

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

JASNA TJAŠA PETAN

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**MERJENJE IN VREDNOTENJE NALOŽB TER PREVERITEV
POŠTENE VREDNOSTI ZA NAMEN RAČUNOVODSKEGA
POROČANJA**

Ljubljana, avgust 2016

JASNA TJAŠA PETAN

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Jasna Tjaša Petan, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Merjenje in vrednotenje naložb ter preveritev poštene vrednosti za namen računovodskega poročanja, pripravljene v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Aljošo Valentinčičem

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne _____

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 TEORETIČNA PODLAGA IN RAČUNOVODSKI STANDARDI.....	4
1.1 Priznavanje finančnih naložb	4
1.2 Merjenje finančnih naložb.....	4
1.2.1 Naložbe merjene po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida	5
1.2.2 Finančne naložbe v posesti do zapadlosti v plačilo	6
1.2.3 Posojila in terjatve.....	6
1.2.4 Za prodajo razpoložljiva finančna sredstva	6
1.3 Oslabitev finančnih naložb.....	7
1.3.1 Finančne naložbe izkazane po odplačni vrednosti.....	8
1.3.2 Finančne naložbe izkazane po nabavni vrednosti	8
1.3.3 Finančne naložbe razpoložljive za prodajo	9
1.4 Hierarhija poštene vrednosti	12
2 AKTIVNOST TRGA KAPITALA IN KRITERIJI AKTIVNOSTI	17
2.1 Določanje aktivnosti s strani Ljubljanske borze	33
2.2 Določanje aktivnosti s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev.....	40
2.3 Določanje aktivnosti s strani Banke Slovenije.....	46
2.4 Določanje aktivnosti s strani Mednarodnih standardov ocenjevanja vrednosti.....	47
3 TEORETIČNI IN ZGODOVINSKI VIDIK MERJENJA POŠTENE VREDNOSTI ZA RAČUNOVODSKO POROČANJE	48
4 PRAKTIČNI VIDIK MERJENJA POŠTENE VREDNOSTI ZA RAČUNOVODSKO POROČANJE	58
SKLEP	80
LITERATURA IN VIRI	82
PRILOGE.....	1

KAZALO TABEL

Tabela 1: Povzetek trgovanja z delnicami v obdobju 2008–2015.....	26
Tabela 2: Kriteriji pri odločanju o investiciji z vidika finančnega trga.....	29
Tabela 3: Razmerje med tržno kapitalizacijo in višino prometa	33
Tabela 4: Sestava Slovenskega borznega indeksa.....	36

Tabela 5: Kazalniki likvidnih delnic na podlagi Uredbe ES	44
Tabela 6: Finančni podatki primerljivih družb na slovenskem trgu.....	60
Tabela 7: Planirani poslovni prihodki EBIT in EBITDA za obdobje 2015-2019.....	63
Tabela 8: Planirani obratni kapital za obdobje 2015–2019.....	64
Tabela 9. Planirane investicije za obdobje 2015–2019	65
Tabela 10: Izračun bete	66
Tabela 11: Izračun WACC	68
Tabela 12: Ocena vrednosti po metodi diskontiranega denarnega toka.....	68
Tabela 13: Analiza občutljivosti ocenjene vrednosti na dolgoročno stopnjo rasti in diskontno stopnjo	70
Tabela 14: Opis primerljivih družb	74
Tabela 15: Ključni finančni podatki primerljivih družb.....	77
Tabela 16: Razpon ocenjene vrednosti po metodi primerljivih na borzo uvrščenih družb .	77
Tabela 17: Ocenjena vrednost po metodi primerljivih na borzo uvrščenih družb	78

KAZALO SLIK

Slika 1: Merjenje finančnih naložb po MSRP 9.....	5
Slika 2: Obrestna mera za novo odobrena posojila nefinančnim družbam glede na znesek oziroma zapadlost.....	23
Slika 3: Novo odobrena posojila nefinančnim družbam glede na znesek.....	23
Slika 4: Novo odobrena posojila nefinančnim družbam glede na zapadlost.....	24
Slika 5: Tržna kapitalizacija kot % od BDP	25
Slika 6: Tržna kapitalizacija delnic in promet na Ljubljanski borzi	34
Slika 7: Gibanje Slovenskega borznega indeksa v primerjavi z indeksi izbranih zahodno in vzhodnoevropskih trgov	36
Slika 8: Struktura slovenskega kapitalskega trga.....	38
Slika 9: Število kotirajočih delnic po posameznih letih za izbrane zahodne in vzhodnoevropske države	40
Slika 10: Poslovanje primerljivih podjetij na slovenskem papirniškem trgu.....	59
Slika 11: Razmerje med ceno celuloze in zemeljskega plina.....	62
Slika 12: Gibanje EBITDA marž primerljivih na borzo uvrščenih podjetij v obdobju 2009-2014 ter ocena 2015-2017	75
Slika 13: Gibanje EBIT marž primerljivih na borzo uvrščenih podjetij v obdobju 2009-2014 ter ocena 2015-2017	75
Slika 14: Gibanje obratnega kapitala izraženega kot % od prodaje primerljivih na borzo uvrščenih podjetij v obdobju 2010-2014.....	76

UVOD

Revizorji morajo pri reviziji letnih računovodskih izkazov med drugim preveriti tudi knjigovodsko vrednost naložb, ki jo ima podjetje izkazano v računovodskih izkazih. Resnično in pošteno prikazovanje gospodarskih kategorij sta osnovni in vodilni zahtevi pri spremljanju poslovanja, merjenju, vrednotenju in prikazovanju oziroma pri razkrivanju posameznih gospodarskih kategorij v računovodskih izkazih, v katerih so predstavljene in zapisane trditve o podatkih in informacijah o poslovnih dogodkih, ki so se zgodili v preteklosti (Turk et al., 2004, str. 59).

Če je za pridobivanje zadostnih in ustreznih revizijskih dokazov potrebno poglobljeno znanje na področju, različnem od računovodstva ali revidiranja, revizor odloči, ali uporabi delo revizorjevega veščaka, ki je med drugim lahko tudi ocenjevalec vrednosti podjetij (International Federation of Accountants, 2009).

Okviri računovodskega poročanja pogosto pozivajo k nevtralnosti, to je k izključitvi pristranskosti. Računovodske ocene pa so nenatančne in lahko nanje vpliva presoja poslovodstva. Taka presoja utegne vsebovati nenamerno ali namerno pristranskost poslovodstva (na primer kot posledico pobude, da bi dosegli neki želeni izid). Dovzetnost računovodskih ocen za pristranskost poslovodstva se povečuje sorazmerno s subjektivnostjo, ki je potrebna za njihovo pripravo. Nenamerna pristranskost poslovodstva in nevarnost za namerno pristranskost poslovodstva sta neločljivo povezani s subjektivnimi odločitvami, ki so pogosto potrebne za pripravo računovodskih ocen. Pristranskost poslovodstva je včasih težko odkriti na ravni posameznega konta. Prepoznati jo je mogoče le s proučevanjem celote skupin računovodskih ocen ali vseh računovodskih ocen, ali z opazovanjem prek več obračunskih obdobj. Čeprav so nekatere oblike pristranskosti poslovodstva neločljivo povezane s subjektivnim odločanjem, pa pri pripravi takih presoj ne sme biti namere poslovodstva, da bi zavajalo uporabnike računovodskih izidov. Kjer pa je prisotna namera za zavajanje, je pristranskost poslovodstva po naravi prevarantska (International Federation of Accountants, 2009a).

Teoretično podlago glede prepoznavanja in merjenja finančnih naložb predstavljajo tako Slovenski računovodski standardi kot tudi Mednarodni računovodski standardi (v nadaljevanju MRS). Mednarodni računovodski standard 39 po začetnem prepoznavanju finančne naložbe razvrščajo v štiri glavne skupine (namenjene trgovanju po pošteni vrednosti skozi poslovni izid, finančne naložbe v posesti do zapadlosti, posojila in terjatve ter finančne naložbe razpoložljive za prodajo) (International Accounting Standards Board, 2010).

Slovenski računovodski standard številka 3 (2016) in Mednarodni računovodski standard 39 določata, da je po začetnem prepoznavanju treba prevrednotiti in izmeriti zgoraj navedena

finančna sredstva in tudi izpeljane finančne instrumente po pošteni vrednosti brez odšteta stroškov posla, ki se utegnejo pojaviti ob prodaji ali drugačni odtujitvi, razen finančnih naložb v posojila, finančnih naložb v posesti do zapadlosti v plačilo ter finančnih naložb v kapitalske instrumente, za katere ni objavljena cena na delujočem trgu in katerih poštene vrednosti ni mogoče zanesljivo izmeriti ter v izpeljane finančne instrumente povezane s takimi naložbami (Odar, 2009, str. 2).

Z drugimi besedami, pošteno vrednost uporabljajo samo za finančne naložbe razpoložljive za prodajo ali namenjene trgovanju sicer pa uporabljajo odplačno vrednost (International Accounting Standards Board, 2011a).

SRS 16 in MSRP 7 pošteno vrednost razvrščata v tri hierarhične nivoje. Prvi nivo je objavljena tržna cena iz aktivnega likvidnega trga. Drugi nivo je uporaba nedavnega posla istega finančnega instrumenta. Pri tretjem nivoju gre za določanje poštene vrednosti s pomočjo uporabe cen podobnih instrumentov, ko kotirajoča cena ni objavljena oziroma gre za neaktiven trg ter določanje poštene vrednosti s pomočjo drugih modelov vrednotenij z uporabo teoretičnih vložkov in subjektivnih ocen posloводства (International Accounting Standards Board, 2011b).

Kadar trgi niso aktivni in cene delnic niso dostopne, za ocenjevanje poštene vrednosti uporabljajo metodo vrednotenja finančnih naložb s pomočjo modelov, torej tretji hierarhični nivo določanje poštene vrednosti po MSRP 7, pri čemer upoštevajo različne tehnike ocenjevanja vrednosti. Povedano drugače, na vrednotenje vplivajo zanesljivost vhodnih podatkov in presoje ocenjevalca (Vinals, 2008, str. 124). V primeru neaktivnih trgov bi bilo določanje poštene vrednosti na podlagi delniških tečajev lahko zelo dvomljivo (Clerc, 2008, str. 8).

Pošteno vrednost na neaktivnih trgih opredeljujejo tudi SRS 16 in MSRP 13 ter Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti.

Pri določanju aktivnosti finančnega trga pri nas delujejo različne smernice regulatorji kapitalskih trgov (Ljubljanska borza, Agencija za trg vrednostnih papirjev, Inštitut za revizijo, Banka Slovenije).

V magistrski nalogi se bom osredotočila na finančne naložbe merjene po pošteni vrednosti, saj so te pod vplivom aktivnosti trga in spreminjanja borznih tečajev. Glede na problem določanja poštene vrednosti finančnih naložb s pomočjo delniških tečajev v primeru neaktivnih in nedelujočih trgov, sem se v drugem delu magistrske naloge osredotočila na tretji hierarhični nivo določanja poštene vrednosti po MSRP 7 s pomočjo modelov vrednotenij.

Namen magistrskega dela je s pomočjo domače in predvsem tuje strokovne literature preučiti okvire poštene vrednosti in predstaviti ilustrativen in enostaven primer ocenjevanja

vrednosti naložbe za potrebe računovodskega poročanja za izbrano podjetje na podlagi javno objavljenih podatkov z uporabo modela vrednotenja, ki bo bralcu in širši javnosti pomagala razumeti teoretično podlago vrednotenja finančnih naložb in pomen uporabe modela vrednotenja.

Cilj naloge je preučiti teoretično in strokovno podlago merjenja poštene vrednosti naložb in teorije vrednotenja ter na podlagi izbranih metod izračunati vrednost naložbe za potrebe računovodskega poročanja. S tem želim ugotoviti, ali knjigovodska vrednost naložbe odraža pošteno vrednost oziroma kakšna je nova poštena vrednost.

Pri izbiri metodološkega dela se bom naslonila na analitično teoretični pregled tuje in domače strokovne literature in zakonodaje. V nalogi bodo vključena teoretična in praktična znanja iz teh področji ter znanja pridobljena v okviru magistrskega študija. Izhodišče pri preučevanju magistrske naloge bo preučevanje teoretičnih podlag.

V prvem delu bom izmenjevala in dopolnjevala naslednje metode:

- metoda deskripcije (opredelitev ključnih teoretičnih pojmov in empiričnih pojavov);
- komparativna metoda (primerjava različnih definicij in teorij).

V empiričnem delu raziskave bomo uporabili metodo analize zbranih podatkov na konkretnem primeru in jih prikazali s pomočjo matematičnega izračuna. V tem delu bom uporabila metodo diskontiranega denarnega toka in metodo primerljivih na borzo uvrščenih podatkov in ugotovila, ali knjigovodska vrednost naložbe odraža tržno oziroma pošteno vrednost, oziroma kakšna je nova poštena vrednost.

V prvem poglavju bom predstavila prepoznavanje in merjenje finančnih naložb po Mednarodnih računovodskih standardih in Slovenskih računovodskih standardih. V tem poglavju bom obravnavala tudi oslabitve naložb in hierarhijo poštene vrednosti po Mednarodnih računovodskih standardih in Slovenskih računovodskih standardih ter Mednarodnih standardih ocenjevanja vrednosti.

V drugem poglavju bom predstavila aktivnost trga kapitala ter določanje tega s strani regulatorjev.

V tretjem zadnjem delu bom opravila matematični izračun oziroma praktični primer ocenjevanja vrednosti naložbe za namen računovodskega poročanja na podlagi javno dostopnih podatkov, pri čemer si bom pomagala z različnimi bazami podatkov.

