,00	48	21
Comet	CHZG	38	3.316.341.600,00	35	15
Delo	DELR	36	9.140.412.207,36	51	23
Delo prodaja	DPRG	11	3.376.557.809,24	32	22
Droga	DRPG	67	11.884.111.295,04	92	29
Emona Obala Koper	EOKG	48	3.725.705.795,52	72	35
Etol	ETOG	59	7.550.535.220,64	31	18
Geodetski zavod Slovenije	GZRG	12	384.795.642,00	33	13
Gorenje	GRVG	43	27.098.762.000,00	71	28
Gradbeno podj. Grosuplje	GPG	85	857.467.300,00	28	20
Intereuropa	IEKG	48	28.473.035.304,00	81	33
Istrabenz	ITBG	59	25.456.384.800,00	125	34
Kolinska	KOLR	72	10.141.719.314,00	78	32
Kompas MTS	MTSG	13	4.962.157.132,28	39	25
Krka	KRKG	50	101.713.916.994,72	63	29
Lek	LEKA	115	85.067.496.035,76	50	27
Luka Koper	LKPG	62	45.442.740.000,00	53	25
Mercator	MELR	49	51.975.839.697,60	116	32
Merkur	MER	38	14.009.621.634,30	95	32
Mlinotest	MAJG	21	3.822.683.200,00	49	30
Nika	NIKN	127	97.024.416,80	30	22
Petrol	PETG	56	48.291.442.342,92	137	31
Pivovarna Laško	PILR	24	35.184.224.172,48	49	23
Pivovarna Union	PULG	22	39.247.666.849,24	60	24
Radenska	RARG	57	4.814.584.334,40	58	21
Salus	SALR	120	5.593.750.000,00	31	21
Sava	SAVA	24	28.519.060.712,58	113	28
Tehnounion	TEHG	38	759.909.230,00	53	8
Terme Čatež	TCRG	101	7.653.951.819,50	33	23
Zdrav. Moravske Toplice	ZMTG	52	3.969.004.201,41	45	15
Žito	ZTOG	22	5.870.457.819,45	40	23
Živila	ZKNG	20	3.699.507.716,79	36	15

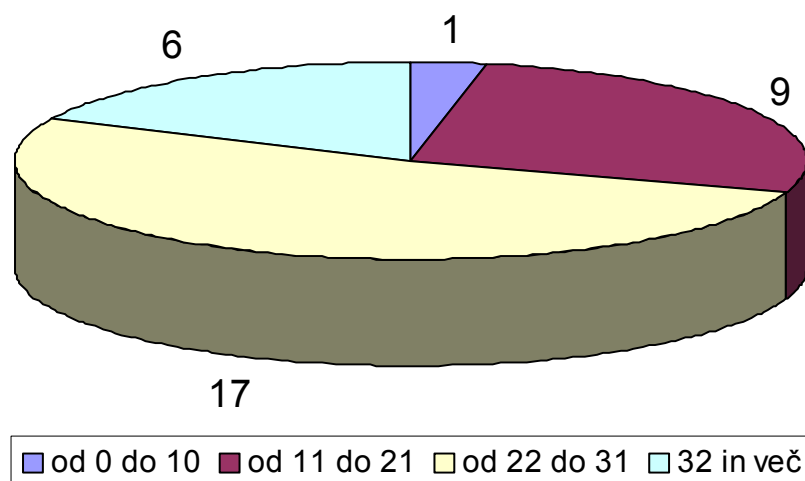
Vir: Statistični podatki Ljubljanske borze in analiza letnih poročil.

Letno poročilo Tehnouniona je bilo edino letno poročilo, ki je zbralo manj kot četrtno možnih točk. 9 letnih poročil oziroma dobrih 27% je zbralo od 25 do 50% možnih točk, največ - 17 letnih poročil oziroma nekaj več kot 51% je zbralo več kot polovico in manj kot tri četrtine možnih točk, 6 letnih poročil oziroma 18% podjetij pa je zbralo



več kot tri četrtine od vseh možnih točk. Struktura rezultatov analize je prikazana v spodnjem grafu (Slika 4).

Slika 4: Struktura zbranih točk po letnih poročilih



Vir: Analiza letnih poročil.

V letnih poročilih sem posebno pozornost posvetila podatkom o sami delnici podjetja. Podatki o številu delnic so za lastnike zelo pomembni. Vsa podjetja, katerih letna poročila sem pregledala, so že pred leti zaključila proces lastniškega preoblikovanja in so njihove delnice sedaj med seboj izenačene ne glede na to, na kakšen način so bile pridobljene. Lastniki so lahko namreč v Sloveniji postali delničarji podjetij z nakupom delnic v javni prodaji, z zamenjavo delnic za lastniški certifikat ali z notranjim odkupom. Za delnice, pridobljene z zamenjavo za lastniške certifikate, ter delnice, pridobljene z notranjim odkupom, je veljala omejena prenosljivost dveh oziroma štirih let od vpisa podjetja v sodni register. Ti roki so se pri vseh podjetjih, katerih letna poročila sem analizirala, že iztekli, zato imajo vsa podjetja le eno vrsto delnic.

Delnice pa se med seboj lahko razlikujejo ne le glede prenosljivosti, pač pa tudi glede ostalih pravic, ki jih zagotavljajo delničarjem. Tako so Lekove delnice razdeljene v dva razreda. Razred A predstavljajo nematerializirane navadne delnice, razred B pa materializirane prednostne delnice, ki so bile v osnovi ustanoviteljske delnice. Nominalna vrednost obojih delnic je enaka in znaša 6.000 SIT in z obojimi delnicami se je trgovalo na borznem trgu. V letu 2003 so bile Lekove delnice zaradi pridobitve večinskega lastniškega deleža tuje farmacevtske firme Novartis umaknjene iz borzne kotacije. Ves čas trgovanja z Lekovimi delnicami so delnice razreda B dosegale med 10 in 20% nižjo ceno kot delnice razreda A, čeprav so prinašale še dodatno prednostno dividendo. Razlika v ceni se je izenačila šele po najavi prevzemne cene s

strani Novartisa. Razlog za nižjo ceno Lekovih delnic razreda B je bil v slabši likvidnosti delnic, ki jo je povzročila slabša razpršenost.

Tudi delnice Salusa so razdeljene na prednostne delnice, ki prinašajo fiksno dividendo ter dva razreda navadnih delnic z desetkrat nižjo nominalno vrednostjo. Lastništvo navadnih delnic razreda A je vezano na delovno razmerje, navadne delnice razreda B pa so prosto prenosljive in kotirajo na borznem trgu.

Pomemben podatek v lastniški strukturi podjetij je tudi lastništvo države. Z lastninskim preoblikovanjem podjetij se je država iz večine podjetij umaknila ali pa je kasneje svoj delež v podjetjih prodala. Izjema so podjetja, ki naj bi imela za državo Slovenijo strateški pomen, taki pa sta med podjetji, katerih letna poročila so bila vključena v mojo analizo, Aerodrom Ljubljana in Luka Koper. V obeh podjetjih ima država 49% lastniški delež, v obeh podjetjih je to delež v obliki prednostnih participativnih delnic, glede katerih ima država pri glasovanju na skupščini pravico veta. V obeh primerih imajo prednostne delnice države enako nominalno vrednost kot navadne delnice, izvzete pa so iz trgovanja na borznem trgu. Odločitev o prodaji državnega deleža v obeh podjetjih je predvsem politične narave in se prelaga iz leta v leto, kar pa gre prav gotovo v škodo ceni delnic obeh podjetij.

Že primer Leka kaže na to, kako število delnic, njihova razpršenost in s tem struktura lastništva vplivajo na ceno delnice. Podjetja v moji raziskavi so podatke o številu delnic in lastniški strukturi v veliki večini predstavila, izjemi sta bili le letni poročili Tehnouniona in Zdravilišča Moravske Toplice, v katerih teh podatkov nisem našla. V 25 letnih poročilih, kar predstavlja 75%, sta bila oba podatka predstavljena v celoti, v 6 letnih poročilih pa le delno, največkrat zato, ker je manjkal podatek o številu delnic. Večinoma so podjetja kar v posebnem poglavju za delničarje navedla število delnic in delniško strukturo. Nekatera podjetja so dodala tudi podatke o desetih največjih delničarjih in odstotku lastništva, s katerim le-ti razpolagajo. Podatke o lastniški strukturi so podjetja običajno predstavila v obliki tortnega diagrama ali v obliki razpredelnice.

Za borzne analitike so pri lastniški strukturi zanimivi tudi podatki o skupnem lastništvu posameznih skupin lastnikov podjetja, ki običajno na trgu delujejo usklajeno. Taki podatki so na primer podatki o lastništvu fizičnih oseb, zaposlenih, tujih pravnih oseb, pooblaščenih investicijskih družb, institucionalnih investitorjev in podobno. Na tak način se je prikaza lastniške strukture lotila slaba polovica podjetij v analiziranih letnih poročilih.

Med podatke, ki sodijo v posebno poglavje za delničarje, če se podjetje odloči za tako strukturo letnega poročila, sodijo prav gotovo podatki o nominalni in knjižni vrednosti delnice ter dobičku na delnico. Do teh informacij lahko borzni analitik sicer pride tudi s preračunavanjem podatkov iz bilance stanja in izkaza uspeha ali po

novem Zakonu o gospodarskih družbah iz izkaza poslovnega izida, vendar je kljub temu zaželeno, da so ti podatki navedeni na posebnem mestu, kjer jih lahko preberejo tudi tisti uporabniki letnih poročil, ki niso finančni strokovnjaki.