1 TEORETIČNA PODLAGA IN RAČUNOVODSKI STANDARDI

Po Mednarodnem standardu 39 (v nadaljevanju MRS 39) mora podjetje priznati finančno sredstvo ali finančno obveznost v svoji bilanci stanja, kadar in zgolj kadar postane podjetje del pogodbenih določb v finančnem instrumentu (International Accounting Standards Board, 2010).

1.1 Priznavanje finančnih naložb

Glede na Slovenski računovodski standard 3 (v nadaljevanju SRS) se finančna naložba prizna, če je verjetno, da bodo pritekale gospodarske koristi v zvezi z njo in je mogoče njeno nabavno vrednost zanesljivo izmeriti (Slovenski računovodski standardi, 2016).

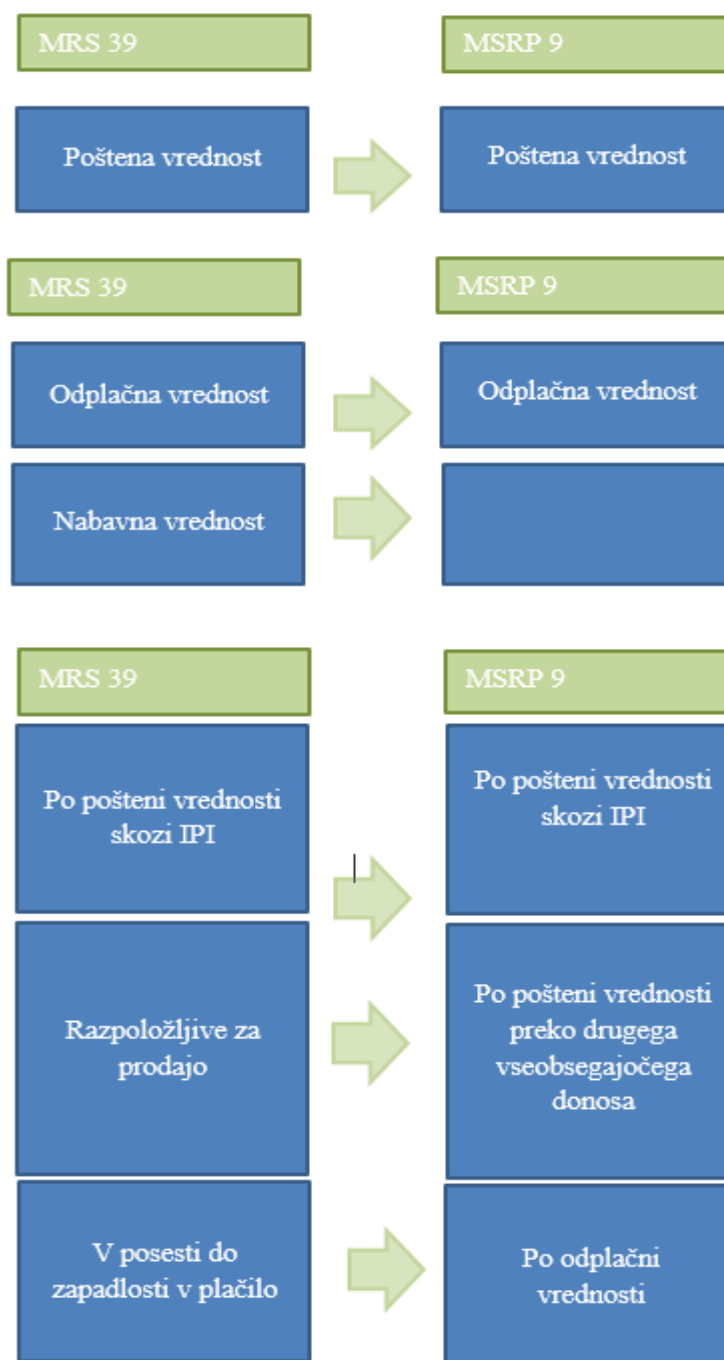
1.2 Merjenje finančnih naložb

Če je na začetku finančno sredstvo ali finančna obveznost priznana, jo mora podjetje izmeriti po pošteni vrednosti in če gre za finančno sredstvo ali finančno obveznost, ki ni podana po pošteni vrednosti preko poslovnega izida, prišteje tudi transakcijske stroške, ki neposredno izhajajo iz prevzema ali izdaje finančnega instrumenta ali finančne obveznosti (International Accounting Standards Board, 2010).

Če podjetje obračunava sredstva po datumu poravnave, mora sredstvo, ki je pozneje izmerjeno po nabavni vrednosti ali odplačni vrednosti, priznati na začetku po njegovi pošteni vrednosti na ta datum trgovanja (International Accounting Standards Board, 2010).

Po začetnem priznanju po MRS 39 in SRS 3 razvrščamo naložbe v štiri skupine glavne skupine glede na namen pridobitve (Odar, 2009). Leta 2018 bo začel veljati IFRS 9, po katerem bodo naložbe razvrščene v tri skupine, med katerimi bodo v prvi skupini finančne naložbe po pošteni vrednost skozi izkaz poslovnega izida, v drugi skupini bodo finančne naložbe merjene po odplačni vrednosti, v tretji skupini pa finančne naložbe merjene skozi drugi vseobsegajoči donos (International Accounting Standards Board, 2011b). Tudi SRS finančne naložbe razvrščajo malo drugače kot MRS, saj v tretjo skupino uvrščajo samo posojila, za terjatve pa imajo poseben standard (Slovenski računovodski standardi, 2016).

Slika 1: Merjenje finančnih naložb po MSRP 9



Vir: B. Mörec, *Prosojnice Mednarodni standardi računovodskega poročanja – Računovodsko evidentiranje finančnih instrumentov po novem, 2013a.*

V nadaljevanju bo prikazano merjenje posameznih kategorije finančnih naložb.

1.2.1 Naložbe merjene po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida

Finančne naložbe po pošteni vrednosti preko poslovnega izida so finančno sredstvo ali finančna obveznost, ki izpolnjuje kateregakoli od naslednjih pogojev (Odar, 2009):

- je uvrščena v posesti za trgovanje;
- po začetnem priznanju jo podjetje označi po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida.

V tej skupini so praviloma kratkoročne finančne naložbe namenjene trgovanju. Za to skupino finančnih naložb velikokrat ni podatkov o ocenah, ki bi prihajale z delujočega trga (Odar, 2009).

Finančna naložba je v posesti za trgovanje, če je (International Accounting Standards Board, 2010):

- pridobljena ali prevzeta v glavnem z namenom prodaje ali ponovnega nakupa v kratkem roku;
- del portfelja prepoznanih finančnih instrumentov, ki se obravnavajo skupaj in za katere obstajajo dokazi o nedavnem kratkoročnem pobiranju dobičkov;
- izpeljani instrument (razen izpeljanega instrumenta, ki je pogodba o finančnem poroštvi ali nameravani in dejanski instrument za varovanje pred tveganjem).

Tovrstne naložbe po začetnem priznanju označimo po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida. Finančnih naložb v kapitalne instrumente, ki nimajo kotirane tržne cene na delujočem trgu in katerih poštene vrednosti ni mogoče zanesljivo izmeriti, ne označimo po pošteni vrednosti preko poslovnega izida.

1.2.2 Finančne naložbe v posesti do zapadlosti v plačilo

Pri tej skupini sta pomembna namen in zmožnost posedovanja (Odar, 2009). V to skupino uvrščamo neizpeljana finančna sredstva z določenimi ali določljivimi plačili in določeno zapadlostjo v plačilo, ki jih podjetje nedvoumno namerava in zmore posedovati do zapadlosti, razen tistih, ki jih je podjetje po začetnem priznanju uvrstilo v ostale tri od štirih kategorij finančnih naložb (namenjene trgovanju, posojila in terjatve, razpoložljive za prodajo).

1.2.3 Posojila in terjatve

Posojila in terjatve so neizpeljana finančna sredstva z določenimi ali določljivimi plačili, ki ne kotirajo na delujočem trgu, razen tistih, ki jih uvrstimo v posesti za trgovanje, in tistih, ki jih podjetje po začetnem priznanju označi po pošteni vrednosti preko poslovnega izida, ali tistih, za katere imetnik morda ne dobi povrnjene skoraj celotne priznane začetne naložbe (International Accounting Standards Board, 2010).

1.2.4 Za prodajo razpoložljiva finančna sredstva

Za prodajo razpoložljiva finančna sredstva so tista neizpeljana finančna sredstva, ki so označena kot razpoložljiva za prodajo in ne sodijo v katero od drugih treh skupin finančnih naložb. V to skupino sodijo tudi neizpeljana finančna sredstva označena kot razpoložljiva za

prodajo, katerih namen pridobitve je držanje sredstva z namenom upravljanja s tveganji in doseganja dobičkov na daljši rok (International Accounting Standards Board, 2010).

Merjenje finančnih naložb glede na vrsto vrednosti je opredeljeno v grafu (Slika 1). Poštena vrednost je dokazana, če jo je mogoče zanesljivo izmeriti. Poštena vrednost ugotavljajo v skladu s SRS 16 – Ugotavljanje in merjenje poštene vrednosti. Če poštene vrednosti ni mogoče zanesljivo meriti, finančne naložbe merijo po nabavni vrednosti.

1.3 Oslabitev finančnih naložb

Po Mednarodnih računovodskih standardih mora podjetje na vsak dan bilance stanja oceniti, ali obstaja kak nepristranski dokaz o morebitni slabitvi finančnega sredstva ali skupine finančnih sredstev. Če takšni dokazi obstajajo, mora podjetje določiti vrednost izgube zaradi oslabitve (International Accounting Standards Board, 2010).

Pojavi finančnih naložb se pojavljajo predvsem kot prevrednotenje finančnih naložb na njihovo pošteno vrednost, prevrednotenje finančnih naložb zaradi njihove oslabitve ali prevrednotenje finančnih naložb zaradi odprave njihove oslabitve (Slovenski računovodski standardi, 2016).

Finančno sredstvo (ali skupina finančnih sredstev) je oslajljeno, če obstajajo objektivni dokazi o oslabitvi zaradi dogodkov po začetnem priznanju sredstev, ki jih je možno zanesljivo oceniti. Nepristranski dokazi po Mednarodnih računovodskih standardih o slabitvi finančnega sredstva ali skupine sredstev so pomembne informacije, ki vzbujajo pozornost imetnika sredstva o (International Accounting Standards Board, 2010):

- pomembnih finančnih težavah izdajatelja ali zavezanca;
- kršenju pogodbe, kot je neizpolnitev pogodbe ali kršitev pri plačevanju obresti ali glavnice;
- posojilodajalčevi koncesiji posojilojemalcu iz gospodarskih ali pravnih razlogov v povezavi s posojilodajalčevimi finančnimi težavami, ki jih posojilodajalec sicer ne bi obravnaval;
- verjetnost stečaja ali finančne reorganizacije pri posojilojemalcu;
- izginotju delujočega trga za takšno finančno sredstvo zaradi finančnih težav ali
- pomembnih podatkih, ki kažejo, da obstaja izmerljivo zmanjšanje ocenjenih prihodnjih denarnih tokov iz skupine finančnih sredstev vse od začetnega priznavanja sredstev, čeprav se zmanjšanja ne da prepoznati pri posameznih finančnih sredstvih v skupini tudi pri
 - neugodnih spremembah v plačilnem statusu posojilojemalcev v skupini;
 - gospodarskih razmerah v državi, krajevnem okolju, povezanih z neplačili po sredstvih v skupini.

Poleg informacij o naštetih vrstah dogodkov vsebujejo nepristranski dokazi o oslabitvi finančne naložbe v kapitalski instrument tudi informacije o pomembnih spremembah z neugodnim učinkom, do katerih je prišlo v tehnološkem, tržnem, gospodarskem ali pravnem okolju, v katerem posluje izdajatelj, in nakazujejo, da vrednosti naložbe v kapitalski instrument morda ne bo mogoče nadomestiti. Nepristranski dokaz o oslabitvi je tudi pomembno in dolgotrajnejše zmanjšanje poštene vrednosti finančne naložbe v kapitalski instrument pod njeno knjigovodsko vrednost (Odar, 2009, str. 10).

Po MRS 39 samo izginotje delujočega trga, ker se s finančnim instrumentom že dolgo več ne trguje, ni dokaz oslabitve. Tudi samo zmanjšanje poštene vrednosti finančnega sredstva pod njegovo nabavno vrednost ali odplačno vrednost še ni vedno dokaz oslabitve, še posebej pri dolžniškem instrumentu, ko je zmanjšanje poštene vrednosti nastalo zaradi povečanja obrestne mere brez tveganja (International Standards Board, 2010).

Poleg pomembnejšega in dolgotrajnejšega zmanjšanja poštene vrednosti finančne naložbe v kapitalski instrument pod njeno vrednost so nepristranski dokazi o oslabitvi tudi spremembe v tehnološkem, tržnem, gospodarskem ali pravnem okolju, v katerem posluje izdajatelj, in nakazujejo, da vrednosti finančne naložbe v kapitalski instrument morda ne bo mogoče nadomestiti (Odar, 2008, str. 11).

V nadaljevanju bodo predstavljena določila o slabitvi naložb posebej za finančne naložbe izkazane po odplačni vrednosti, finančne naložbe izkazane po nabavni vrednosti in za prodajo razpoložljive naložbe.

1.3.1 Finančne naložbe izkazane po odplačni vrednosti

Izgube zaradi oslabitve pri posojilih in terjatvah ali finančnih naložbah v posesti do zapadlosti v plačilo, izkazanih po odplačni vrednosti, izmerijo kot razliko med knjigovodsko vrednostjo sredstva in sedanjo vrednostjo pričakovanih prihodnjih denarnih tokov (razen prihodnjih kreditnih izgub, ki še niso nastale) diskontirani po izvorni efektivni obrestni meri finančnega sredstva, izračunani pri začetnem priznanju. Vrednost izgube se mora priznati v poslovnem izidu (International Standards Board, 2010).

1.3.2 Finančne naložbe izkazane po nabavni vrednosti

Če obstajajo nepristranski dokazi, da je prišlo do izgube zaradi oslabitve pri ne kotiranem kapitalskem instrumentu, ki ni izkazan po poštenu vrednosti, ker poštene vrednosti ni mogoče zanesljivo izmeriti, znesek izgube zaradi oslabitve izmerimo kot razlika med knjigovodsko vrednostjo finančnega sredstva in sedanjo vrednostjo pričakovanih prihodnjih denarnih tokov, diskontiranih po trenutni tržni donosnosti za podobna finančna sredstva (International Standards Board, 2010).

1.3.3 Finančne naložbe razpoložljive za prodajo

Če smo zmanjšanje nabavne vrednosti naložbe razpoložljive za prodajo priznali neposredno kot negativno rezervo, nastalo zaradi vrednotenja po pošteni vrednosti in obstajajo neposredni dokazi, da je to sredstvo oslabiljeno, za nabrano izgubo najprej zmanjšamo negativne rezerve, nastale zaradi vrednotenja po pošteni vrednosti in priznamo prevrednotene finančne odhodke (International Standards Board, 2010).

Slovenski računovodski standard še posebej predpisuje, da je finančna naložba razpoložljiva za prodajo oslabiljena, če pride do pomembnejšega in dolgotrajnega zmanjšanja njegove poštene vrednosti pod nabavno vrednost. Za pomembno zmanjšanje velja zmanjšanje na pošteno vrednost za več kot 20 % od nabavne vrednosti. Za dolgotrajno zmanjšanje pa velja, da je tako zmanjšanje za več kot 12 mesecev (Slovenski računovodski standardi, 2016).

V zvezi s slabitvami finančnih naložb je dala priporočilo, ki velja za banke, tudi Banka Slovenije. Banke naj bi za finančne naložbe v vrednostne papirje, s katerimi se trguje, upoštevale trenutno tržno (borzno) ceno. Ko banka oceni, da zaradi nedelujočega trga tržna vrednost take delnice ne odraža poštene vrednosti, se banka lahko odloči, da v skladu z MRS 39 in MSRP 13 meri pošteno vrednost take delnice s pomočjo tehnik ocenjevanja, pri čemer je pomembno upoštevati tudi pomembno in dolgotrajno zmanjšanje vrednosti teh naložb pod njihovo nabavno vrednost (Banka Slovenije, 2013).

Banka Slovenije tudi opredeljuje dolgotrajno zmanjšanje poštene vrednosti pod nabavno vrednost na 9 mesecev ter za pomembno zmanjšanje poštene vrednosti določa 40 % (ali nižje) znižanje poštene vrednosti glede na prvotno nabavno vrednost (Banka Slovenije, 2013).

Z uporabo sprejetega modela ocenjevanja naj bi tako ocenjena vrednost finančne naložbe v delnice oziroma deleže praviloma ne presegala revidirane knjigovodske vrednosti teh delnic družbe izdajateljice (Banka Slovenije, 2013).

Banka Slovenije je izdala tudi dokument Smernice za oblikovanje oslabitev oziroma rezervacij za izpostavljenosti do prestrukturiranih komitentov (Banka Slovenije, 2015a).

Ko je s strani upnic oziroma s strani neodvisnega svetovalca podana dokumentirana ocena, da je na podlagi poslovnega, lastniškega oziroma finančnega prestrukturiranja podjetja mogoče zagotoviti večje poplačilo obveznosti kot v stečaju in hkrati omogočiti nadaljevanje poslovanja podjetja, more banka pristopiti k izvajanju aktivnosti za restrukturiranje izpostavljenosti do tega komitenta. Pripravijo dogovor o prestrukturiranju (angl. *Master Restructuring Agreement*), banka pa mora aktivno spremljati izvajanje načrta prestrukturiranja. Banka na podlagi izgub iz kreditnega tveganja in posledično oblikovanja oslabitev oziroma rezervacij iz naslova izpostavljenosti do posameznega podjetja upošteva (Banka Slovenije, 2015a):

- uresničevanje zavez oziroma ostalih mejnikov o prestrukturiranju;
- realizacijo denarnih tokov podjetja oziroma odstopanje plana od realizacije;
- informacije o zadnjem ažurnem finančnem položaju podjetja;
- informacije o drugih dejstvih, ki vplivajo na kreditno sposobnost podjetja.

Na podlagi tako zbranih podatkov redno preverja in popravlja oceno pričakovanih denarnih tokov pod novimi pogodbeno dogovorjenimi pogoji odplačevanja ob samem restrukturiranju in na podlagi diskontirane vrednosti tako ocenjenih denarnih tokov, popravi knjigovodsko vrednost finančnih sredstev prek popravkov vrednosti zaradi oslabitev oziroma rezervacije (Banka Slovenije, 2015a).

Po treh mesecih od podpisa dogovora o prestrukturiranju in upoštevanju nove ocene bodočih denarnih tokov lahko banka prvič presoja o morebitnem znižanju višine oslabitev največ v višini 20 % od višine oslabitev v času podpisa dogovora o prestrukturiranju. To lahko stori, če (Banka Slovenije, 2015a):

- podjetje redno odplačuje svoj dolg in ostale obveznosti do bank;
- realizirani denarni tokovi ne odstopajo bistveno od planiranih;
- dezinvestiranje poteka v skladu z dogovorom o prestrukturiranju;
- podjetje izpolnjuje vse zaveze iz dogovora o prestrukturiranju;
- podjetje je pridobilo dodatna sredstva za financiranje obratnega kapitala.

Po šestih mesecih od podpisa dogovora o prestrukturiranju in upoštevanju nove ocene bodočih denarnih tokov in izpostavljenosti lahko banka znova presoja o znižanju prvotnih oslabitev za 40 %, če so izpolnjeni naslednji kriteriji (Banka Slovenije, 2015a):

- podjetje redno odplačuje svoj dolg in ostale obveznosti do bank;
- realizirani denarni tokovi ne odstopajo bistveno od planiranih;
- dezinvestiranje poteka v skladu z dogovorom o prestrukturiranju;
- podjetje izpolnjuje vse zaveze iz dogovora o prestrukturiranju;
- dokapitalizacija s strani obstoječih lastnikov oziroma eventualna konverzija dela terjatev lastnikov v kapital dolžnika.

Po devetih mesecih od podpisa dogovora o prestrukturiranju in upoštevanju nove ocene bodočih denarnih tokov in izpostavljenosti lahko banka znova presoja o znižanju prvotnih oslabitev za 60 %, če so izpolnjeni zgornji štirje kriteriji ter podjetje prodaja poslovno nepotrebno premoženje in poslovno nepotrebne dejavnosti ter znižuje zadolženost iz tega naslova (Banka Slovenije, 2015a).

Po dvanajstih mesecih od podpisa dogovora o prestrukturiranju in upoštevanju nove ocene bodočih denarnih tokov in izpostavljenosti lahko banka znova presoja o znižanju prvotnih oslabitev za 80 %, če so poleg zgornjih štirih kriterijev izpolnjeni še kriterij o vstopu novega

strateškega oziroma investitorja, kriterij spremembe poslovnega modela in povečanje tržnega deleža na področju osnovne dejavnosti (Banka Slovenije, 2015a).

Če banka ugotovi, da je začel dolžnik spet zamujati z izpolnjevanjem obveznosti, ponovno oblikuje slabitev na prvotno raven (Banka Slovenije, 2015a).

Oslabitev naložb je večinoma opredeljena znotraj MRS 39 in Mednarodnega računovodskega standarda 32 (v nadaljevanju MRS 32), ki govori o razkrivanju in predstavljanju finančnih instrumentov. Mednarodni računovodski standard 36 (v nadaljevanju MRS 36) pa uporabljajo večinoma za druge vrste sredstev. Izjemoma velja tudi za vsa finančna sredstva, uvrščena kot (International Accounting Standards Board, 2009):

- odvisna podjetja, kot so opredeljena v MRS 27 Konsolidirani in ločeni računovodski izkazi;
- pridružena podjetja, kot so opredeljena v MRS 28 Finančne naložbe v pridružena podjetja ter
- skupna vlaganja, kot so opredeljena v MRS 31 Deleži v skupnih vlaganjih.

Po MRS 36 je sredstvo oslabiljeno, če knjigovodska vrednost presega njegovo nadomestljivo vrednost. Nadomestljiva vrednost sredstva je večja od dveh postavk: poštene vrednosti zmanjšane za stroške prodaje ali vrednosti pri uporabi. Vrednost pri uporabi je sedanja vrednost prihodnjih denarnih tokov, ki bodo izhajali iz sredstva (International Accounting Standards Board, 2009).

Mednarodni računovodski standard 36 za delujoči trg opredeljuje naslednje kriterije (International Accounting Standards Board, 2009):

- s katerimi trgujejo na trgu, so iste vrste;
- praviloma vedno obstajajo voljni kupci in prodajalci;
- cene so javne.

Po SRS 16 (Ugotavljanje in merjenje poštene vrednosti) je delujoč trg, na katerem transakcije za sredstvo izvajajo dovolj pogosto in v zadostnem obsegu (Slovenski računovodski standardi, 2016).

V sedanjih razmerah, ko so cene vrednostnih papirjev na trgu bistveno manjše kot v preteklosti, ne moremo govoriti, da trgi vrednostnih papirjev ne delujejo. Trgi delujejo, le da so cene nižje. O nedelujočem trgu bi lahko govorili, če na njem ne bi sklepali poslov oziroma v daljšem časovnem obdobju na njem ne bi bilo transakcij (Odar, 2009, str. 11).

1.4 Hierarhija poštene vrednosti

Po MRS 39 je poštena vrednost znesek, s katerim je mogoče zamenjati sredstvo ali poravnati obveznost med dobro obveščenima in voljnima strankama v transakciji med nepovezanima in neodvisnima strankama (International Standards Board, 2010).

Po SRS 16 (Ugotavljanje in merjenje poštene vrednosti) je poštena vrednost cena, ki bi se prejela za prodajo sredstva ali plačala v redni transakciji med udeleženci na trgu na datum merjenja. Pri merjenju poštene vrednosti organizacija upošteva naslednje značilnosti sredstva (Slovenski računovodski standardi, 2016):

- stanje in lokacijo;
- morebitne omejitve v zvezi s prodajo sredstva.

Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti razlikujejo med tržnimi in netržnimi vrednostmi.

Izraza tržna vrednost in poštena vrednost, kot se običajno pojavljata v računovodskih standardih, sta na splošno združljiva, če že nista v vsakem primeru točno enakovredni zasnovi. Za druge namene, ne za računovodske namene, je mogoče pošteno vrednost razlikovati od tržne vrednosti. V takšnih primerih je to ocenjena cena za prenos sredstva ali obveznosti med prepoznanimi, dobro obveščenima in voljnima strankama, ki je odraz ustreznih interesov teh strank. Za računovodsko poročanje sta torej tržna vrednost in poštena vrednost enakovredni (International Valuation Council, 2013).

Pri merjenju poštene vrednosti velja predpostavka, da je sredstvo izmenjano v redni transakciji med udeleženci na trgu za prodajo sredstva na datum merjenja pod trenutnimi tržnimi pogoji (Slovenski računovodski standardi, 2016).

Pri merjenju poštene vrednosti predpostavljamo, da je transakcija izvedena na glavnem trgu ali na najugodnejšem trgu, kadar ni glavnega trga. Podjetju ni treba izvesti obsežne raziskave vseh možnih trgov, da bi opredelilo glavni trg ali najugodnejši trg, kadar ni glavnega trga, vendar upošteva vse informacije, ki so razumno na voljo (International Accounting Standards Board, 2011c).

Kadar cene za enako sredstvo ali obveznost ni mogoče opazovati, podjetje izmeri pošteno vrednost z uporabo druge tehnike ocenjevanja vrednosti (oziroma uporabo modela), s katero je čim bolj spodbujena uporaba ustreznih opazovanih vložkov in čim bolj omejena uporaba neopazovanih vložkov.

Eden od vidikov modela po MSRP 13, ki je še posebej pomemben pri preizkusu oslabitve, je ta, da mora podjetje pri merjenju poštene vrednosti uporabiti predpostavke, ki bi

jih uporabili tržni udeleženci, čeprav podjetje sredstva nima namena prodati (Deloitte, 2013).

Pri merjenju poštene vrednosti nefinančnega sredstva upoštevajo sposobnost udeleženca na trgu, da proizvede gospodarske koristi z uporabo sredstva v skladu z njegovo največjo in najboljšo uporabo ali s prodajo sredstva drugemu udeležencu na trgu, ki bi zadevno sredstvo uporabil v skladu z njegovo največjo in najboljšo uporabo. Pri največji in najboljši uporabi nefinančnega sredstva upoštevajo uporabo sredstva, ki je fizično mogoča (lokacija in velikost), zakonsko dovoljena (npr. urbanistični predpisi za nepremičnine) in finančno izvedljiva (nastane zadosten prihodek ali denarni tok) (International Accounting Standards Board, 2011c).

Kadar podjetje nima na voljo kotirane cene, mora izmeriti pošteno vrednost kapitalskega finančnega instrumenta ali obveznosti z vidika udeleženca na trgu, ki ima v lasti enako postavko kot sredstvo na datum merjenja. V takih primerih mora podjetje izmeriti pošteno vrednost finančnega instrumenta ali obveznosti na naslednji način (International Accounting Standards Board, 2011c):

- uporabo cene na kotiranem trgu za enako postavko;
- če ta cena ni na voljo z uporabo drugih opazovanih vložkov, kot je kotirana cena na nedelujočem trgu za enako postavko, ki jo ima v lasti druga stranka kot sredstvo;
- če opazovane cene niso na voljo izmerijo z uporabo druge tehnike ocenjevanja, kot sta:
 - na donosu zasnovan način, pri katerem so diskontirani prihodnji denarni tokovi, ki bi jih udeleženci na trgu pričakovali od lastništva obveznosti ali kapitalskega finančnega instrumenta;
 - tržni način (uporaba kotiranih cen za podobne obveznosti ali kapitalske instrumente, ki jih imajo v lasti druge stranke kot sredstva).