Najpogosteje so podjetja izmed teh podatkov v letnih poročilih izpustila podatek o nominalni vrednosti delnice, treba pa je priznati, da ta podatek pri nas sam po sebi tudi nima posebne uporabne vrednosti. Drugače je v tujini, kjer je nominalna vrednost kapitala izhodišče za vrednotenje v kasnejših letih. Pri nas bi samo nominalno vrednost zaradi boljše primerljivosti lahko nadomestila revalorizirana vrednost osnovnega kapitala, ki vključuje preteklo inflacijo, vendar je tudi ta podatek za naša podjetja zaradi tolikokrat ugotovljenih napak pri določanju izhodiščne vrednosti podjetij ob lastninjenju bolj ali manj neuporaben. Kljub temu je kar nekaj podjetij v svojih letnih poročilih navedlo tudi podatek o revalorizirani nominalni vrednosti delnice.

Najpogostejša kazalca, ki se izračunavata iz knjigovodske vrednosti delnice in dobička na delnico, sta razmerje med knjigovodsko in tržno vrednostjo delnice ter multiplikator dobička ali razmerje med dobičkom na delnico in tržno ceno delnice (P/E ali Price/Earnings količnik). Podjetja, ki so v svojih letnih poročilih objavila podatke o nominalni in knjižni vrednosti delnice ter dobičku na delnico, so največkrat tudi izračunala oba koeficienta in pogosto v obliki tabele predstavila spremembe koeficientov po letih. Sedanji in bodoči investitorji lahko tako primerjajo oba prikazana koeficienta med različnimi podjetji, vendar pa je pri tem potrebno upoštevati vrsto dejavnikov, ki vplivajo na velikost obeh koeficientov, kar pa je že naloga borznih analitikov.

Podatke o nominalni in knjižni vrednosti delnice ter dobičku na delnico je v svoje letno poročilo uvrstilo 22 podjetij ali dve tretjini. 6 podjetij (18%) je navedlo te podatke le delno, 5 podjetij (15%) pa tovrstnih podatkov o delnici v svoje letno poročilo ni uvrstilo.

Izplačane dividende pomenijo za lastnike podjetja del donosa njihove naložbe. Še bolj pomemben podatek, kot je znesek izplačanih dividend za nazaj, pa pomenijo za investitorje pričakovani prihodnji donosi od dividend, kar podjetje opredeli s svojo politiko dividend. Za investitorje je najbolj predvidljiv model enakomernih dividend, kar pomeni, da podjetje izplačuje iz leta v leto enak znesek dividende, običajno se ta znesek korigira le ob določeni dovolj veliki stopnji inflacije. Politika dividend lahko predvideva enakomerno rast dividend v prihodnosti, kar pomeni, da lahko investitorji dokaj zanesljivo predvidijo prihodnje donose od dividend. Nekatera podjetja opredeljujejo svojo politiko dividend kot stalen odstotek od ustvarjenega dobička. Tak model dividend je za investitorje mnogo slabše predvidljiv, saj pomeni ob uspešnih letih višje dividende, ob slabših letih pa celo izpad dohodkov od dividend. Nekatera podjetja pa dividend sploh ne izplačujejo. V takih primerih je seveda ključnega

pomena, da podjetje v svojem letnem poročilu pojasni, kakšna je njegova dividendna politika. Pojasniti mora zakaj dividend ni izplačalo in ali jih v prihodnje namerava izplačevati. Podjetje se lahko odloči, da dividend ne izplača zaradi slabih poslovnih rezultatov, zaradi načrtovane obsežnejše investicije, ki jo namerava financirati z lastnimi viri, ali kakšnega drugega razloga. Kljub temu je pomembno, da sedanje in potencialne lastnike seznanijo s svojo usmeritvijo glede izplačevanja dividend, saj predvidljivost donosov v prihodnosti, kamor sodijo tudi izplačane dividende, pomembno vpliva na ceno delnice. Poudariti pa je potrebno, da neizplačevanje dividend samo po sebi za investitorje ni ovira, saj dividende pomenijo tudi določeno davčno breme, ki za investitorja odpade, če se neizplačana dividenda odrazi v višji tržni ceni delnice. Pomembno je le, da lastniki prihodke od dividend lahko predvidijo.

Med pregledanimi letnimi poročili je bilo 7 (21%) takih, ki niso vsebovala nikakršnih podatkov o izplačanih dividendah in dividendni politiki. 13 podjetij je v svojem letnem poročilu objavilo podatke o izplačanih dividendah za preteklo poslovno leto ali za več let, ne pa tudi podatkov o svoji dividendni politiki. 13 podjetij pa je objavilo tako podatke o preteklih izplačanih dividendah kot tudi svojo usmeritev glede prihodnjih izplačil dividend. Pretekle izplačane dividende so podjetja najpogosteje navedla v obliki tabele, ki je vsebovala tudi indekse rasti, dividendno politiko pa so opisala v nekaj kratkih stavkih.

V posebno poglavje za delničarje v vsakem letnem poročilu bi moral biti vključen tudi prikaz gibanja tržnega tečaja delnice in prometa z delnico na borznem trgu. Te podatke je najlažje prikazati v obliki enega ali dveh ločenih grafikonov. Zanimiva je tudi primerjava gibanja tečaja delnice posameznega podjetja z gibanjem slovenskega borznega indeksa SBI20, saj na ta način investitorji lažje ocenijo realno gibanje svoje naložbe. Če se je tečaj vrednostnega papirja v zadnjem letu znižal na primer za 5%, SBI20 pa za 15%, to kljub izgubi kaže na to, da je bilo gibanje vrednostnega papirja nadpovprečno in so bile očitno razmere na celotnem kapitalskem trgu zelo neugodne. Na ta način investitorji lažje sprejmejo novice o izgubljanju vrednosti svoje naložbe in se ne odločajo tako hitro za prodajo kot bi se, če bi poznali le podatek o gibanju tečaja delnice, katere lastniki so.

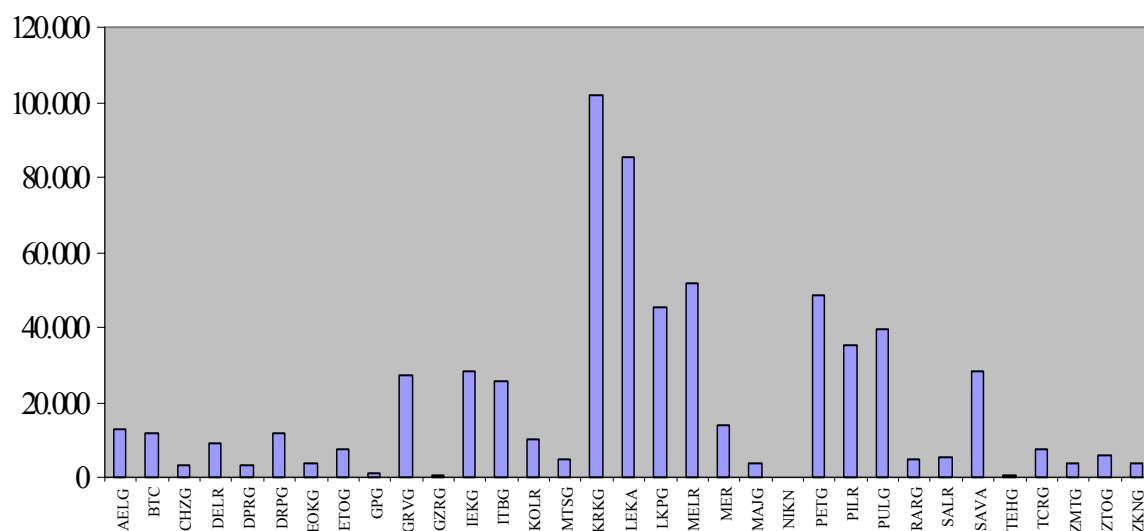
Pomemben podatek, ki bi ga podjetja morala vključiti h grafu o prometu z delnico, je odstotek prometa v skupnem prometu borze ali pa vsaj podatek o tržni kapitalizaciji. Slaba likvidnost delnice namreč lahko bistveno vpliva na njeno ceno, to pa je na trgu Ljubljanske borze še toliko bolj očitno, saj so podjetja, s katerih vrednostnimi papirji se preko njega trguje, v svetovnem merilu izredno majhna.

Med analiziranimi letnimi poročili je 15 podjetij (45,5%) grafično prikazalo tako gibanje tečaja kot tudi promet z delnico v zadnjem letu, večinoma pa so podjetja navedla tudi podatke o tržni kapitalizaciji ali deležu prometa v skupnem prometu borznega trga ter primerjavo s SBI20. 8 podjetij je prikazalo podatke o gibanju tečaja

delnic in prometu na borznem trgu le delno, večinoma so manjkali podatki o prometu. 11 oziroma ena tretjina podjetij pa podatkov te vrste v svoje letno poročilo ni vključilo.

V spodnjem grafu je prikazana tržna kapitalizacija podjetij, katerih letna poročila sem uvrstila v svojo analizo<sup>23</sup>. Iz grafa je razvidno, da so razlike med podjetji zelo velike, saj je njihova tržna kapitalizacija ob koncu leta 2001 znašala od dobrih 97 mio SIT pri Niki do skoraj 102 mrd SIT pri Krki.

Slika 5: Tržna kapitalizacija izbranih podjetij po oznakah delnic ob koncu leta 2001 v mio SIT



Vir: Analiza letnih poročil in tečajnica Ljubljanske borze na dan 28.12.2001.

Pomemben podatek za delničarje je tudi vrednost in spreminjanje vrednosti kapitala podjetja. V letnih poročilih, ki so bila vključena v mojo analizo, je 17 podjetij ali dobra polovica gibanje kapitala prikazalo kot gibanje knjigovodske vrednosti delnice ali kot gibanje celotnega kapitala za obdobje zadnjih petih let. Podatki so bili prikazani grafično s črtnimi ali stolpčnimi grafikoni ali pa le s številčnimi tabelami. Preostalih 16 podjetij gibanja kapitala v svojih letnih poročilih ni posebej izpostavljalo, pač pa so samo vrednost kapitala in postavk, ki ga računovodsko tvorijo, prikazali v bilanci uspeha, ki je sestavljena za zadnji dve leti.