Po Mednarodnih standardih ocenjevanja vrednosti pošteno vrednost razvrščamo v naslednje hierarhične nivoje (International Standards Valuation Council, 2013):

- prva raven so borzne cene;
- druga raven so vhodni podatki drugih ne borznih cen, ki niso vključene v prvo raven in jih je za sredstvo ali obveznost mogoče neposredno opazovati (opazovani vložki);
- tretja raven so vhodni podatki za sredstvo ali obveznost, ki jih ni mogoče opazovati (neopazovani vložki).

Opazovani vložki so vložki, ki so lahko razviti na podlagi javno dostopnih informacij o dejanskih dogodkih ali transakcijah, in izražajo predpostavke, ki bi jih udeleženci na trgu uporabili pri določanju cene sredstva ali obveznosti (Slovenski računovodski standardi, 2016).

Neopazovani vložki so vložki, za katere tržni podatki niso na voljo in so razviti z uporabo najboljših razpoložljivih informacij o predpostavkah, ki bi jih udeleženci na trgu uporabili pri določanju cene sredstva ali obveznosti (Slovenski računovodski standardi, 2016).

Na pošteno vrednost sredstva lahko vpliva znatno zmanjšanje obsega ali ravni dejavnosti za to sredstvo glede na običajno tržno dejavnost. Kriteriji za zmanjšan obseg ravni dejavnosti so (Slovenski računovodski standardi, 2016):

- majhno število nedavnih transakcij;
- neupoštevanje trenutnih informacij pri navedbah cen;
- bistvene razlike med navedbami cen v posameznih obdobjih ali med ustvarjalci trgov;
- očitna nepovezanost kazalnikov, ki so bili prej zelo povezani s poštenimi vrednostmi sredstva;
- znatno povečanje premij za tveganje zaradi implicitne likvidnosti, donosov ali kazalnikov uspešnosti za opazovane transakcije ali kotirane cene;
- velik cenovni razpon med najnižjo in najvišjo ponujeno ceno oziroma;
- veliko zmanjšanje dejavnosti primarnega trga za nove izdaje za sredstvo ali odsotnost tega trga;
- malo javno dostopnih informacij.

Če pa organizacija ugotovi, da transakcijska ali kotirana cena ne predstavlja poštene vrednosti (na primer, morda obstajajo transakcije, ki niso redne), je potrebna prilagoditev transakcijam ali kotiranim cenam, če organizacija te cene uporablja kot podlago za merjenje poštene vrednosti.

Ugotavljanje nerednosti transakcij je težje v primeru znatnega zmanjšanja obsega ali

ravni dejavnosti za sredstvo glede na običajno tržno dejavnost. Znaki, ki opredeljujejo nerednost transakcij so naslednji (Slovenski računovodski standardi, 2016):

- nezadostna izpostavljenost trgu v obdobju pred datumom merjenja, da se omogočijo dejavnosti trženja, ki so običajne in jih uporabljajo za transakcije, ki vključujejo takšna sredstva pod trenutnimi tržnimi pogoji;
- obdobje trženja, ki je običajno in ga uporabljamo, vendar je prodajalec sredstvo prodal le enemu udeležencu na trgu;
- stečaj ali skorajšnji stečaj prodajalca (prisilna prodaja prodajalca);
- nujno prodajo s strani prodajalca, da so izpolnjene regulativne ali pravne zahteve;
- odstopanje transakcijske cene od cen pri drugih nedavnih transakcijah za enako ali podobno sredstvo ali obveznost.

Organizacija pri merjenju poštene vrednosti ali ocenjevanju tržnih premij za tveganje upošteva vse naslednje dejavnike (Slovenski računovodski standardi, 2016):

- če iz dokazil izhaja, da transakcija ni redna, organizacija to transakcijsko ceno obravnava kot manj pomembno ali nepomembno v primerjavi z drugimi pokazatelji poštene vrednosti;
- če iz dokazil izhaja, da je transakcija redna, organizacija to transakcijsko ceno upošteva;
- kako pomembna je transakcijska cena v primerjavi z drugimi pokazatelji poštene vrednosti, je odvisno od obsega transakcije, primerljivosti transakcije s sredstvom, ki ga merimo in bližina transakcije datumu merjenja;
- če organizacija nima dovolj informacij za ugotavljanje, ali je transakcija redna, upošteva transakcijsko ceno. Vendar ta transakcijska cena ne sme predstavljati poštene vrednosti, saj transakcijska cena ni nujno edina ali glavna podlaga za merjenje poštene vrednosti ali ocenjevanje tržnih premij za tveganje. Kadar organizacija nima dovolj informacij za ugotavljanje, ali so posamezne transakcije redne, te transakcije obravnava kot manj pomembne v primerjavi z drugimi transakcijami, za katere je znano, da so redne.

Za finančne instrumente, s katerimi trgujejo na borzi, vendar zanje ni več dejavnega trga ali pa z njimi trgujejo na izven borznih trgih je potrebno ocenjevanje s pomočjo tehnik ocenjevanja vrednosti.

Za ocenjevanje vrednosti navadno uporabljamo na donosu zasnovan način ocenjevanja vrednosti ali način tržnih primerjav.

Nabavno-vrednostnega načina navadno ni mogoče uporabiti, razen v zgodnji fazi delovanja podjetja ali ob zagonu, ko še ni mogoče zanesljivo oceniti denarnih tokov, na razpolago pa so ustrezne tržne informacije za sredstva podjetja (International Valuation Standards Council, 2013).

Vrednost nekaterih vrst podjetij npr. naložbenega podjetja ali holdinga, je mogoče izpeljati iz seštevanja sredstev in obveznosti oziroma na podlagi na sredstvih zasnovanega načina. To samo po sebi ni način ocenjevanja vrednosti, ker so vrednosti sredstva in obveznosti, preden so seštete, izpeljane z uporabo enega ali več glavnih načinov ocenjevanja vrednosti (npr. način tržnih primerjav) (International Valuation Standards Council, 2013).

Metoda diskontiranja je teoretično najbolj korektna; zajema sedanjo vrednost vseh v prihodnosti uresničenih denarnih tokov. Množično jo uporabljajo pri ocenjevanju vrednosti za razne namene. Naročniki jo vedno bolj sprejemajo za temeljno metodo ocenjevanja vrednosti (Praznik, 2004, str. 43).

Njena slabost je, da zahteva oceno ustrezne diskontne stopnje in napoved oziroma projekcijo prihodnjih donosov (Praznik, 2004, str. 43).

Prednosti na trgu zasnovanega načina ocenjevanja vrednosti so te, da so cene podjetij, uvrščenih na borzo, na voljo za katerikoli datum ocenjevanja vrednosti. Trg je najboljši razsodnik za določanje vrednosti. Metoda je posebno primerna za ocenjevanje vrednosti

manjšinskega deleža, ker ni treba uporabiti odbitka za manjšinski delež (Praznik, 2004, str. 43).

Slabost te metode je v tem, da za posamezne panoge ni na voljo razpoložljivih podatkov in je težko najti primerljiva podjetja (Praznik, 2004, str. 43).

Nabavno-vrednostni način temelji na načelu substitucije, da cena, ki bi jo kupec na trgu plačal za sredstvo, katerega vrednost je ocenjena, ne bi bila višja od stroškov za nakup ali gradnjo oziroma izdelavo enakovrednega sredstva, razen če gre za neprimeren čas, težave ali nevarnosti, tveganje ali druge dejavnike (International Valuation Council, 2013, str. 24).

Koncept poštene vrednosti ima tako svoje zagovornike kot tudi svoje kritike. Zagovorniki poštene vrednosti trdijo, da poštene vrednosti sredstev in obveznosti odražajo trenutne tržne pogoje in zagotavljajo pravočasne informacije, s čimer povečujejo transparentnost in spodbujajo takojšnje korektivne ukrepe (Laux & Leuz, 2009).

Polemike se vrtijo okoli tega, ali je poštena vrednost v pomoč v zagotavljanju transparentnosti, ali vodi v nezaželene akcije pri podjetjih in bankah. Številni kritiki računovodstva poštene vrednosti (angl. *fair value accounting*) trdijo, da je ravno računovodstvo poštene vrednosti veliko pripomoglo h gospodarski krizi ter da je poštena vrednost celo zavajajoča za sredstva, ki jih ima podjetje v posesti do zapadlosti. Poštene vrednosti so lahko izkrivljene zaradi neučinkovitosti trgov, neracionalnosti vlagateljev ali likvidnostnih problemov; prav tako so vprašljivi modeli vrednotenja. Problem koncepta poštene vrednosti je tudi ta, da se vodstvo podjetij velikokrat poskuša izogniti potrebnim slabitvam (Laux & Leuz, 2009).

Mnogi kritiki poštene vrednosti zagovarjajo model nabavne vrednosti, čeprav tudi model nabavne vrednosti v veliko primerih ni ustrezen, saj ne odraža notranje vrednosti. Trdijo, da je koncept poštene vrednosti pro ciklični in zastruje nihanja. Prav tako se pojavlja problem transakcijskih stroškov in omejitev glede arbitraže, vedenja vlagateljev in njihove neracionalnosti. Poleg tega banke zaradi zagotavljanja kapitalskih zahtev in ostalih predpisov v določenih primerih prodajajo naložbe pod njihovo notranjo vrednostjo in te vrednosti iz prisiljenih prodaj (angl. *forced sales*) so včasih lahko vhodni podatki za druge finančne institucije pri ugotavljanju poštene vrednosti (Laux & Leuz, 2009).

Po drugi strani zagovorniki poštene vrednosti trdijo, da na podlagi koncepta poštene vrednosti izgube prej priznajo, kar prisili banke, da pravočasno izvedejo določene ukrepe, s čimer preprečijo še večjo gospodarsko krizo (Laux & Leuz, 2009).

Določeni kritiki so koncept poštene vrednosti povezovali celo s propadom Lehman Brothers, likvidnostno krizo, kreditnim krčem, enormnimi oslabitvami, volatilnostjo kapitalskega trga in svetovno gospodarsko krizo. Njihove utemeljitve proti poštenu vrednosti so (Society of Actuaries, 2009):

- ko je družba v finančnih težavah lahko prodaja sredstva po nižjih cenah (t. i. prisiljene prodaje), ki ne odražajo pričakovanih denarnih tokov;
- tržne cene za zapletene finančne instrumente temeljijo na kompleksnih in subjektivnih finančnih modelih;
- računovodstvo poštene vrednosti ne zagotavlja realne ocene dolgoročne vrednosti, saj so računovodske postavke merjene po pošteni vrednosti povzročile izkrivljene bilance podjetij;
- zaradi merjenja po pošteni vrednosti se je povečala volatilitnost kapitalskih trgov;
- povečali so odpise in znižali kapital podjetij, prav tako so znižali delniške tečaje;
- koncept poštene vrednosti je zamajal zaupanje vlagateljev in širše javnosti v kapitalske trge.

Po drugi strani zagovorniki trdijo (Society of Actuaries, 2009):

- koncept poštene vrednosti ni povzročil krize, ampak je le prikazal resnično stanje v izkazih;
- brez poštene vrednosti in pravočasnega priznanja izgub bi bila kriza še večja;
- poštena vrednost ne povečuje volatilitnosti, ampak le razkriva problem;
- odpisi vrednosti v resnici pomagajo ponovno vzpostaviti stabilnost;
- opustitev poštene vrednosti bi pomenila opustitev presoje trga;
- opustitev poštene vrednosti ne bi pripomogla k obnovitvi zaupanja v trg;
- trenutno računovodstvo po pošteni vrednosti ni popolno a trenutno še ni boljše alternative zlasti pri vrednotenju zapletenih izvedenih finančnih instrumentov in strukturiranih produktov.
- ohlapnejša računovodska pravila lahko vodijo še k večjim problemom;
- japonska bančna kriza leta 1990 se je zaradi pomanjkanja računovodstva poštene vrednosti še podaljšala, saj banke niso priznale slabih kreditov.

Kljub pomanjkljivostim koncept poštene vrednosti zagotavlja boljše informacije kot katerekoli druge alternative še posebej nabavno vrednostno računovodstvo, saj bi slednje še povečalo razsežnosti krize. Zaradi krize pa potrebujejo računovodje še dodatna pojasnila glede vrednotenja naložb v pogojih nelikvidnih trgov (Ryan, 2008, str. 14).

2 AKTIVNOST TRGA KAPITALA IN KRITERIJI AKTIVNOSTI

Zaradi splošne gospodarske krize, po letu 2008 in posledično upada delniških tečajev ter prometa na borzi, se je znižala tudi likvidnost delniških trgov, globina trga in posledično tudi učinkovitost trgov. Učinkovitost trga kapitala sta začela raziskovati že Kendall in Eugene F. Fama. Slednji je prejel tudi Nobelovo nagrado za ekonomijo.

Po teoriji učinkovitega trga kapitala (angl. *Efficient capital market hypothesis*) cene delnic v celoti odražajo razpoložljive informacije. Na popolno učinkovitem trgu ni transakcijskih

stroškov, informacije so na voljo vsem udeležencem na trgu brezplačno, vsi udeleženci se strinjajo s porazdelitvijo prihodnjih cen vrednostnih papirjev (Fama, 1969, str. 387). Nove informacije trg absorbira takoj, zato dolgoročno ni mogoče imeti veliko višjih donosov od tržnih. Na učinkovitem trgu kapitala bo dejanska cena vrednostnega papirja dobra ocena njegove notranje vrednosti (Fama, 1969, str. 387).