V letnih poročilih za leto 2002 bodo morala podjetja sestavo kapitala objaviti že po novih računovodskih standardih, zato bodo posamezne postavke kapitala za nazaj slabo primerljive z novimi postavkami. V svojih letnih poročilih se je 7 podjetij (dobrih 21%) odločilo za prikaz strukture kapitala v skladu z novimi Slovenskimi

<sup>23</sup> Tržna kapitalizacija Aerodroma Ljubljane, Luke Koper in Salusa je preračunana na način, kakor da bi se preko borznega trga trgovalo z vsemi delnicami omenjenih podjetij.

računovodskimi standardi na 1.1.2002, to so Emona Obala Koper, Gorenje, Intereuropa, Istrabenz, Krka, Lek in Petrol.

V letnih poročilih za leto 2002 bodo po novem Zakonu o gospodarskih družbah obvezna sestavina pojasnil k računovodskim izkazom tudi podatki o skladu lastnih delnic. Podjetje lahko oblikuje sklad lastnih delnic z namenom preprečitve hude neposredne škode, za izplačilo nagrad upravi v obliki delnic, zaradi nameravanega umika delnic in za druge namene skladno z zakonom. Lastne delnice je potrebno odsvojiti v treh letih po pridobitvi, če skupni nominalni znesek delnic presega 10% osnovnega kapitala družbe, v kolikor družba ne namerava izvesti umika kapitala (Zakon o gospodarskih družbah, 2002).

Podjetje ima lahko z odkupovanjem lastnih delnic na trgu pomemben vpliv na ceno delnice, zato je prav, da se v letnem poročilu razkrijejo podatki o oblikovanju sklada lastnih delnic, številu in vrednosti lastnih delnic ter namenu, za katerega je sklad oblikovan. Tudi podjetja, ki nimajo oblikovanega sklada lastnih delnic, bi ta podatek morala objaviti v letnem poročilu. Med analiziranimi letnimi poročili jih je 21 oziroma skoraj 64% vsebovalo podatke o številu in vrednosti delnic v skladu lastnih delnic, v enem letnem poročilu je bila objavljena samo vrednost sklada lastnih delnic, v 11 letnih poročilih pa teh podatkov ni bilo.

V letnem poročilu naj bi borzni analitik našel tudi opis gospodarskih razmer doma in po svetu. Te informacije naj bi bile po letnih poročilih podobne, s poudarki na tistih narodnogospodarskih dejavnostih, ki na poslovanje posameznih podjetij še posebej vplivajo. Glede vključevanja podatkov o gospodarskih razmerah doma in po svetu so se podjetja v moji analizi porazdelila povsem enakomerno. Le tretjina podjetij je te podatke predstavila zadovoljivo, tretjina se je temu vprašanju posvetila delno in razmere doma in po svetu bolj slučajno omenila na več mestih znotraj letnega poročila, tretjina podjetij pa teh podatkov v svoje letno poročilo ni vključila.

Še slabše so se podjetja odrezala v vključevanju panožnih podatkov v svoje letno poročilo. Podjetja bi morala v letnih poročilih opisati razmere v panogi, predstaviti konkurente, navesti tržne deleže po posameznih področjih poslovanja in izvesti benchmark analizo. Za borzno analizo bi bili uporabni tudi podatki o razvojnem ciklu panoge, saj je na ta način lažje predvidevati bodoče poslovanje podjetja. Podatki o panogi so bili zadovoljivo opisani le v 6 letnih poročilih, čeprav niti nobeno od teh letnih poročil ni vsebovalo vseh zgoraj navedenih podatkov. 12 podjetij je v svojem letnem poročilu namenilo razmeram v panogi nekaj stavkov, večinoma pa so bile to zelo splošne informacije. V preostalih 15 letnih poročilih ni bilo nikakršnih podatkov o razmerah v panogi, tržnih deležih podjetja in konkurentih.

Posebno pozornost v letnih poročilih zaslužijo podatki o poslovanju podjetja. Za lažjo oceno samega poslovanja, predvsem pa tveganja v povezavi z naložbo v delnice

podjetja, morajo borzni analitiki natančno poznati strukturo prihodkov podjetja. Zato so še zlasti pomembne segmentne informacije, kjer naj bi podjetje razčlenilo svoje poslovanje po prihodkovnih področjih. Podjetje samo izbere, kakšna delitev prihodkov je za njegovo poslovanje najbolj značilna. Lahko gre na primer za delitev prihodkov na tiste iz poslovanja in tiste iz financiranja, lahko za delitev prihodkov po proizvodnih programih, po dejavnostih, po trgih in podobno. Pomembno je, da tako delitev prihodkov v letnem poročilu predstavijo, saj na ta način borzni analitiki in ostali uporabniki letnih poročil lahko ocenijo izpostavljenost podjetja do na primer posameznega trga. Pred leti je bil tak primer izvoz v države bivše Sovjetske zveze, ki je v tako imenovani "ruski krizi" v trenutku izginil in pustil za seboj še kup terjatev, ki jih je bilo potrebno odpisati. Segmentne informacije pa morajo podjetja prikazati smiselno, saj za investitorje niso pomembna tista poslovna področja ali na primer tisti izvozni trgi, ki k skupnim prihodkom prispevajo le minimalno.

V moji analizi je kar 25 podjetij (kar predstavlja dobre tri četrtine) podrobno predstavilo členitev prihodkov v svojih letnih poročilih. Večinoma je šlo za členitev prihodkov po področjih poslovanja in trgih, te podatke pa so podjetja največkrat predstavila kot strukturne diagrame. 6 podjetij je strukturo svojih prihodkov v letnih poročilih prikazalo le v grobem, le dve podjetji (Geodetski zavod RS in Tehnunion) pa sta segmentne informacije iz letnega poročila izpustili.

Kontinuiteto poslovanja v preteklosti so nekatera podjetja v svojih letnih poročilih predstavila grafično ali tabelarično s prikazom prihodkov iz poslovanja in dobičkov (celotnega ali čistega) v zadnjih nekaj letih v preteklosti. Koristno je, da tak pregled samih kategorij vsebuje tudi indekse rasti. Tako prikazani podatki o pretekli realizaciji podjetja omogočajo borznim analitikom lažjo predstavo o prihodnjem poslovanju podjetja. Če je na razpolago dovolj dolga časovna vrsta podatkov, že na prvi pogled lahko izločijo za podjetje neobičajno velike ali majhne stopnje rasti, lahko pa ugotavljajo tudi trende prihodnjega gibanja teh kategorij. Podatki za zadnji dve leti so sicer predstavljeni v izkazu uspeha (poslovnega izida), vendar je obdobje dveh let prekratko za oceno kontinuitete poslovanja. Podjetja, pri katerih je rast poslovanja bolj enakomerna, so seveda za vlagatelje manj tvegana, posledice tega pa se odražajo na tržni ceni delnic podjetja. Od pregledanih letnih poročil jih je 15 (45,5%) vsebovalo pregled rasti prihodkov in dobička za zadnjih pet let, preostalih 18 (54,5%) pa ne.

Poseben del letnega poročila, ki je za borzne analitike zelo pomemben, je opis upravljanja s tveganji. Podjetja delujejo v negotovem okolju, zato je za investitorje pomembno poznavanje prilagodljivosti podjetja spreminjajočemu se okolju. Iz opisa obvladovanja tveganj lahko borzni analitiki sklepajo na zanesljivost prihodnjih prihodkov in dobičkov podjetja. Varovanje pred različnimi tveganji pa za podjetje pomeni tudi strošek, zato morajo podjetja dobro presoditi, kdaj se zavarovanje pred tveganji izplača. Podjetja se varujejo pred tečajnimi tveganji, če so izvozniki, še

posebej je to v zadnjem času pomembno za izvoznike na območja, kjer je plačilno sredstvo ameriški dolar. Podjetja tvegajo, če so močno odvisna od enega ali nekaj dobaviteljev, enako velja za odjemalce. Nekatera podjetja so močno odvisna od spreminjajoče se državne regulative, druga od cen surovin, spet tretja izgubljajo zaradi plačilne nediscipline in podobno. Opis upravljanja s tveganji je v svoja letna poročila vključilo 10 podjetij iz analize, 2 podjetji sta se temu vprašanju posvetili delno, 21 podjetij (skoraj dve tretjini) pa v svojih letnih poročilih ni razkrilo, ali se pred tveganji varujejo ter na kakšen način to počnejo.

Zelo veliko pozornosti je večina podjetij v svojih letnih poročilih namenila podatkom o zaposlenih. Razlog za to je v dejstvu, da se zaposleni v večini podjetij pojavljajo tudi v vlogi lastnikov, kar izhaja iz načina lastninskega preoblikovanja podjetij v Sloveniji. Zadovoljstvo zaposlenih je gotovo eden pomembnih dejavnikov uspešnosti podjetja. V letnih poročilih so podjetja prikazala število zaposlenih in njihovo izobrazbeno strukturo največkrat v obliki tabel za zadnjih nekaj let. Opisala so tudi politiko zaposlovanja, nekatera podjetja pa so izčrpno opisala tudi programe izobraževanja zaposlenih in izdatke, ki jih izobraževanju in usposabljanju zaposlenih namenjajo. Podrobne podatke o zaposlenih so podjetja vključila v letno poročilo v 24 primerih, kar pomeni več kot 70%. V 6 letnih poročilih so podjetja navedla le število zaposlenih, 3 podjetja (BTC, Delo in Tehnounion) pa podatkov o zaposlenih niso vključila v svoje letno poročilo.