Fama ločuje tri vrste učinkovitosti (Fama, 1969, str. 383):

- šibka učinkovitost (angl. *Weakform efficiency*) je takrat, ko cene odražajo vse informacije o preteklem gibanju cen. Investitorji ne morejo imeti večjih donosov, kot je tržna donosnost. Z uporabo tehnične analize in odčitavanja grafov vlagatelji ne bi realizirali večjih donosov od tržnih.
- srednja učinkovitost (angl. *Semi strong form efficiency*) je takrat, ko cene odražajo vse javno dostopne informacije. Investitorji ne morejo imeti presežnih donosov na podlagi javno dostopnih informacij (letna poročila, finančni izkazi, historični podatki, nove izdaje delnic...)
- močna učinkovitost (angl. *Strongform efficiency*) cene odražajo vse razpoložljive informacije vključno z notranjimi informacijami. Vlagatelji ne morejo imeti večjih donosov od tržnih, ker so notranje informacije kmalu vključene v ceno.

Fama je potrdil naključnost gibanja delniških tečajev (angl. *random walk*) in definiral aktivni trg kapitala. Spremembe cen so slučajni odklon od pretekle cene.

V zvezi s teorijo učinkovitega trga je znan tudi Grosmannov paradoks, ki kaže na to, da bolj kot vlagatelji zaupajo v učinkovitost trga kapitala, manj učinkovit postaja. V takšnem primeru se vlagatelji zanašajo na učinkovitost trga in se vedejo pasivno, zato prenehajo zbirati informacije, kar vodi v neučinkovitost trga. Grosmann in Stiglitz trdita, da trg ne more biti učinkovit, dokler obstajajo cene za informacije na trgu. Donosnost naložb mora biti torej višja, kot so stroški informacij, sicer bi izginila nagnjenost k vlaganju (Degutis, Novickyte, 2014). Grosmann in Stiglitz sta še dokazala, da, če drži hipoteza učinkovitega trga kapitala in so informacije plačljive, se konkurenčni trgi zlomijo. Ko se to zgodi, vsak informiran akter (angl. *trader*) neha plačevati za informacije. Tudi v primeru, ko so vsi akterji neinformirani, trgi niso v ravnovesju. V takšnem primeru vsak akter, ki vzame ceno za dano, verjame da bi lahko ustvaril večje donose, če bi bil informiran (Grosmann & Stiglitz, 1980, str. 393–406).

Grosmann in Stiglitz poleg informacijske učinkovitosti iz teorije učinkovitega trga kapitala opredeljujeta tudi alokacijsko učinkovitost.

Informacijska učinkovitost govori o tem, da se v trenutnih cenah odražajo vse dostopne informacije; cene so znane zastonj in udeleženci imajo prost dostop. V primeru alokacijske učinkovitosti na podlagi prerazporeditve sredstev ni mogoče izboljšati položaja enega udeleženca, da se pri tem ne bi poslabšal položaj drugega udeleženca na trgu. Na alokacijsko

učinkovitem trgu je cena določena tako, da omogoča izenačevanje zahtevanih stopenj donosa za investitorje in varčevalce (Grosman, 1995, str. 773–785).

Alokacijsko učinkovit trg je tudi informacijsko učinkovit in deluje z najnižjimi stroški. V primeru alokacijske učinkovitosti bi zvišanje povpraševanja po investicijah v enem delu sveta spremenilo cene v takšni smeri, da bi se tja prerazporedil kapital (Grosman, 1995, str. 773). V primeru alokacijske učinkovitosti se kapital prerazporedi k podjetjem, ki lahko dosežejo največje mejne donose (Pilbeam, 2010, str. 237).

Poleg informacijske in alokacijske učinkovitosti ločimo tudi operativno učinkovitost trga, kjer se prihranki prenašajo do investitorjev z najnižjimi možnimi stroški, ki še omogočajo zaslužek (Pilbeam, 1998, str. 196).

Obstaja več kritik teorije učinkovitega trga kapitala. Prve so na podlagi tržnih anomalij (januarski učinek, učinek vikenda, itd). O anomalijah sta med drugim pisala tudi ekonomista Thaler in Pilbeam (Jagrič & Hribernik & Stajniko, 2006).

Učinek vikenda so raziskovali že ekonomisti Cross in Gibbson Hess, ki so s pomočjo statističnih metod ugotovili, da cene delnic upadajo ob ponedeljkih in rastejo ob petkih. Za navedeno gibanje cen niso odkrili bistvenega razloga. Omenjeno gibanje cen je v neskladju s teorijo učinkovitih trgov (Pilbeam, 2010, str. 243).

Podobno je v neskladju s teorijo učinkovitega trga tudi januarski učinek oziroma sezonska anomalija, o kateri je pisal že ekonomist Keim na podlagi študije ameriškega delniškega trga med leti 1963 in 1979. Ugotovil je, da so donosi na borzi januarja višji kot v ostalih mesecih leta. Tovrstni učinek pomeni priložnosti za vlagatelje, da delnice kupijo po nižjih cenah konec preteklega leta in jih nato prodajo januarja z dobičkom. Januarja donosi na delnice majhnih družb znatno prekašajo trg kot celoto. Iz navedenega sledi, da trgi niso učinkoviti glede na teorijo učinkovitega kapitalnega trga (Pilbeam, 2010, str. 244).

Tretja pomembnejša anomalija je problem zmagovalec-poraženec (angl. *winner-loser problem*). De Bondt in Thaler sta trdila, da se vlagatelji lahko pretirano (angl. *over-react*) odzovejo na gibanje delniških tečajev. V naslednjih treh do petih letih bodo delnice, ki so v zadnjih treh do petih letih najbolj izgubile na vrednosti, dosegale presežne donose. Nasprotno se bo dogajalo z delnicami, katerih tečaj je v zadnjih treh do petih letih najbolj rasel. S tem sta avtorja dokazala, da je preteklo gibanje cen pomembno za načrtovanje dolgoročne investicijske strategije (Pilbeam, 2010, str. 245).

Druge kritike hipoteze učinkovitega trga kapitala so na podlagi racionalnega obnašanja investitorjev. Slednji teorije učinkovitega trga kapitala zavračajo s testi volatilitnosti. Na trgu so racionalni vlagatelji, ki trgujejo na podlagi informacij in vlagatelji (angl. *noise traders*), ki delujejo na podlagi nepopolnih informacij in povzročajo odmik od ravnovesja (Jagrič et al., 2006, str. 50–57).

Tretja veja kritik temelji na psihologiji in se imenuje vedenjske finance, ki proučuje vedenje vlagateljev (Jagrič et al., 2006, str. 50–57).

Med pomembnejšimi začetniki vedenjskih financ sta psihologa Kahnemann in Twersky (1979, str. 263–291), ki sta opredelila podlago za pogoste človeške napake, ki nastanejo zaradi hevristik in pristranskosti. Skupaj sta izdala članke na podlagi presojanja in odločanja. Kahnemann je znan tudi po kognitivni psihologiji, ki govori o reševanju problemov s pomočjo bližnjic in teorije obetov. Slednja govori, kako se ljudje odločajo na podlagi različnih obetov, ko so vnaprej znani rezultati (t. i. efekt gotovosti). V takem primeru se ljudje odločajo glede na izgubo ali dobiček in ne glede na končni izid (Kahnemann & Twersky, 1979, str. 263–291).

Zagovorniki teorije učinkovitega trga kapitala trdijo, da anomalije dolgoročno ne morejo prinašati višjih donosov. Tržne anomalije je med drugim raziskoval tudi Nobelov nagrajenec in zagovornik vedenjskih financ ekonomist Shiller. Slednji je anomalije raziskoval na podlagi volatilnosti delniških tečajev, katere je primerjal z gibanjem dividend.

Ugotovil je, da so cene delnic veliko bolj volatilne kot pa dividende same. Dividende se gibljejo v obliki trenda. Presežna volatilnost je z vidika teorije učinkovitega trga kapitala veliko bolj problematična od ostalih anomalij (januarski učinek, dan v tednu učinek...) (Shiller, 2003, str. 83–104).

Shiller je govoril tudi o špekulativnih borznih mehurčkih (angl. *bubble*), ko cene vrednostnih papirjev rastejo in vlagatelji ustvarjajo visoke donose, kar pritegne druge vlagatelje in poviša pričakovanja glede nadaljnje rasti delniških tečajev. Zvišano povpraševanje spet povzroči naslednji krog zvišanja delniških tečajev, dokler ne nastanejo špekulativni mehurčki (Shiller, 2003, str. 83–104).

Neučinkovitost trga kapitala sta proučevala tudi Schleifer in Summers (1990, str. 19–33), ki omenjata dve vrsti vlagateljev. Prvi so racionalni, ki delujejo s pomočjo arbitraže in neracionalni oziroma drugi vlagatelji.

Če ima delnica popolni substitut oziroma vrednostni papir z enakim donosom, se cena delnice dolgoročno izenači s substitutom. Če se cena delnice zniža pod ceno substituta, racionalni vlagatelj prodaja substitut in kupuje delnico, dokler se cena ne izenači in obratno. Racionalni vlagatelj ima popolno elastično krivuljo povpraševanja po tem vrednostnem papirju (Schleifer & Summers, 1990, str. 20).

Učinkovitost slovenskega trga kapitala je proučevalo več različnih avtorjev in večina je prišla do zaključka, da slovenski trg kapitala ni niti šibko učinkovit. Neučinkovitost trga kapitala je med drugim dokazala Silva Deželan. Opravila je testiranje potekov, izračunala koeficiente variabilnosti, ocenila avto korelacijo in tržni model. Deželanova je proučevala vrednosti SBI ter indeks delnic Nove Ljubljanske Banke (v nadaljevanju LB13) za obdobje

od začetka januarja 1994 do konec junija 1996. S pomočjo avtokorelacije je pokazala, da spremembe vrednosti indeksov SBI in LB13 niso naključne. Neučinkovitost je dokazala tudi s pomočjo testiranja potekov sedemnajstih delnic Ljubljanske borze. Primerjala je dnevne donose vseh delnic iz Ljubljanske borze z dnevnim donosom LB13 in ugotovila statistično značilno povezavo z LB13 ter presežene donosnosti (Deželan, 1999, str. 24).

Do podobnega zaključka sta leta 2007 prišla tudi Lazar in Ureche, ki sta testirala šibko učinkovitost (angl. *weak form efficiency*) osmih kapitalskih trgov v državah v razvoju, med drugim tudi Slovenije. Uporabljeni testi so v večini primerov potrdili prisotnost linearnih in nelinearnih odvisnosti serij donosov. Večina trgov, med njimi tudi slovenski, ni dosegala niti šibke učinkovitosti (Lazar & Ureche, 2007, str. 829).

Podobno so neučinkovitost kapitalskih trgov za vzhodnoevropske države, ki so se pridružile EU v letu 2004, ugotovili tudi Mramor, Pahor in Foye. Slednji ugotavljajo, da po vstopu v EU niso trgi postali nič bolj učinkoviti (Foye & Mramor & Pahor, 2013, str. 130).

Jagrič, Kolanovič in Podobnik so proučevali učinkovitost trgov za šest tranzicijskih držav, med katerimi je tudi Slovenija. Razlog za neučinkovitost trga navajajo pomanjkanje infrastrukture in pomanjkljivo razkrivanje informacij (Jagrič & Kolanovič & Podobnik, 2005, str. 100).

Neučinkovitost kapitalskega trga so dokazali tudi Aver, Zupančič in Petrič. Slednji so primerjali donose 31 delnic z Ljubljanske borze s pomembnejšimi indeksi (SBI, LB13, BIO, PIX). S pomočjo avtokorelacije oziroma s pomočjo testov linearne povezanosti današnjih in prejšnjih donosnosti so ocenjevali povezanost med zaporednimi spremembami donosov indeksov in delnic. Test avtokorelacije je zdržal le majhen delež delnic, pri drugih pa je ta test odkril značilne razlike, kar kaže na nenaključno gibanje donosnosti delnic. Opravili so tudi test potekov oziroma zaporedij sprememb donosnosti vrednostnih papirjev z enakim predznakom in dokazali neučinkovitost kapitalskega trga (Aver, Zupančič & Petrič, 2000, str. 327).

Nasprotno kot zgoraj navedeni avtorji, sta dokazala le Omay in Kardagli, ki sta potrdila šibko učinkovitost slovenskega kapitalskega trga. Šibko učinkovitost sta dokazala še za bolgarski, grški, madžarski, poljski, romunski, ruski in turški trg (Omay & Kardagli, 2010, str. 4).

Zgoraj navedeni avtorji so testirali šibko učinkovitost kapitalskih trgov. V Sloveniji za zdaj še nimamo dovolj podatkov, da bi lahko testirali srednjo in močno učinkovitost kapitalskega trga. Sicer lahko sklepamo, da na slovenskem kapitalskem trgu ni srednje niti močne učinkovitosti, če na trgu ni šibke učinkovitosti.

Slovenski kapitalski trg je proučeval tudi Šušteršič (2010), ki ugotavlja, da je Slovenski kapitalski trg nerazvit, kar je posledica izbranega načina privatizacije, konsolidacije lastništva, financiranja podjetij preko bank. Slovenski razvojni program koordiniranega

tržnega gospodarstva z veliko vlogo države in preferiranjem domačega lastništva je bil izrazito nenaklonjen razvoju trga kapitala. Zaradi navedenega nikoli ni bil vzpostavljen ustrezen pravni okvir za transparentno in učinkovito delovanje trga. Razvoj kapitalskega trga je bil namreč vso tranzicijo omejevan. Privatizacija zmanjša ali omeji državni nadzor nad podjetji. V Sloveniji je bil izbran model, ki je omogočil kopičenje sredstev s strani posameznikov. Slovenija je v primerjavi z drugimi razvitimi državami zelo posebna; na eni strani po velikem lastniškem deležu in kontroli države v podjetniškem sektorju, na drugi strani pa po majhnem deležu tujih portfeljskih vlagateljev. Takšna struktura bi bila ugodna, če bi bilo domače lastništvo ugodnejše od tujega. Zaradi prednosti domačega lastništva pred tujim je večja možnost nastanka velikih monopolnih in oligopolnih struktur ter kartelnega dogovarjanja (Šušteršič, 2010, str. 92–104).