Razvojno naravnost kažejo podjetja s svojimi investicijami. Sam obseg potrebnih investicij je v veliki meri odvisen od panoge, v kateri podjetje deluje, kljub temu pa je investicijska dejavnost podjetja gibalo njegovega razvoja. V svoji analizi sem v letnih poročilih iskala podatke o realiziranih investicijah v zadnjih letih, o deležu izdatkov za raziskovanje in razvoj in podobnem. Za borznega analitika pa samo številčni podatki v zvezi z investicijsko dejavnostjo ne zadostujejo. Potrebno je prikazati konkretne rezultate, ki si jih podjetje od investicije obeta, predviden čas, v katerem naj bi se investicija povrnila in dolgoročne učinke investicij. Tudi delež izdatkov za investicijsko dejavnost v prihodkih ni podatek, ki bi imel veliko uporabno vrednost, saj pravzaprav kaže le na pripravljenost podjetja za investicijska vlaganja, ne pa tudi uspešnosti. V zadnjem času je zelo pomembno, da podjetje svoje investicije prilagaja strogim okoljevarstvenim zahtevam in zahtevam standardov kakovosti, kar gotovo povečuje stroške investicij, vendar pa v primeru njihovega neupoštevanja lahko v prihodnosti pomeni še veliko večje stroške kasnejšega odpravljanja posledic. Vse te in podobne podatke bi v letnih poročilih podjetja morala razkriti, vendar žal tega niso storila. Zato sem podjetja v zvezi z investicijsko dejavnostjo med sebj primerjala na podlagi tega, ali so v letnem poročilu navedla izdatke za investicijsko dejavnost v zadnjem letu, opisala večje investicije, opisala spremljanje ekoloških in kakovostnih standardov ter svojo raziskovalno - razvojno dejavnost. Dokaj dobro je to področje v letnih poročilih razkrilo 6 podjetij, to so BTC, Delo, Droga, Lek, Petrol in Zdravilišče Moravske



Toplice. Večina podjetij (21) je namenilo investicijski dejavnosti v letnih poročilih le nekaj stavkov, 5 podjetij pa dejavnosti investiranja ni posebej predstavilo.

Za borzne analitike kot finančne strokovnjake so pomembni tudi podatki o vrednostni strukturi naložb. Pri tem naj bi podjetje posebej izpostavilo tiste naložbe, ki imajo pomembnejši vpliv na vrednost premoženja podjetja. Na tem mestu bi podjetja v letnih poročilih lahko prikazala tržno vrednost nepremičnin in vrednostnih papirjev v svoji lasti. Razčlenjeno strukturo naložb je v svojih letnih poročilih prikazalo 14 podjetij ali dobrih 40%. Te podatke so podjetja v analiziranih letnih poročilih največkrat razkrila med pojasnili k bilanci stanja. 9 letnih poročil je vsebovalo predvsem členitev neopredmetenih dolgoročnih sredstev, ne pa tudi prikaza finančnih naložb po posameznih vrstah. 10 letnih poročil (30%) podatkov o strukturi naložb ni vsebovalo.

V letnih poročilih so podjetja prikazala kar nekaj finančnih kazalnikov. Nekatera podjetja so kazalnike prikazala za zadnjih tri ali pet let, kar je za borzne analitike zelo uporabno, saj iz takega pregleda lahko zelo na hitro ugotovijo trend izboljševanja ali poslabševanja posameznih finančnih kategorij. Nekatera podjetja so finančne kazalnike vključila v računovodsko poročilo, druga so jih združila v posebnem poglavju znotraj poslovnega poročila, spet tretja so jih raztresla skozi celotno letno poročilo. Najpogosteje so podjetja v tem delu prikazala temeljne kazalnike stanja financiranja in investiranja, vodoravnega finančnega ustroja, obračanja, gospodarnosti, dobičkonosnosti in dohodkovnosti kakor so opredeljeni v Slovenskih računovodskih standardih. Nekatera podjetja so uporabila tudi sistem prikaza povezanih kazalnikov. Vsaj za zadnja tri leta je precej finančnih kazalnikov v svoja letna poročila vključilo 6 podjetij (18%), 20 podjetij (61%) je v letna poročila vključilo le posamezne kazalnike za zadnje leto ali dve, 7 podjetij iz analize (21%) pa v letnem poročilu ni izračunalo nobenega finančnega kazalnika.

Podjetje tvori celoto skupaj s svojimi podružnicami in povezanimi družbami. V letnem poročilu bi moral biti pregled po podružnicah in podjetjih, ki so vključena v konsolidirano bilanco stanja, obvezno predstavljen. Pri tem pa ne gre za sam seznam podružnic, pač pa predvsem za to, kako poslovanje po podružnicah vpliva na poslovne rezultate matičnega podjetja. V letno poročilo bi morala zato podjetja vključiti tudi podatke o podružnicah, v katerih bi opisala področje njihovega poslovanja in poslovne rezultate. Tudi pri opisovanju strategije razvoja podjetja bi moralo le-to nekaj pozornosti nameniti prihodnjemu poslovanju podružnic, ločiti perspektivne od neperspektivnih in predstaviti načrtovano poslovanje v prihodnje tudi po podružnicah. V analiziranih letnih poročilih je 10 podjetij (30%) poleg navedbe podružnic predstavilo tudi njihove rezultate poslovanja s številkami, 14 podjetij je le navedlo svoje podružnice, preostalih 9 podjetij pa v svojih letnih poročilih teh podatkov ni predstavilo.

Tržna vrednost delnice naj bi bila določena s prihodnjimi pričakovanimi donosi od investicije v delnico. Zato so med najpomembnejšimi informacijami za borzne analitike podatki o prihodnjem - načrtovanem poslovanju podjetja. Prepričana sem, da v vseh v analizi obravnavanih podjetjih načrtujejo prihodnje poslovanje, to pomeni promet, prihodke, stroške, dobiček in podobne kategorije vsaj za naslednje poslovno leto, največkrat pa imajo podjetja izdelane konkretne številčne plane kar za naslednjih tri do pet let. Pa vendar je samo 6 od 33 podjetij (18%) v svojem letnem poročilu navedlo načrtovane prihodke in dobiček, pa še to le za naslednje poslovno leto, 3 podjetja so navedla le planirano realizacijo za naslednje poslovno leto, kar 24 podjetij (skoraj tri četrtine) pa ni v svojih letnih poročilih omenilo nobenih načrtovanih kategorij.

Borzni analitiki sicer pri vrednotenju delnic vedno upoštevajo svoja predvidevanja o prihodnjem poslovanju podjetja. Vendar so njihova predvidevanja bolj zanesljiva, če potrditev dobijo tudi v načrtovanem obsegu poslovanja, ki ga podjetje objavi v letnem poročilu. Po drugi strani pa, kadar se predvidevanja borzних analitikov bistveno razlikujejo od načrtov, kot jih objavi podjetje, borzni analitiki ponovno preverijo svoja predvidevanja in so pri napovedovanju prihodnjega poslovanja podjetja toliko bolj previdni. Seveda pa načrti podjetja ne pomenijo tudi kasnejše dejanske realizacije, saj so v podjetjih lahko boljši ali slabši planerji. Borznim analitikom zato pri vrednotenju pomaga tudi opis uresničevanja plana za preteklo poslovno leto, kar pa je bilo v obravnavanih letnih poročilih prikazano le izjemoma.

Nekoliko bolje so se podjetja odrezala pri opisnem delu svojega prihodnjega poslovanja. Opis strategije prihodnjega razvoja in načrtovanih investicij je vsebovalo 18 letnih poročil, torej dobrih 54%, le v nekaj stavkih in bolj na splošno je svoj prihodnji razvoj opisalo 6 podjetij, 9 letnih poročilih pa ni vsebovalo nikakršnih informacij o prihodnosti podjetja.

Prihodnji poslovni rezultati podjetja so odvisni tudi od potencialnih obveznosti podjetja. Sem sodijo podatki o tožbah, v katerih je podjetje tožena ali tožeča stranka, podatki o danih jamstvih, o hipotekah, vpisanih na premoženju podjetja in podobno. Te podatke bi vsako letno poročilo moralo vsebovati, saj bi na ta način zmanjšalo negotovost glede prihodnjih poslovnih rezultatov in pozitivno vplivalo na ceno delnice. V nekaterih od podjetij, katerih letna poročila sem analizirala, se tega dejstva zavedajo, in so podatke o potencialnih obveznostih vključili v letno poročilo. Takih podjetij je bilo 12, v 4 podjetjih so podatke o potencialnih obveznostih prikazali le opisno, 17 podjetij ali dobra polovica pa teh podatkov v svoje letno poročilo ni vključilo.

Vodstvo podjetja je za uspešnost poslovanja izjemnega pomena. Pogoste menjave v upravi se odrazijo v slabši predvidljivosti poslovanja in pogosto tudi v slabših poslovnih rezultatih. Delo uprave nadzira nadzorni svet, ki ima po novem Zakonu o

gospodarskih družbah tudi večjo odgovornost. Prav je, da podjetje v svojem letnem poročilu predstavi člane uprave skupaj z njihovimi funkcijami ter člane nadzornega sveta, njihove prejemke, morebitno kreditno izpostavljenost podjetja do teh oseb ter njihov lastniški delež v podjetju. Posebej kreditna izpostavljenost podjetja in lastništvo članov uprave in nadzornega sveta v podjetju sta pomembna podatka, saj na njihovi podlagi lahko borzni analitiki ocenjujejo tveganost svoje naložbe. Direktor, ki tudi z lastnimi sredstvi kupuje delnice svojega podjetja, kaže zaupanje v prihodnost njegovega poslovanja. Podjetja bi zato morala v letnih poročilih razkriti tudi podatke, ali so člani uprave delnice podjetja pridobili kot nagrado, z investiranjem lastnih sredstev, preko kreditov in podobno. Nobeno od pregledanih letnih poročil vseh omenjenih podatkov ni vsebovalo. Večina podjetij (29) je navedla imena članov uprave in nadzornega sveta, nekatera tudi njihove funkcije, letno poročilo Radenske je vsebovalo še skupne zneske plač in regresa ožjega posloводства ter nagrad nadzornega sveta. V 4 podjetjih (Geodetski zavod RS, Tehnounion, Terme Čatež in Zdravilišče Moravske Toplice) pa niso v letno poročilo vključili niti imen članov uprave in nadzornega sveta.