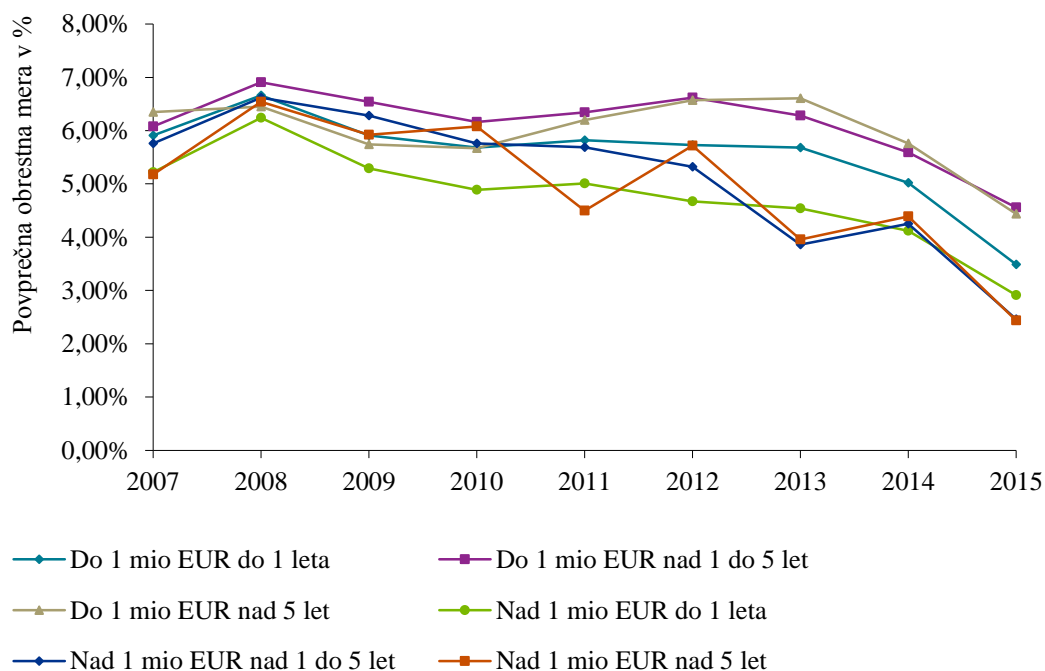
Tuje vlagatelje ne zanima nadzor nad slovenskimi podjetji, po drugi strani pa so preglednost poslovanja, zaščita malih vlagateljev in likvidnost kapitalskega trga predpogoj, da tuji vlagatelji sploh investirajo v državo. Sicer je slovenski kapitalski trg bistveno manj likviden kot primerljivi trgi v Evropski uniji. Prav tako kapitalski trg ni nikoli dosegal temeljne naloge glede dodatnega financiranja vlagateljev, saj se ti pretežno financirajo s strani bank (Šušteršič, 2010, str. 92–104).

V nadaljevanju so prikazana novo odobrena posojila nefinančnim družbam v obdobju od januarja 2009 do marca 2016. Iz grafa je opazno zmanjševanje posojilne aktivnosti do podjetij v analiziranem obdobju, čeprav so se pogoji financiranja izboljšali (upadanje obrestnih mer). Sicer pa se je dinamika upadanja posojil nefinančnim družbam lani začela upočasnjevati, in sicer v celotnem bančnem sistemu od drugega polletja naprej, pri velikih domačih bankah pa še prej. Krčenje posojil se je ponovno nekoliko okrepilo v začetku letošnjega leta zaradi prenehanja delovanja Factor banke in Probanke in prenosa njunih terjatev na Družbo za upravljanje terjatev bank. Na strani ponudbe posojil se ohranjajo visoki kreditni standardi, vendar so se v zadnjem četrtletju 2015 prvič po letu 2008 nekoliko zrahljali. Na povpraševanje po posojilih imajo pozitiven vpliv, poleg ugodnih učinkov iz gospodarskega okolja in potreb podjetij po novih investicijah tudi manjša zadolženost in nizke obrestne mere (Banka Slovenije, 2016).

Na zadržanost bank do večje posojilne aktivnosti vpliva dejstvo, da je bilo dosedanje zmanjševanje zadolženosti podjetij doseženo le s poplačilom dolgov brez ustreznih krepitev kapitala, kar ni zagotovilo povečano kreditne sposobnosti podjetij. Zaradi navedenega imajo banke visoko presežno likvidnost (Banka Slovenije, 2016).

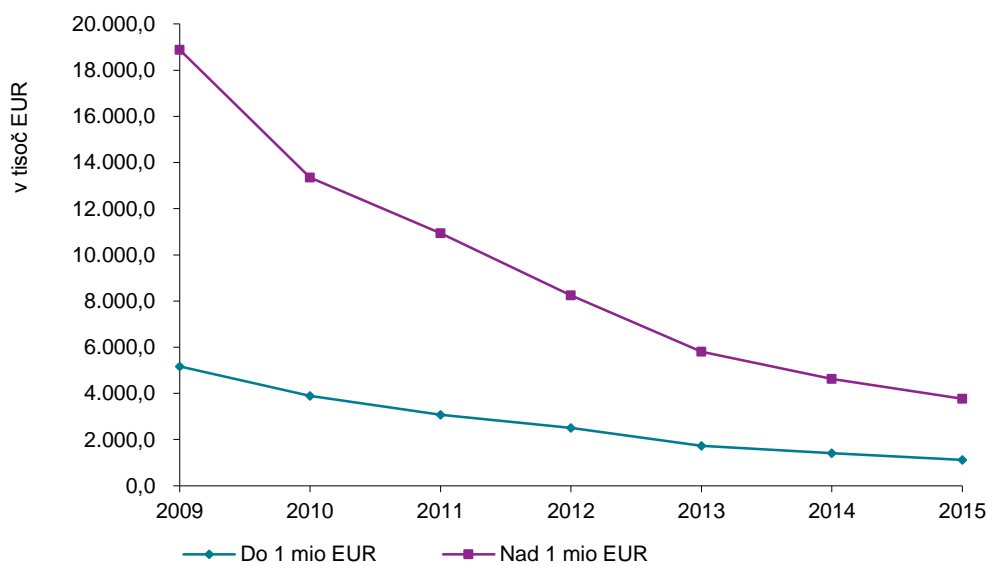
Višina novo odobrenih posojil nefinančnim družbam do višine enega milijona EUR se je iz vrednosti 5.166 tisoč EUR v letu 2009 znižala na 1.113 tisoč EUR v letu 2015. Podobno se je višina novo odobrenih posojil nad milijon EUR znižala iz 18.885 tisoč EUR v letu 2009 na 3.762 tisoč EUR v letu 2015.

Slika 2: Obrestna mera za novo odobrena posojila nefinančnim družbam glede na znesek oziroma zapadlost



Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2016.

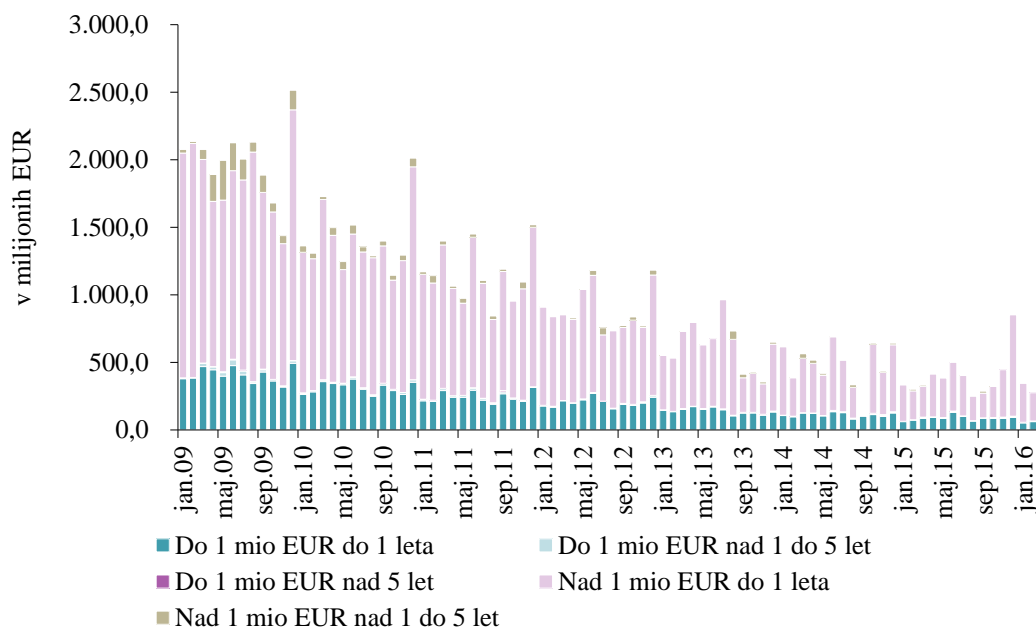
Slika 3: Novo odobrena posojila nefinančnim družbam glede na znesek



Vir: Banke Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2016.

Spodnji graf prikazuje novo odobrena posojila po zapadlosti do enega leta, od enega do petih let in posojila z zapadlostjo nad pet let.

Slika 4: Novo odobrena posojila nefinančnim družbam glede na zapadlost

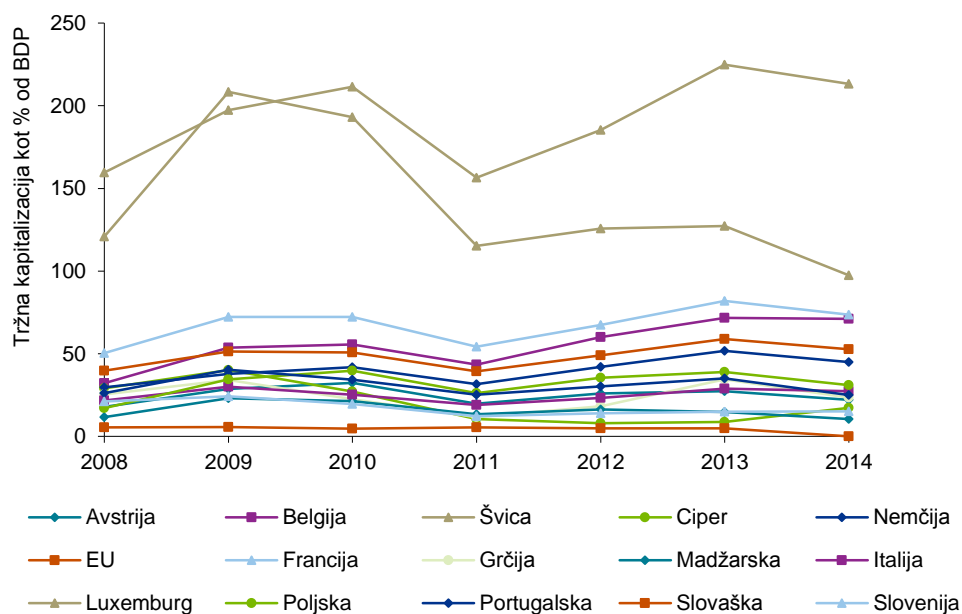


Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2016.

Nasprotno od bančnega trga, pa se je likvidnost delniškega trga v obdobju od leta 2008 naprej znižala z vidika upada tržne kapitalizacije delnic in znižanja prometa na borzi.

Levine in Zevros sta dokazala, da sta likvidnost delniškega trga in razvoj bančnega sektorja pozitivno vplivata na gospodarsko rast, akumulacijo kapitala in povečanje produktivnosti. Ugotovila sta, da je likvidnost delniškega trga merjena kot razmerje med tržno kapitalizacija glede na vrednost prometa (angl. *value of stock trading relative to the size of the market*) in tržno kapitalizacijo kot % od BDP (angl. *value of stock trading relative to the size of the economy*) pomembno in pozitivno povezana z gospodarsko rastjo, produktivnostjo in akumulacijo kapitala (Levine & Zevros, 1998, str. 537–556). Iz grafa, prikazanega v nadaljevanju, je razvidno, da ima Slovenija izmed ostalih evropskih držav enega od nižjih kazalcev likvidnosti kapitalskega trga, merjene s kazalcem tržna kapitalizacija kot % od BDP (World Bank, 2016).

Slika 5: Tržna kapitalizacija kot % od BDP



Vir: World Bank, Kazalniki, 2016.

Za Slovenski delniški trg je bil v preteklosti značilna močna rast delniških tečajev. Slovenski borzni indeks je v letu 2007 zrasel za kar 78,1%. V letu 2008 se je s pričetkom svetovne gospodarske krize Slovenski borzni indeks znižal za kar 66,09 %. V letih 2008-2015 sta upadla tako promet kot tržna kapitalizacija delnic na Ljubljanski borzi. Promet z delnicami je leta 2008 znašal 1.285.790 tisoč EUR, nato pa se je do leta 2015 znižal na 393.063 tisoč EUR.

Slovenski delniški trg je tudi zelo slabo likviden. Značilno je majhno število prosto trgovanih delnic (angl. Free float), zato ni ustrezne globine trga in likvidnosti. Iz tabele št. 4 (Sestava Slovenskega borznega indeksa) je razvidno, da število trgovanih delnic Krke, ki je v obdobju 2008-2015 najprometnejša delnica, znaša le 32,8 milijona EUR. Na avstrijskem delniškem trgu število prosto trgovanih najlikvidnejših delnic znaša celo do 6 milijard EUR, v Italiji pa do 10 milijard EUR.