Sestavni del vsakega letnega poročila je računovodsko poročilo, ki vsebuje vsaj računovodske izkaze s pojasnili. Glede obsega razkritih informacij v samih pojasnilih računovodskih izkazov se podjetja lahko odločajo sama, kljub temu pa morajo v računovodsko poročilo vključiti zakonsko predpisana razkritja. Pojasnil k računovodskim izkazom nista vsebovali letni poročili Tehnouniona in Pivovarne Laško, letno poročilo Geodetskega zavoda RS pa je vsebovalo le splošen opis metod vrednotenja računovodskih postavk. Pri prikazovanju računovodskih podatkov v bilanci stanja in izkazu uspeha, kot je še veljalo za leto 2001, so nekatera podjetja vključila tudi indekse rasti med leti, kar olajša analiziranje podatkov. Takih je bilo več kot polovica (18) letnih poročil. V letnih poročilih Intereurope, Mercatorja, Salusa, Save in Žita pa sta bila bilanca stanja in izkaz uspeha prikazana tudi strukturno. Oblika računovodskih izkazov je zakonsko določena, zato v svoji analizi njihove razčlenjenosti nisem podrobneje preučevala. Podatke, ki so se mi znotraj posameznih računovodskih izkazov za borzno analizo zdeli pomembni, pa sem tako ali tako posebej izpostavila.

V tabeli na naslednjih dveh straneh je prikazan rezultat analize letnih poročil 33 podjetij z organiziranega trga Ljubljanske borze za leto 2001. Tabela 3 tako prikazuje število zbranih točk po podjetjih za vsakega od 21 iskanih podatkov ali sklopov podatkov ter v skupnem seštevku. Podjetja so v tabelo razvrščena po abecednem redu oznak delnic v borzni kotaciji.

Iz tabele je razvidno, da so podjetja v svojih letnih poročilih od skupno 42 točk zbrala od najmanj 8 do največ 35 točk. Vsa letna poročila skupaj so zbrala 800 točk od skupaj možnih 1386 točk.

Tabela 3: Rezultati analize

PODATKI V LETNEM POROČILU	AELG	BTC	CHZG	DELR	DPRG	DRPG	EOKG	ETOG	GPG	GRVG	GZRG	IEKG	ITBG	KOLR	KRKG	LEKA	LKPG
Število delnic in lastniška struktura	2	2	1	2	1	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2
Podatki o delnici	2	2	0	2	2	2	2	2	1	2	0	2	2	2	2	1	2
Izplačane dividende in politika dividend	1	1	0	2	1	2	2	0	0	2	1	2	2	2	1	1	2
Gibanje tečaja in promet z delnico na borzi	2	1	0	1	0	1	2	0	2	2	0	2	2	2	2	2	2
Gibanje kapitala za zadnjih nekaj let	2	1	2	2	1	1	2	1	1	2	1	2	2	2	2	2	1
Podatki o skladu lastnih delnic	0	2	2	1	2	0	2	2	2	0	0	2	2	2	2	2	0
Gospodarske razmere v svetu in doma	1	0	1	1	0	2	2	0	1	1	0	2	1	2	0	1	2
Razmere v panogi, konkurenti in tržni deleži	1	0	0	2	0	1	1	0	0	1	1	1	2	0	0	0	0
Segmentne informacije	2	2	2	2	2	2	2	2	1	2	0	2	2	2	2	2	2
Rast prihodkov in dobičkov v preteklosti	1	1	1	2	1	1	2	2	1	2	1	2	2	2	2	2	1
Upravljanje s tveganji	0	0	0	0	0	2	2	0	2	2	0	2	2	0	2	2	0
Število zaposlenih in izobrazbena struktura	2	0	2	0	2	2	2	2	2	1	2	1	2	2	2	1	2
Izdatki za investicije, R&D in ekologijo	1	2	0	2	0	2	1	1	1	0	1	1	1	1	1	2	1
Struktura naložb	1	0	0	1	2	1	2	0	0	2	0	2	2	1	0	2	1
Finančni kazalniki za zadnjih nekaj let	1	0	1	2	1	2	2	0	1	1	1	1	0	2	1	1	1
Podružnice in njihovo poslovanje	0	2	0	0	0	1	2	1	0	1	0	1	1	1	1	1	1
Predvidena rast prihodkov in dobičkov	0	0	1	0	2	0	0	0	0	2	0	0	2	2	1	0	0
Strategija razvoja in načrti za prihodnost	2	2	0	0	2	0	2	0	1	2	1	2	2	2	2	0	2
Potencialne obveznosti	2	2	0	0	2	2	0	0	2	0	0	1	0	0	1	0	2
Podatki o članih uprave in nadzornega sveta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1
Prikaz računovodskih izkazov z indeksi rasti	0	0	1	0	0	2	2	2	0	0	2	2	2	2	2	2	0
<b>Zbrane točke</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>29</b>	<b>35</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>28</b>	<b>13</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>32</b>	<b>29</b>	<b>27</b>	<b>25</b>

**LEGENDA:**

0 - NE VSEBUJE PODATKA

1 - DELNO VSEBUJE PODATEK

2 - VSEBUJE PODATEK V CELOTI

Tabela 3: Rezultati analize - nadaljevanje

PODATKI V LETNEM POROČILU	MAJG	MELR	MER	MTSG	NIKN	PETG	PILR	PULG	RARG	SALR	SAVA	TCRG	TEHG	ZKNG	ZMTG	ZTOG
Število delnic in lastniška struktura	2	2	2	2	2	2	1	2	2	1	2	1	0	2	0	2
Podatki o delnici	2	2	2	2	2	2	1	1	2	2	2	0	0	1	0	1
Izplačane dividende in politika dividend	2	2	2	2	1	1	0	1	1	0	2	1	0	1	0	1
Gibanje tečaja in promet z delnico na borzi	2	1	0	2	1	2	1	0	0	2	2	1	0	0	0	1
Gibanje kapitala za zadnjih nekaj let	2	1	2	2	2	2	2	1	1	1	1	2	1	1	1	1
Podatki o skladu lastnih delnic	2	0	2	2	0	2	0	2	2	2	2	2	0	0	0	2
Gospodarske razmere v svetu in doma	0	2	2	2	2	1	1	1	0	1	2	0	0	0	0	2
Razmere v panogi, konkurenti in tržni deleži	1	1	1	0	0	0	2	2	0	2	0	0	1	1	2	1
Segmentne informacije	2	2	2	2	1	1	1	1	2	2	1	2	0	2	2	2
Rast prihodkov in dobičkov v preteklosti	1	2	1	2	2	2	1	1	1	2	1	2	1	1	1	1
Upravljanje s tveganji	0	2	0	0	0	1	0	0	0	0	2	0	0	0	0	1
Število zaposlenih in izobrazbena struktura	2	2	2	2	1	2	2	2	2	1	2	2	0	1	2	2
Izdatki za investicije, R&D in ekologijo	1	1	1	1	0	2	1	1	1	0	1	1	0	1	2	1
Struktura naložb	2	2	2	1	2	2	0	1	2	1	2	2	0	0	1	0
Finančni kazalniki za zadnjih nekaj let	1	2	1	0	0	2	1	1	1	1	0	1	1	1	1	0
Podružnice in njihovo poslovanje	2	2	2	1	2	2	2	2	1	0	1	0	2	1	0	1
Predvidena rast prihodkov in dobičkov	0	2	1	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Strategija razvoja in načrti za prihodnost	1	2	2	1	2	0	2	2	0	0	2	2	0	1	2	1
Potencialne obveznosti	2	1	2	0	1	2	0	0	2	2	0	2	0	0	0	0
Podatki o članih uprave in nadzornega sveta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0	1
Prikaz računovodskih izkazov z indeksi rasti	2	0	2	0	0	2	2	2	0	0	2	2	2	0	1	2
<b>Zbrane točke:</b>	<b>30</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>25</b>	<b>22</b>	<b>31</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>28</b>	<b>23</b>	<b>8</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>23</b>

**LEGENDA:**

0 - NE VSEBUJE PODATKA

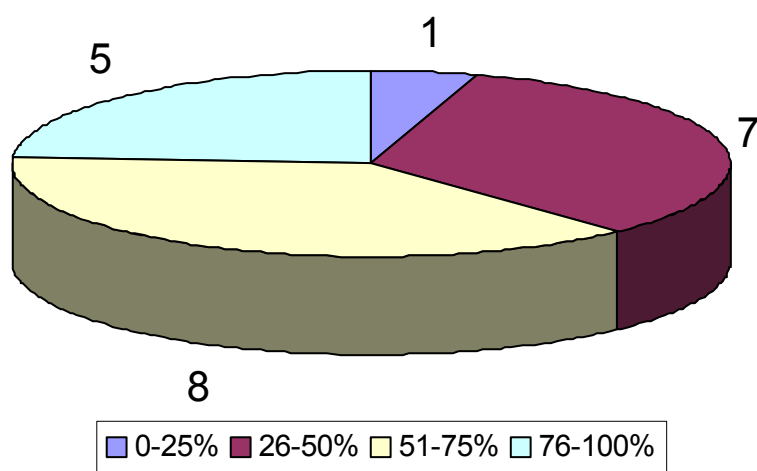
1 - DELNO VSEBUJE PODATEK

2 - VSEBUJE PODATEK V CELOTI

Vir: Analiza letnih poročil.

Podjetja so v analiziranih letnih poročilih v povprečju najpogosteje navedla podatke o številu delnic in delniško strukturo ter segmentne informacije, v povprečju najslabše pa so v letna poročila vključila podatke o pričakovanih bodočih prihodkih in dobičkih. V spodnjem grafu je prikazano, kako popolno so podjetja v povprečju iskane podatke iz analize vključevala v svoja letna poročila. Kot kriterij je uporabljen delež točk, ki so jih analizirana letna poročila skupaj zbrala pri vsakem od iskanih podatkov oziroma sklopov podatkov v letnih poročilih.

Slika 6: Prikaz popolnosti iskanih podatkov v letnih poročilih delniških družb z borznega trga za leto 2001



Vir: Analiza letnih poročil.

Od 21 vrst izbranih podatkov so vsa analizirana podjetja v povprečju le pri enem podatku zbrala manj kot četrtino možnih točk. Pri 7 vrstah podatkov so podjetja v povprečju zbrala od 26 do 50% možnih točk, pri 8 vrstah podatkov od 51 do 75% možnih točk in pri 5 vrstah podatkov več kot 75% možnih točk. Skupno so vsa analizirana podjetja zbrala 800 točk od možnih 1386 točk, kar predstavlja 57,7%.

Z vidika uporabnosti za borzno analizo so torej na splošno letna poročila podjetij iz borzne kotacije precej pomanjkljiva. Podatek, da so letna poročila iskane informacije v letnih poročilih v povprečju prikazala malo bolje kot polovično, se mi zdi kar zaskrbljujoč, predvsem zaradi dejstva, da so bila v analizo vključena podjetja, ki naj bi bila na področju sestavljanja letnih poročil najboljša, saj zanje veljajo najstrožje zakonske norme pa tudi največ priporočil. Sklepam lahko, da bi bil rezultat proučevanja letnih poročil preostalih podjetij, katerih delnice niso uvrščene v borzno kotacijo še precej slabši.

Poudariti pa je potrebno, da je kljub slabemu splošnemu vtisu nekaj podjetij svoja letna poročila pripravilo zelo dobro in tudi z vidika borzne analize zelo uporabno.

Podjetja, ki so v moji analizi zbrala več kot tri četrtine vseh možnih točk, so: Emona Obala Koper, Istrabenz, Intereuropa, Kolinska, Mercator in Merkur. Najmanj za borzno analizo uporabnih podatkov pa so vsebovala letna poročila podjetij: Tehnounion, Geodetski zavod RS, Comet, Zdravilišče Moravske Toplice, Živila in Etol.

Ob koncu svoje analize sem poskušala ugotoviti še, če lahko iz zbranih podatkov sklepam na kakšen dejavnik, ki bi imel pomemben vpliv na kakovost letnih poročil z vidika uporabnosti za borzno analizo. Zato sem zbrano število točk v letnih poročilih posameznega podjetja primerjala s tržno kapitalizacijo podjetij, številom mesecev v kotaciji na borzi in obsegom letnega poročila.

Koeficient korelacije med spremenljivkama številom zbranih točk v analizi in številom mesecev, odkar je delnica izbranega podjetja uvrščena na trg Ljubljanske borze, znaša 0,07. Vrednost izračunanega koeficienta nam pove, da med obema spremenljivkama pravzaprav ni odvisnosti. Omenjeno trditev nam potrjuje tudi statistično preverjanje ničelne domneve, da med spremenljivkama ni korelacije ( $H_0: \rho_{x_1, x_2} = 0$ ). t-statistika je enaka 0,411, točka stopnje značilnosti, pri kateri bi lahko zavrnilo ničelno domnevo, pa je 0,6839. Ne moremo torej zavrniti ničelne domneve, da med obema spremenljivkama ni korelacije (Blejec, 1990, str. 315-325). Iz tega lahko sklepamo, da izkušnje pri izdelavi letnih poročil niso imele nobenega vpliva na to, da bi bilo izdelano letno poročilo z vidika borzne analize bolj uporabno. Ta podatek me je pravzaprav presenetil, saj naj bi se ljudje z izkušnjami vendarle učili. Po drugi strani pa iz tega morda lahko sklepamo na dejstvo, da podjetja pri izdelavi svojih letnih poročil nimajo ustreznih napotkov in navodil, po katerih bi se lahko ravnala, da bi bila njihova letna poročila tudi z vidika uporabnosti za borzno analizo bolj kakovostna. Verjetno bo stanje na tem področju boljše že v naslednjem letu, saj morajo podjetja letna poročila za leto 2002 pripraviti že skladno z novim Zakonom o gospodarskih družbah in novimi Slovenskimi računovodskimi standardi, po katerih bo zahtevana količina razkritij bistveno večja, kot je to veljalo do sedaj.

Koeficient korelacije med spremenljivkama številom zbranih točk v analizi in tržno kapitalizacijo podjetij znaša 0,42. To kaže na srednje močno korelacijo med obema spremenljivkama, saj pri stopnji značilnosti  $P = 0,02176 < 0,05$  lahko zavrnemo ničelno domnevo ( $H_0: \rho_{x_1, x_3} = 0$ ), da med spremenljivkama ni korelacije. Tržna kapitalizacija naj bi bila v tem primeru kazalec velikosti podjetja in delno tudi prometa na borznem trgu. Lahko bi rekli, da je tržna kapitalizacija nekakšen indikator vpliva podjetja na borzni trg. Iz vrednosti izračunanega korelacijskega koeficienta lahko sklepamo, da lahko s precejšnjo verjetnostjo trdimo, da večja podjetja pripravljajo za borzno analizo uporabnejša letna poročila. To je verjetno predvsem posledica dejstva, da strošek priprave in izdelave letnega poročila pri podjetjih z večjo tržno kapitalizacijo v strukturi stroškov za podjetje predstavlja manjše breme kot pri podjetjih z manjšo tržno kapitalizacijo. Kljub vsemu pa letno poročilo, ki vsebuje velik obseg uporabnih

informacij, ni nujno tudi zelo drago, in najverjetneje je to razlog, da zgornja korelacija ni preveč močna.

Močnejša pa je korelacija med številom zbranih točk posameznega letnega poročila in njegovim obsegom, merjenim s številom strani. Ta korelacijski koeficient znaša 0,69, točna stopnja značilnosti pa je zanemarljivo majhna in znaša le  $9,54 \times 10^{-6}$ , kar pomeni, da lahko zavrnemo ničelno domnevo, da med spremenljivkama številom zbranih točk in številom strani posameznega letnega poročila ( $H_0: \rho_{x1, x4} = 0$ ), ni korelacije. S precej veliko verjetnostjo lahko torej trdimo, da obsežnejša letna poročila vsebujejo večjo količino za borzno analizo uporabnih podatkov kot manj obsežna (Košmelj, Rovan, 1999, str. 28-32).

Raziskava uporabnosti letnih poročil slovenskih podjetij z borznega trga za potrebe borzne analize ni prinesla najboljših rezultatov. Kljub temu so se nekatera podjetja pri pripravi letnih poročil za leto 2001 dobro odrezala in njihova letna poročila bi priporočila kot vzorec pri sestavljanju letnih poročil podjetij, ki so se v raziskavi slabše odrezala.

## 6. SKLEP

V svojem magistrskem delu sem se osredotočila na letno poročilo podjetja z vidika uporabnosti za borzno analizo. Za osnovni cilj naloge sem si zastavila določitev splošnega nivoja informacij v letnih poročilih slovenskih podjetij, ki jih pri svojem delu potrebujejo borzni analitiki. Področje mojega proučevanja so bila podjetja z organiziranega trga Ljubljanske borze, za katera so pravila letnega poročanja zakonsko najbolj podrobno opredeljena.

Magistrsko delo sem razdelila na teoretični in empirični del. V teoretičnem delu sem najprej opisala razmere na slovenskem trgu kapitala in razvoj Ljubljanske borze, opredelila sem delo borznega analitika, prikazala pa sem tudi pomen financiranja podjetij z izdajo lastniških vrednostnih papirjev tako z narodnogospodarskega kot s podjetniškega vidika. V nadaljevanju sem prikazala pomen letnega poročila za njegove uporabnike in tudi za podjetje samo, posebno pozornost pa sem posvetila podrobni predstavitvi zakonodaje, predpisov in priporočil s področja sestavljanja letnih poročil. Teoretični del vsebuje tudi prikaz običajne vsebine letnih poročil, pri tem pa je poudarjena uporabnost za borzno analizo. V empiričnem delu sem izvedla raziskavo, s katero sem želela ugotoviti, v kolikšni meri informacije v letnih poročilih slovenskih podjetij z organiziranega trga Ljubljanske borze zadoščajo potrebam borznih analitikov v Sloveniji, ki je z vidika razvoja trga kapitala še zelo mlada država.

Ljubljanska borza vrednostnih papirjev je bila ustanovljena decembra leta 1989, zato lahko v Sloveniji o pravem razvoju finančnih trgov govorimo šele od osamosvojitve



dalje. Kljub hitri rasti obsega borznega poslovanja pa je naš trg kapitala še dokaj slabo razvit in ne igra vloge pomembnega vira svežega kapitala za podjetja. Večina delnic, ki so uvrščene na organiziran ali prosti trg Ljubljanske borze, izvira iz lastninskega preoblikovanja podjetij. Tako je sekundarni trg vrednostnih papirjev oziroma trgovanje z že izdanimi vrednostnimi papirji v Sloveniji dokaj dobro razvito, primarnega trga pa skoraj ni. Zaradi takih razmer je prihodnost Ljubljanske borze ob vstopu naše države v Evropsko unijo še zelo negotova.

Način lastninskega preoblikovanja podjetij v Sloveniji ima tudi neposreden vpliv na delo borznih analitikov pri nas. Posebnost je predvsem visok delež zaposlenih v lastniški strukturi podjetij, kar prinaša pogosto zlorabo notranjih informacij. To pomeni za borzne analitike vpliv na ceno delnic, ki ga ne morejo predvideti, zato je možnost napak pri njihovih vrednotenjih večja.

Borzni analitiki izmed vseh uporabnikov letnih poročil za svoje delo potrebujejo najbolj podrobne informacije. Pravzaprav vsak podatek iz letnega poročila podjetja ima vsaj minimalen vpliv na ceno njegove delnice. Kakovostno letno poročilo mora zato v prvi vrsti zadoščati potrebam borznih analitikov, saj bo tako najverjetneje zadovoljilo tudi informacijske potrebe ostalih uporabnikov letnih poročil.