Povprečni dnevni promet z najprometnejšo Krkino delnico znaša nekaj manj kot 600 tisoč EUR, z najprometnejšo avstrijsko delnico banke Erste Group Bank AG pa 29,6 milijona EUR. Povprečen dnevni promet z najprometnejšimi italijanskimi delnicami Unicredit pa 542 milijonov EUR. Nizka likvidnost vpliva tudi na zmanjšano povpraševanje vlagateljev po delnicah. Razloge za nelikvidnost lahko iščemo tudi v strukturi lastništva slovenskih podjetij, saj lastništvo ni dovolj razpršeno. Največji lastniki, za katere velja skladno z določbami Zakona o prevzemih, da delujejo usklajeno med seboj in Republiko Slovenijo,

obvladujejo pomembne deleže. Z navedenimi deleži se zaradi omejitev Zakona o prevzemih ne trguje na borzi. Povečevanje števila delnic pri le-teh bi namreč pomenilo potencialno obveznost izstavitve ponudbe za prevzem posamezne družbe, h kateri bi bile solidarno zavezane vse pravne osebe, za katere velja neizpodbitna domneva, da delujejo usklajeno med seboj in Republiko Slovenijo (Slovenska odškodninska družba, 2011, str. 72).

Tabela 1: Povzetek trgovanja z delnicami v obdobju 2008–2015

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
SBI TOP na dan 31.12.	854,26	982,67	850,35	589,58	635,51	655,66	784,12	696,15
Letna donosnost SBI TOP (v %)	-66,09	15,03	-13,47	-30,67	7,79	3,17	19,59	-11,22
Borzni promet (v mio EUR)	1.286	904	492	470	360	392	686	393
Povprečni dnevni promet (v 000 EUR)	5.164	3.602	1.962	1.880	1.465	1.586	2.756	1.559
Kapitalizacija delnic (v mio EUR)	15.617	8.462	7.028	4.872	4.911	5.173	6.241	5.523
Najprometnejša delnica	Krka	Krka	Krka	Krka	Krka	Krka	Krka	Krka

Vir: Ljubljanska borza, Letni statistični podatki, 2016a.

"Beseda likvidnost ima toliko vidikov, da je njena uporaba velikokrat »kontraproduktivna« brez poglobljene in ožje definicije" (Goodhart, 2008, str. 39–44).

"Likviden trg je kontinuiran trg v smislu, da se za vsak znesek delnic lahko nemudoma najde kupca oziroma se jih nemudoma proda. Poleg tega je tudi učinkovit trg v smislu, da manjši znesek delnic lahko kadarkoli prodajo ali kupijo blizu tržne cene, večji znesek delnic pa dolgoročno lahko kupijo ali prodajo po ceni, ki je zelo blizu trenutne tržne cene" (Black, 1971, str. 28–35).

Na podlagi zgornjih ugotovitev, sta glavna faktorja likvidnosti neposrednost prodaje in stroški, povezani s prodajo. Torej je likvidnost zmožnost hitre prodaje na trgu brez pomembnejše izgube vrednosti (Rosch, 2012, str. 17).

Vrednost sredstva je odvisna tudi od likvidnosti, kar pomeni enostavno zmožnost prodaje in pretvorba v denar po pošteni tržni vrednosti.

Stroški likvidnosti, kot so opredeljeni s spodnjo formulo, definirajo likvidnost kot sredstvo (Rosch, 2012, str. 18):

$$L(q) = PI(q) + S(q) + D(q) + T(q), \quad (1)$$

pri čemer je:

L(Q)strošek likvidnosti (angl. liquidity costs);

PI (q) stroški vpliva na ceno (angl. price impact costs);

S (q)stroški iskanja (angl. search costs);

D (q)stroški zamude (angl. delay costs);

T (q)stroški direktnega trgovanja (ang direct trading costs).

Strošek vpliva na ceno iz zgornje formule je razlika v ceni med doseženo ceno v transakciji in pošteno vrednostjo sredstva v času transakcije Rosch.

Strošek iskanja se nanaša na strošek iskanja kupca, kar je pomembnejše pri nepremičninah in redkih umetninah, medtem ko je strošek iskanja kupca pri borznih družbah zanemarljiv. Nasprotno je strošek iskanja kupca lahko pomembnejši pri prodaji večjih svežnjev.

Stroški zamude se nanašajo na zamudo pri izvršitvi transakcije, pri čemer avtor loči zamudo pri prisiljeni prodaji (angl. *forced delay*) in neprisiljeni prodaji (angl. *unforced delay*). Pri neprisiljeni zamudi vlagatelj namerno zamudi z izvršitvijo dela transakcije, da doseže boljše ceno in zniža stroške. Prisiljena prodaja je takrat, ko ni dovolj kupcev in se naročilo ne more izpolniti v celoti. Stroški zamude so lahko precejšnji Rosch (2012, str. 2–24).

Direktni stroški prodaje se nanašajo na borzne in upravljaljske provizije in davke povezane s transakcijo.

Rosch (2012, str. 2–24) loči več dimenzij likvidnosti:

- likvidnost se lahko nanaša na makroekonomski vidik likvidnosti oz. monetarno likvidnost (angl. *monetary liquidity*) celotnega gospodarstva, pogosto poimenovano kot globalna likvidnost;
- likvidnost podjetij oz. finančnih družb (solventnost). Mednarodni denarni sklad jo definira kot zmožnost solventne institucije, da poravnava svoje obveznosti pravočasno. Bazelski odbor za bančni nadzor opredeljuje likvidnost kot zmožnost povečanja sredstev (angl. *ability in fund increases*) in plačila zapadlih obveznosti brez nastanka nepredvidenih izgub;
- likvidnost se lahko nanaša na trgovalne lastnosti sredstva.

Tri dimenzije likvidnosti oziroma cenovnega vpliva so (Rosch, 2012, str. 24):

- ozkost in širina trga (angl. *breadth and tightness*), kar označuje zmožnost trgovanja s sredstvom blizu poštene vrednosti oziroma kot razpone med ponudbeno (angl. *bid price*) in povpraševano ceno (*ask price*);
- globina trga (angl. *depth*) je zmožnost prodaje ali nakupa velikega naročila brez pretirano negativnega vpliva na ceno. Bolj natančno je to promet (angl. *volume*), ki je lahko

kupljen ali prodan po najboljši možni kotirani ceni. Na ozkem in globokem trgu lahko tudi večja naročila izvršijo takoj po tekoči tržni ceni;

- odpornost trga (angl. *resilience*) se nanaša na hitrost okrevanja trga zaradi vpliva transakcije ali naključnega šoka, kot je na primer začasno neravnovesje v naročilih. Gre za tesno povezavo s procesom naročanja, ki je potreben za uravnoteženje cenovnih vplivov.

Vse tri dimenzije igrajo pomembno vlogo v oceni likvidnosti finančnega trga.

Köke (1999, str. 4–20) je na podlagi raziskave Centra za evropske ekonomske raziskave opredelil naslednje kriterije glede likvidnosti finančnih trgov:

- likvidnost posameznih delnic;
- zakonodajo in uveljavljanje zakonov;
- nadzor pretoka kapitala;
- prisotnost strateških vlagateljev;
- kotacijo na tuji borzi.

Likvidnost posameznih delnic ima zelo velik (97-odstoten) vpliv na odločanje o investiciji, prav tako zakonodaja (83-odstoten vpliv) in kontrola pretoka kapitala (78-odstoten vpliv). Prisotnost strateških vlagateljev in kotacija na tuji borzi imata malo več kot 50-odstoten vpliv na odločanje vlagateljev (Köke, 1999, str. 4).

Poleg zgornjih kriterijev na odločanje o investiciji vplivajo še dejavniki iz okolja (stabilnost valute, politično finančni sistem, davčna zakonodaja, stanje v gospodarstvu, itd.) ter dejavniki iz mikrookolja oziroma podjetja (sposobnost posloводства, produktivnost podjetja, panoga, usposobljenost zaposlenih, itd). Na mikro ravni portfeljski vlagatelji iščejo visoko kvalificirani management (Köke, 1999, str. 4-20).

Na podlagi šestih držav CEE regije in Rusije je raziskoval zanimanje tujih finančnih vlagateljev za posamezno državo centralne in vzhodne Evrope (v nadaljevanju CEE), med drugim tudi za Slovenijo. Ugotovil je, da so kapitalski trgi v CEE regiji še vedno precej manj razviti kot zahodnoevropski trgi. Najbolj razviti znotraj CEE regije so Češki, Madžarski in Poljski. Slednji imajo primerljivo likvidnost zahodnoevropskim trgom (Köke, 1999, str. 4-20).

Tabela 2: Kriteriji pri odločanju o investiciji z vidika finančnega trga

Kriteriji	Češka	Madžarska	Poljska	Estonija	Slovenija	Rusija
Likvidnost	5,08	2,97	3,24	5,53	5,53	4,55
Kontrola pretoka kapitala	1,66	1,88	2,18	1,83	3,79	4,95
Uveljavitev zakonov	3,66	2,09	2,25	2,04	2,25	5,53
Obravnavanje domačih nasproti tujim vlagateljem	3,50	1,63	2,09	2,25	4,54	5,12
Tehtano povprečje	3,57	2,23	2,51	3,11	4,05	5,01
Zahteve glede kotiranja	3,79	2,18	2,47	2,92	3,31	4,68
Kliring in poravnave	2,18	1,44	1,88	1,89	3,86	4,68
Zaščita malih delničarjev	4,75	2,88	3,97	2,67	3,92	5,26
Zahteve po razkritjih	3,5	1,78	2,09	3,08	3,92	4,91
Nadzor nad trgovanjem	4,44	2,72	2,72	3,08	4,08	5,22
Regulacija privatizacije	4,95	1,92	2,32	2,56	2,88	5,21
Netehtano povprečje	3,93	2,15	2,57	2,7	3,66	4,99

Opomba: V prvem delu so kriteriji rangirani glede na pomembnost pri upravljalcih pri odločitvi za investicijo, v drugem delu pa glede naključno pomembnost.

Vir: J. F. Köke, Institutional investment in Central and Eastern Europe: Investment Criteria of Western Portfolio Managers, 1999, str. 8.

Glede na zgornjo raziskavo imata Madžarska in Poljska najmanj problemov na finančnem trgu, Rusija pa največ. Glede likvidnosti trga nobena izmed držav CEE regije ni najboljša izbira za vlaganje, še celo Madžarska in Poljska, ki imata najboljše ocene glede likvidnosti. Tudi promet in tržna kapitalizacija so nižji v CEE regiji kot v zahodnoevropskih državah. Za slovenski trg je značilna pomembna vloga države in slaba zaščita malih delničarjev. Slabša sta tudi obravnava tujih vlagateljev in nadzor nad trgovanjem (Köke, 1990, str. 8).

Med dejavnike učinkovitosti kapitala nekateri avtorji uvrščajo še:

- transparentnosti in zaupanje ter
- stroškovno učinkovitost.

Pri transparentnosti gre za to, da pri velikem obsegu transakcij v razmeroma kratkem obdobju ni mogoče zagotoviti ustrezne varnosti trgovanja. Priložnosti za različne manipulacije in trgovanje z notranjimi informacijami obstajajo in jih je težko nadzorovati.

Glede stroškovne učinkovitosti je bila na slovenskem trgu kapitala do sedaj oblikovana tehnična osnova, ki lahko pomeni nizke stroške finančnega posredovanja, če bi bil obseg transakcij ustrezno velik. Obstaja tudi vrsta stroškov, na katere trg nima direktnega vpliva in so najverjetneje previsoki (Aver et al., 2000, str. 319).

V Sloveniji informacijska neučinkovitost kapitala vsekakor obstaja, kar je bilo ugotovljeno v kar nekaj analizah. Problem Slovenskega trga kapitala je tudi njegova majhnost. Pomemben pogoj informacijske učinkovitosti sekundarnega trga kapitala je tudi njegova likvidnost, ki jo je pri tako majhnem trgu težko doseči (Mramor, 2000, str. 391).

Obstajajo direktne in posredne metode merjenja likvidnosti trga oziroma kriteriji likvidnosti. Med direktne metode merjenja likvidnosti spadajo razpon med ceno povpraševanja in ponudbeno borzno ceno (angl. *Quoted bid ask spread*), razpon med relativno ceno povpraševanja in borzno ceno (angl. *Relative bid ask spread*), dejanski razpon med ceno povpraševanja in ceno (angl. *effective spread*), gamma γ , lambda λ , ILLIQ, razpon tehtan z višino prometa (Rosch, 2012, str. 29–179):

- Razpon med ceno povpraševanja in ponudbeno borzno ceno je eden najbolj uporabljenih mer likvidnosti. Izračunan je kot razlika med kotirano ponudbeno in kotirano ceno povpraševanja in je tako direktna mera stroškov takojšnje prodaje oziroma transakcije (Rosch, 2012, str. 29–179).

$$\text{razpon } q = \text{cena povpraševanja} - \text{ponudbena cena} \quad (2)$$

Ko vlagatelj kupuje delnice, plača ceno povpraševanja ob prodaji pa dobi le ponudbeno ceno; razlika med obema cenama so likvidnostni stroški (Rosch, 2012, str. 29–179).

Relativni razpon je izračunan tako, da ugotovijo povprečno ceno med ponudbeno ceno in ceno povpraševanja (Rosch, 2012, str. 29–179).

$$\text{Cena povprečna} = \frac{\text{Cena povpraševanja} + \text{Ponudbena cena}}{2} \quad (3)$$

$$\text{Razpon relativen} = \frac{\text{Razpon } q}{\text{Cena povprečna}} \quad (4)$$

- Dejanski razpon med ceno povpraševanja in ponudbeno ceno (angl. *effective spread*) odpravlja pomanjkljivosti borznega razpona, ki ne obsega vpliva velikih naročil na tržne cene in učinka, da se transakcija lahko izvede med borzno ceno povpraševanja in ponudbeno ceno. Dejanski razpon upošteva dejansko ceno transakcije in ne borznih cen. Večinoma so znane le transakcijske cene; povprečne cene so neznane zaradi razpoložljivosti podatkov in drugih omejitev (Rosch, 2012, str. 29–179).

$$\text{Razpon dejanski} = 2 \cdot |\text{Cena dejanska} - \text{Cena povprečna}| \quad (5)$$

Likvidnost trga je večja, če so razmiki manjši.