Zahteve glede letnega poročanja so v Sloveniji zakonsko podrobno opredeljene. Še posebej bo to veljalo za letna poročila, ki jih bodo podjetja sestavila za poslovno leto 2002, ko bo v veljavo že stopil novi Zakon o gospodarskih družbah, pričela pa bodo veljati tudi priporočila novih Slovenskih računovodskih standardov. Poleg Zakona o gospodarskih družbah urejata področje letnega poročanja tudi Zakon o trgu vrednostnih papirjev in Sklep o podrobnejši vsebini prospekta, izvlečka prospekta in javnega poziva za vpis in vplačilo vrednostnih papirjev, podrobna navodila pa je izdelala tudi Ljubljanska borza za vse izdajatelje vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje preko organiziranega ali prostega borznega trga.

Priprava letnega poročila pa za podjetje ni le zakonska obveznost. Letno poročilo sodi med najpomembnejša sredstva komuniciranja podjetja z okoljem, zato podjetja v svoja letna poročila poleg obveznih vključujejo še celo vrsto prostovoljnih razkritij. Popolne in podrobne informacije v letnih poročilih zbujejo zaupanje pri sedanjih in možnih bodočih lastnikih, posojilodajalcih, poslovnih partnerjih, zaposlenih in širši javnosti. To za podjetja pomeni boljšo bonitetno oceno, ki pa zagotavlja tudi cenejše vire financiranja.

Raziskava, ki sem jo izvedla v svojem magistrskem delu, je pokazala, da se slovenska podjetja večinoma ne zavedajo koristi, ki jih letna poročila prinašajo njim samim. Tudi zakonski okvir za področje letnega poročanja je bil do sedaj preohlapen, da bi zagotovil kakovostna letna poročila. Še posebno to velja za uporabnost letnih

poročil z vidika borzne analize, ki temelji na najbolj podrobnih in natančnih informacijah.

Pregledala sem letna poročila 33 podjetij z organiziranega trga Ljubljanske borze, v poročilih pa sem iskala podatke o delnicah, podatke o izdajatelju, njegovem poslovanju, premoženju in razvojni politiki ter podatke o upravi in odgovornih osebah, ki se mi zdijo za borzno analizo ključnega pomena. Ocenjevala sem, ali pregledana letna poročila iskane informacije vsebujejo v celoti, deloma ali pa jih ne vsebujejo. V povprečju so podjetja iskane podatke v svoja letna poročila vključila 57,7 odstotno. Najpogosteje so bili navedeni podatki o številu izdanih delnic, delniška struktura ter segmentne informacije, v najmanj primerih pa so podjetja v svoje letno poročilo vključila podatke o pričakovanih bodočih prihodkih in dobičkih.

Največ točk je v moji analizi zbralo letno poročilo Emone Obale Koper, in sicer 35 od možnih 42 točk. Dobro so se odrezala tudi letna poročila Istrabenza, Intereurope, Kolinske, Mercatorja in Merkurja, ki so vsa zbrala več kot tri četrtine možnih točk. Najmanj točk je zbralo letno poročilo Tehnouniona, ki je bilo z 8 zbranimi točkami edino letno poročilo, ki je zbralo manj kot četrtino možnih točk.

Rezultati raziskave kažejo, da so pregledana letna poročila z vidika uporabnosti za borzno analizo precej pomanjkljiva. Iz tega lahko sklepamo, da letna poročila slovenskih podjetij še ne dosegajo kakovosti letnih poročil v tujini. Če so namreč pomanjkljiva letna poročila podjetij z organiziranega trga Ljubljanske borze, lahko sklepamo, da so letna poročila ostalih podjetij še bolj pomanjkljiva, saj so zanje predpisi glede letnega poročanja še manj strogi. Ravno tako lahko sklepamo, da je kakovost letnih poročil v Sloveniji slaba ne le z vidika uporabnosti za borzno analizo, ampak tudi na splošno, saj letna poročila, ki ne zadovoljijo informacijskih potreb borznih analitikov, tudi potrebam ostalih uporabnikov letnih poročil ne morejo zadostiti v celoti.

Kljub slabemu splošnemu vtisu pa so se nekatera podjetja v raziskavi dobro odrezala in so v svojih letnih poročilih razkrila dobršen del iskanih podatkov. Razlike med letnimi poročili pa niso bile velike le glede obsega razkritij, pač pa že v samem izgledu in obsegu letnih poročil. Tudi med samimi podjetji iz raziskave so obstajale precejšnje razlike, predvsem v velikosti podjetij, ki sem jo merila s tržno kapitalizacijo, in pa v času organiziranega trgovanja. Zato sem ob koncu analize poskušala še ugotoviti, ali kateri od navedenih dejavnikov vpliva na kakovost letnih poročil. Korelacijska analiza je pokazala, da izkušnje pri izdelovanju letnih poročil v Sloveniji nimajo vpliva na njihovo kakovost, da obstaja srednje močna odvisnost med kakovostjo pregledanih letnih poročil podjetij in njihovo velikostjo, ter da obsežnejša letna poročila vsebujejo več za borzno analizo uporabnih informacij kot manj obsežna.

Čeprav so me rezultati analize kar nekoliko razočarali, pa sem prepričana, da so boljši, kot bi bili, če bi analizo izvedla nekaj let nazaj. S približevanjem Evropski uniji in usklajevanjem naše zakonodaje z evropsko bo v prihodnje gotovo tudi to področje doživelo temeljito prenovo, pa tudi podjetja sama se bodo z nadaljnjim razvojem trga kapitala vse bolj zavedala pozitivnih učinkov izdelave kakovostnih letnih poročil. Prvi korak je že narejen z novim Zakonom o gospodarskih družbah in novimi Slovenskimi računovodskimi standardi, ki jih bo potrebno prvič upoštevati pri pripravi letnih poročil za leto 2002. Z gotovostjo lahko trdim, da bodo letna poročila vsebovala veliko več informacij, ki bodo zanimive za vse uporabnike letnih poročil in še posebej za borzne analitike. Zato bi bilo zanimivo raziskavo čez nekaj časa še enkrat ponoviti.

## 7. LITERATURA

1. Aaker David A.: Strategic Market Management. New York (etc.): John Wiley & Sons, 1995. 368 str.
2. Alexander Gordon J., Sharpe William F., Bailey Jeffrey V.: Fundamentals of Investments. Englewood Cliffs (N.J.): Prentice-Hall International, 1993. 875 str.
3. Amon Samo: Kdaj in zakaj z delnicami na borzo. Finance, Ljubljana, 1995, 40, str. 11.
4. Arfin F. N.: Annual Reports that Pay Their Way. London: Pitman, 1993. 212 str.
5. Basle Andreja: Letno poročilo - poslovna skrivnost. Finance, Ljubljana, 1998, 91, str. 3.
6. Blejec Marijan: Uvod v statistiko. Ljubljana: Ekonomska fakulteta Borisa Kidriča v Ljubljani, 1990. 342 str.
7. Brealey Richard A., Myers Stewart C., Marcus Alan J.: Fundamentals of Corporate Finance. New York (etc.): McGraw-Hill, 1995. 679 str.
8. Brigham Eugene F.: Fundamentals of financial Management. Fort Worth (etc.): The Dryden Press, 1995, 843 str.
9. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C.: Intermediate Financial Management. Fort Worth (etc.): The Dryden Press, 1996. 1018 str.
10. Chadwick Leslie: The Essence of Financial Accounting. New York (etc.): Prentice Hall, 1991. 197 str.
11. Chao-Shin Liu, Ziebart David A.: Anomalous Security Price Behaviour Following Management Earnings Forecasts. Journal of Empirical Finance, Amsterdam, 1999, 6, str. 405-430.
12. Chasteen Lanny G., Flaherty Richard E., O'Connor Melvin C.: Intermediate Accounting. New York (etc.): McGraw-Hill, 1995. 1201 str.
13. Chen Chung, Wu Chunchi: The Dynamics of Dividends, Earnings and Prices: Evidence and Implications for Dividend Smoothing and Signaling. Journal of Empirical Finance, Amsterdam, 1999, 6, str. 29-58.
14. Cravens David W., Hills Gerald E., Woodruff Robert B.: Marketing Management. Homewood: Irwin, 1987. 714 str.
15. Čas Miloš: Sprejem vrednostnih papirjev na borzo. Podjetje in delo, Ljubljana, 1998, 3, str. 308-330.
16. Četrta smernica sveta evropskih skupnosti. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo, 1998. 37 str.
17. Easterwood John C., Nutt Stacey R.: Inefficiency in Analysts' Earnings Forecasts: Systematic Miscreation or Systematic Optimism. The Journal of Finance, New York, 54(1999), 5, str. 1777-1797.
18. Elliot Barry, Elliot Jamie: Financial Accounting and Reporting. London: Prentice Hall, 1999. 788 str.
19. Fridson Martin S.: Financial Statement Analysis. New York (etc.): John Wiley & Sons, 1991. 285 str.

20. Gregorič Mile: Letna poslovna poročila. Marketing magazin, Ljubljana, 1996, 4, str. 21-22.
21. Helfert Erich A.: Techniques of Financial Analysis. Homewood (Ill.): Irwin, 1987. 458 str.
22. Horvat Tatjana: Družbe bi morale biti pri poročanju bolj pogumne. Finance, Ljubljana, 2000, 123, str. 31-32.
23. Horvat Tatjana: Letno poročilo. Podjetnik, Ljubljana, 2000a, 2, str. 44-46.
24. Horvat Tatjana: Letno računovodsko poročilo. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2001, 4, str. 70-73.
25. Horvat Tatjana: Novi računovodski izkazi in pojasnila. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2001a, str. 65-68.
26. Horvat Tatjana: Računovodski izkazi v štirih stopnjah. Finance, Ljubljana, 2001b, 228, str. 18.
27. Horvat Tatjana: Komisija - pogrešamo večjo kakovost poročil nadzornih svetov in analiz poslovanja. Finance, Ljubljana, 2002, 203, str. 23-26.
28. Horvat Tatjana: Lansko letno poročilo in poročilo nadzornega sveta letos že po novem. Finance, Ljubljana, 2002a, 63, str. 18-19.
29. Horvat Tatjana: Novosti v poročilih po ZGD. Finance, Ljubljana, 2002b, 203, str. 23.
30. Horvat Tatjana: Obvezna vsebina letnega poročila. Finance, Ljubljana, 2002c, 44, str. 18-19.
31. Horvat Tatjana: Vsebinska zasnova letnega poročila. Finance, Ljubljana, 2002d, 203, str. 30-34.
32. Kieso Donald E., Weygandt Jerry J., Intermediate Accounting. New York (etc.): John Wiley & Sons, 1992. 1459 str.
33. Koletnik Franc: Poenotena pravila krepijo sodelovanje. Finance, Ljubljana, 1994, 3, str. 15-16.
34. Kos Marko: Borza je neusmiljena bralka. Manager, Ljubljana, 1998, 10, str. 35-38.
35. Košmelj Blaženka, Rovan Jože: Statistični obrazci in tabele. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 76 str.
36. Kotler Philip: Principles of Marketing. Englewood Cliffs (N.J.): Prentice Hall, 1989. 661 str.
37. Lev Baruch, Zarowin Paul: The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. Journal of Accounting Research, Chicago, 37 (1999), 2, str. 353-384.
38. Macur Sabina: Prospekt za javno ponudbo vrednostnih papirjev. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1994, 26, str. 71-77.
39. Meigs Robert F., Meigs Walter B., Meigs Mary A.: Financial Accounting. New York (etc.): McGraw-Hill, 1995. 685 str.
40. Mello Antonio S., Parsons John E.: Going Public and the Ownership Structure of the Firm. Journal of Financial Economics, Amsterdam, 1998, 49, str. 79-109.
41. Mott Graham: Accounting for Managers. London: Kogan Page: AMED, 1994. 171 str.

42. Nichols Nancy B., Street Donna L.: Segment Information: What Early adopters Reported. Journal of Accountancy, Jersey City (N.J.), 187 (1999), 1, str. 37-41.
43. O'Reilly Vincent M. et al.: Montgomery's Auditing. New York (etc.): John Wiley & Sons, 1990. 1150 str.
44. Osvald Igor: Borzni fokus: Zakaj v Sloveniji ne zaživi financiranje z izdajo delnic. Finance, Ljubljana, 1999, 116, str. 11-14.
45. Penn Robert: A Glimpse of the Future. Journal of Accountancy, Jersey City (N.J.), 188 (1999), 1, str. 35-40.
46. Peršak Cvetka: Letno poročilo. Podjetnik, Ljubljana, 1998, 2, str. 48-50.
47. Petrov Sabina: Zakaj in kako na kapitalski trg. Finance, Ljubljana, 1999, 133, str. 5.
48. Slovenski računovodski standardi. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2002. 326 str.
49. Sluga Gregor: O čem naj poročajo delniške družbe. Finance, Ljubljana, 1996, str. 8-9.
50. Sluga Gregor: Uvrščanje vrednostnih papirjev na organiziran trg. Podjetje in delo, Ljubljana, 1998, 2, str. 178-182.
51. Stevens Robert E., Sherwood Philip K.: Market Opportunity Analysis. Lexington, Massachusetts: D.C. Heath and Company, 1987. 186 str.
52. Širaj Marjan: Kakovostne informacije za poslovne odločitve. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1996, 4, str. 73-82.
53. Veljič Mira: Preizkus ugleda podjetja. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1994, 26, str. 38-43.
54. Veselinovič Draško: Borzni priročnik. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1995. 571 str.
55. Veselinovič Draško: Analiza finančnega trga: Azijska in ruska kriza nista vidneje vplivali. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1998, 48, str. 54-60.
56. Veselinovič Draško: Ljubljanska borza včeraj, danes, jutri. Finance, Ljubljana, 1999, 116, str. 10.
57. Veselinovič Draško: Vrednost podjetja na borzi je čedalje manj odvisna od dobička. Finance, Ljubljana, 2001, 60, str. 23.
58. Veselinovič Draško: Komu na finančnem trgu dajemo največji pomen. Finance, Ljubljana, 2002, 123, str. 17.
59. Veselinovič Draško: Trg kapitala in slovenska inflacija. Finance, Ljubljana, 2003, 7, str. 17.
60. Vežjak Blanka: Letno poročilo - strošek ali korist. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1996, 49, str. 55-63.
61. Vežjak Blanka: Računovodstvo in socialna razkritja. Revizor, Ljubljana, 9(1997), 6, str. 21-29.
62. Vežjak Blanka: Poslovno poročilo in prostovoljna razkritja v poročilu. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1998, 10, str. 70-73.

63. Vezjak Blanka: Razkritja računovodskih informacij v letnih poročilih, posebej o ravnanju z okoljem. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1998a. 245 str.
64. Vezjak Blanka: Razkritja v letnih poročilih za podjetja, zavezana reviziji. Revizor, Ljubljana, 13(2002), 11, str. 29-70.
65. Vezjak Blanka: Zakonsko zahtevana razkritja v letnih poročilih. Revizor, Ljubljana, 13(2002a), 10, str. 29-48.
66. Vezjak Blanka: Sestavitev letnega poročila s poudarkom na poslovnem poročilu. Revizor, Ljubljana, 14(2003), 3, str. 25-43.

## 8. VIRI

1. Aerodrom Ljubljana, d.d. - letno poročilo 2001. 64 str.
2. BTC, d.d. - letno poročilo 2001. 48 str.
3. Comet, d.d. - letno poročilo 2001. 35 str.
4. Delo, d.d. - letno poročilo 2001. 51 str.
5. Delo prodaja d.d. - letno poročilo 2001. 32 str.
6. Droga Portorož, d.d. - letno poročilo 2001. 92 str.
7. Emona Obala Koper, d.d. - letno poročilo 2001. 72 str.
8. Etol, d.d. - letno poročilo 2001. 31 str.
9. Gradbeno podjetje Grosuplje, d.d. - letno poročilo 2001. 28 str.
10. Gorenje d.d. - letno poročilo 2001. 71 str.
11. Geodetski zavod Republike Slovenije - letno poročilo 2001. 33 str.
12. Intereuropa, d.d. - letno poročilo 2001. 81 str.
13. Istrabenz, d.d. - letno poročilo 2001. 125 str.
14. Kolinska, d.d. - letno poročilo 2001. 78 str.
15. Kompas MTS d.d. - letno poročilo 2001. 39 str.
16. Krka, d.d. - letno poročilo 2001. 63 str.
17. Lek, d.d. - letno poročilo 2001. 50 str.
18. Ljubljanska borza - letno statistično poročilo 1999. Ljubljana: Ljubljanska borza, 2000. 4 str.
19. Ljubljanska borza - letno statistično poročilo 2000. Ljubljana: Ljubljanska borza, 2001. 4 str.
20. Ljubljanska borza - letno statistično poročilo 2001. Ljubljana: Ljubljanska borza, 2002. 4 str.
21. Ljubljanska borza - letno statistično poročilo 2002. Ljubljana: Ljubljanska borza, 2003. 4 str.
22. Luka Koper, d.d. - letno poročilo 2001. 53 str.
23. Mercator d.d. - letno poročilo 2001. 116 str.
24. Merkur Kranj, d.d. - letno poročilo 2001. 95 str.
25. Mlinotest d.d. - letno poročilo 2001. 49 str.
26. Nika, d.d. - letno poročilo 2001. 30 str.

27. Petrol, d.d. - letno poročilo 2001. 137 str.
28. Pivovarna Laško d.d. - letno poročilo 2001. 49 str.
29. Pivovarna Union d.d. - letno poročilo 2001. 60 str.
30. Pravila borze. Ljubljana: Ljubljanska borza 2003. 76 str.
31. Radenska, d.d. - letno poročilo 2001. 58 str.
32. Salus, d.d. - letno poročilo 2001. 31 str.
33. Sava d.d. - letno poročilo 2001. 113 str.
34. Sklep o podrobnejši vsebini prospekta, izvlečka prospekta in javnega poziva za vpis in vplačilo vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 6/2000).
35. Tehnunion, d.d. - letno poročilo 2001. 53 str.
36. Terme Čatež, d.d. - letno poročilo 2001. 33 str.
37. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 109/2002).
38. Zakon o prevzemih (Uradni list RS, št. 47/1997).
39. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99).
40. Zdravilišče Moravske Toplice, d.d. - letno poročilo 2001. 45 str.
41. Žito d.d. - letno poročilo 2001. 40 str.
42. Živila d.d. - letno poročilo 2001. 36 str.



## SLOVARČEK SLOVENSКИH PREVODOV TUJIH IZRAZOV

aktualen – sedanji  
alokacija – porazdelitev  
informacijska asimetrija – neenakomerna porazdelitev informacij  
benchmark analiza - primerjalna analiza  
bonitetna ocena – ocena kakovosti  
bruto – kosmat  
deficit – primanjklaj  
finančna transakcija - posel  
integracija – združitev  
internacionalno – mednarodno  
investicija – naložba  
komercialen – posloven  
kontinuiteta – nepretrganost  
korelacija – odvisnost  
kotacija - uradna določitev cene  
kvantitativen – količinski  
likvidnost – izplačljivost  
matičen – osnoven  
moratorij – odlog  
portfolio manager – upravljalec premoženja  
pozicionirati – namestiti  
primaren – prvoten  
rentabilnost – donosnost  
segment – del  
sekundaren – drugoten  
subjektivno – gledano z osebnega vidika  
suficit – presežek  
transparentnost – preglednost  
tranzicija – prehod  
tržna kapitalizacija - vrednost osnovnega kapitala, preračunana po tržnih cenah  
veto - ugovor