- Lambda λ oziroma povezava med spremembo cene in dotokom naročil, pri čemer je lambda koeficient variabilnih likvidnostnih stroškov, ki se spreminjajo glede na obseg trgovanja. $\frac{1}{\lambda}$, meri globino trga. Večja vrednost lambde pomeni večji cenovni vpliv in s tem manjšo likvidnost (Rosch, 2012, str. 29–179).

$$\Delta P = \lambda \cdot nt + \psi [Dt - Dt - 1] + \epsilon t, \quad (6)$$

kjer so:

ψ fiksni likvidnostni stroški;

nt velikost transakcije oziroma dotok naročil;

λ koeficient variabilnih stroškov;

$\Delta P = P_t - P_{t-1}$ je sprememba cene;

D_t je znak prihajajočega naročila (+1 za nakupno transakcijo in -1 za prodajno transakcijo).

Gamma γ kaže vpliv prometa na dnevni presežni donos. Negativna vrednost koeficienta pomeni manj likviden trg (Rosch, 2012, str. 29–179).

$$r_{t+1}^e = \theta + \phi \cdot r_t + \gamma \cdot \text{sign}(r_t^e) \cdot V_t + \epsilon t, \quad (7)$$

kjer je:

r_t je dnevni donos;

r_t^e presežni donos delnice nad tržnim;

V_t je dnevni promet.

Večja, kot je gamma, večji je cenovni vpliv in manj likviden je trg.

- ILLIQ likvidnostni kazalec kaže odziv cene na višino prometa. Izračunan je kot razmerje med dnevnim donosom in dnevnim prometom z vrednostnim papirjem. Razvil ga je Amihud leta 2002 (Rosch, 2012, str. 29–179).

$$ILLIQ = \frac{|r|}{V}, \quad (8)$$

pri čemer je

$|r|$ absolutna sprememba cene;

V je višina prometa.

Recipročna vrednost tega kazalnika je Aminvest kazalnik, ki primerja višino prometa z absolutno spremembo cene.

$$Aminvest = \frac{V}{|r|} \quad (9)$$

Kazalnik meri, kakšna mora biti višina prometa, da povzroči spremembo cene za odstotek. Večji, kot je kazalnik, večja je likvidnost, več kot je prometa, manjši je vpliv na ceno (Rosch, 2012, str. 29–179).

Med posredne kazalnike spada višina prometa, razmerje med prometom in tržno kapitalizacijo (angl. *turnover ratio*) in delež trgovalnih dni z vrednostnim papirjem z ničelnim donosom (angl. *zero trading days*) (Rosch, 2012, str. 29–179).

- Delež trgovalnih dni z ničelnim donosom (angl. *zero trading days*) je za mero likvidnosti predlagal že Lesmond et al. (1999), ki je odkril povezavo med trgovalnimi dnevi z ničelnim donosom in stroški likvidnosti. Bolj likvidnemu vrednostnemu papirju manj pogosto niha cena (Rosch, 2012, str. 29–179).

$$\text{Zero} = \frac{\text{Št. dni z ničelnim donosom}}{\text{Št trgovalnih dni v mesecu}} \quad (10)$$

- Višina prometa je znesek izmenjan med investitorjema ali na celotnem trgu za določeno obdobje (dnevni promet, tedenski, mesečni, letni) (Rosch, 2012, str. 29–179).

$$V = \sum_x^n P_x * N_x \quad (11)$$

pri čemer je:

Px transakcijska cena;

Nx je količina.

- Razmerje med prometom in tržno kapitalizacijo, pri čemer tržno kapitalizacijo izračunamo kot produkt med številom izdanih delnic in trenutno tržno ceno za te delnice na borzi (Rosch, 2012, str. 29–179).

$$Tn = \frac{V}{MV} \quad (12)$$

pri čemer je:

V višina prometa;

MV tržna kapitalizacija.

2.1 Določanje aktivnosti s strani Ljubljanske borze

Kot je zgoraj navedeno, je eden od kazalcev merjenja likvidnosti na sekundarnem trgu tudi razmerje med prometom in tržno kapitalizacijo za izbrane evropske države. Slovenski trg je glede na ta kazalec med manj likvidnimi.

Tržna kapitalizacija delnic Ljubljanske borze je v letu 2008 znašala 15.617.419 tisoč EUR, konec leta 2015 pa le 5.523.224 tisoč EUR. Obdobju 2008-2015 je upadel tudi promet na Ljubljanski borzi, in sicer iz vrednosti 1.285.790 tisoč EUR v letu 2008 na 393.063 tisoč EUR v 2015. Pomemben kazalec je tudi volatilitnost delnic oziroma dovozetnost delnice za tečajna nihanja. Nizka volatilitnost je lahko posledica nelikvidnosti delnice.

Tabela 3: Razmerje med tržno kapitalizacijo in višino prometa

Ime države	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Avstrija	128,64	45,15	38,75	45,49	22,29	22,54	29,67	33,03
Belgija	114,05	47,44	39,97	45,02	33,70	30,80	28,33	n/a
Švica	160,48	72,38	71,21	75,99	47,99	45,41	49,09	62,87
Ciper	22,46	17,15	10,86	15,74	14,76	1,96	1,40	4,86
Nemčija	377,25	138,34	104,54	132,85	84,10	67,80	73,00	84,19
EU	196,17	90,65	87,30	101,96	73,46	61,72	86,56	n/a

»se nadaljuje«

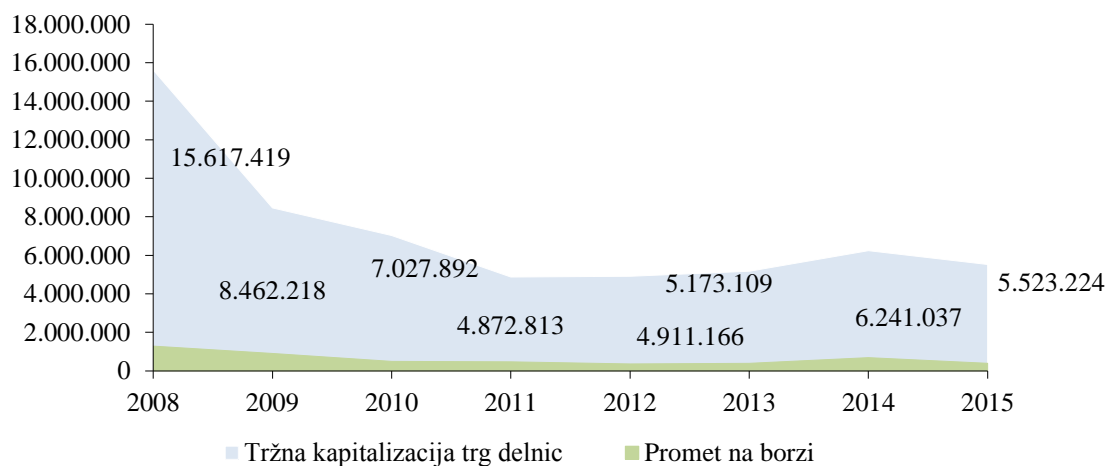
»nadaljevanje«

Ime države	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Francija	163,40	65,98	70,63	85,59	59,42	48,04	56,02	n/a
Grčija	90,69	52,66	60,13	68,03	33,60	29,07	59,92	42,64
Madžarska	149,27	90,58	95,52	83,37	52,81	54,67	49,02	42,07
Italija	265,17	141,32	124,45	196,21	162,42	125,11	350,01	n/a
Luxembourg	2,69	0,27	0,18	0,18	0,16	0,15	0,17	0,20
Malta	1,90	0,89	1,16	1,42	1,21	1,59	1,69	2,02
Slovenija	11,46	8,51	5,13	8,10	6,18	5,79	9,79	6,04

Vir: World Bank, Kazalniki, 2016.

Za Ljubljansko borzo je zaradi majhnosti značilen razmeroma nizek promet; večino prometa je ustvarjenega le z nekaj instrumenti (Berk & Skok, 2010, str. 19–54). V letu 2015 je njen edini lastnik postala Zagrebška borza, ki je tik pred koncem leta 2015 uspešno zaključila prevzem, s čimer je od CEESEG odkupila 100 % delež Ljubljanske borze. Sicer bo Dunajska borza še vedno ostala pomemben partner Ljubljanske borze.

Slika 6: Tržna kapitalizacija delnic in promet na Ljubljanski borzi



Vir: Ljubljanska borza, Letni statistični podatki, 2016a.

Ljubljanska borza izračunava indeks, ki zadosti predpisanim kvalitativnim in kvantitativnim kriterijem likvidnosti in reprezentativnosti. SBI TOP je indeks največjih in najbolj likvidnih, ki kaže splošna gibanja tečajev delnic na Ljubljanski borzi. Cenovni indeks je tehtan s tržno

kapitalizacijo v prostem obtoku. Indeks vsebuje od 5 do 10 delnic, pri čemer maksimalni delež delnice znaša 30 %. Uradni datum začetka izračunavanja je 31. 3. 2006 (Ljubljanska borza, 2016a).

Kriteriji za vključitev posameznega vrednostnega papirja v indeks so naslednji (Ljubljanska borza, 2014):

- povprečen obseg prometa na dan v evrih mora znašati vsaj 40.000 EUR. Indeksni obseg prometa merimo kot ponderirano povprečje dnevnega prometa delnic, ki so vključene v indeks;
- povprečno število poslov na dan mora za namene vključitve v indeks znašati vsaj 10.

Lista kandidatov oziroma delnic za vključitev v indeks je namenjena spremljanju delnic, ki lahko potencialno vstopijo ali izstopijo iz indeksa. Lista kandidatov temelji na rangiranju delnic glede na vrednost tržne kapitalizacije in vrednost prometa brez svežnjev (Ljubljanska borza, 2014).

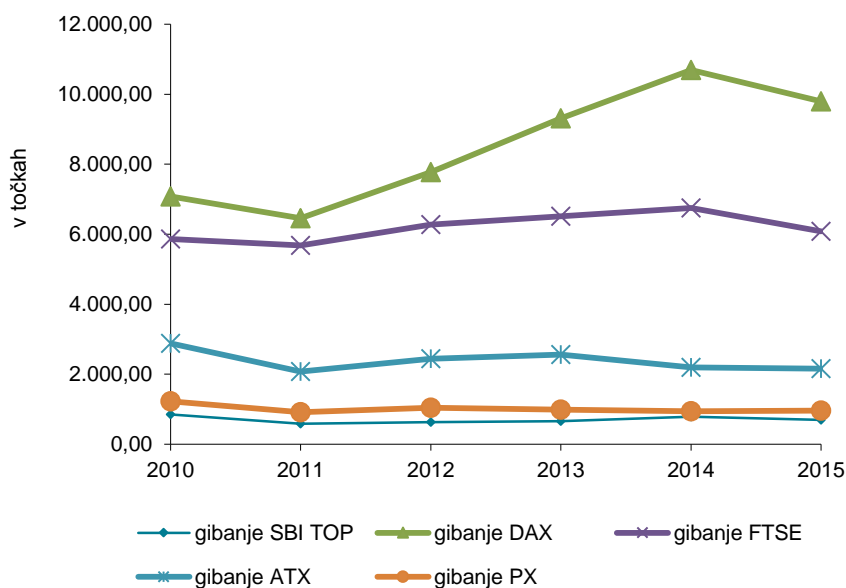
Slovenski borzni indeks SBI TOP in s tem vrednost največjih in najbolj likvidnih delnic so se od leta 2009 do 2011 zniževali (v 2010: -13,5 %, 2011: -30,7 %) po 2012 pa pričela rasti z izjemo leta 2015, ko so se delniški tečaji v povprečju znižali za 11,2 % glede na preteklo leto (Ljubljanska borza, 2016a).

Na padec SBI TOP je v letu 2015 vplivala tudi sprememba strategije države pri upravljanju kapitalskih naložb, ki je z opredelitvijo strateških in pomembnih naložb v lasti Republike Slovenije vzpostavila nove cilje in dinamiko pri privatizaciji. Strategija upravljanja kapitalskih naložb je kot strateške in pomembne opredelila večino najpomembnejših delniških družb na Ljubljanski borzi (Ljubljanska borza, 2015).

Upravljanje kapitalskih naložb in splošna gospodarska situacija imata še vedno največji vpliv na trgovanje. V prihodnje je pričakovati postopno nadaljevanje privatizacijskih postopkov in s tem povezano večjo aktivnost na trgu, po drugi strani pa zaostritev pogojev poslovanja borze zaradi konsolidacije lastništva, povečanje regulatornih zahtev in trend zmanjševanja števila javnih delniških družb (Ljubljanska borza, 2015).

Na podlagi spremenjenih okoliščin je za 11,2 % upadla vrednost SBITOP glede na preteklo leto, poleg tega pa se je znižala še tržna kapitalizacija vseh delnic na Ljubljanski borzi, ki je konec leta 2015 znašala 5.523 milijona EUR, v drugi polovici leta pa je precej upadla še likvidnost trga (Ljubljanska borza, 2015).

Slika 7: Gibanje Slovenskega borznega indeksa v primerjavi z indeksi izbranih zahodno in vzhodnoevropskih trgov



Vir: Ljubljanska borza, Letni statistični podatki, 2016a; Podatki o gibanju evropskih indeksov Yahoo, 2016.

V nadaljevanju je prikazana sestava indeksa, ki se vseskozi spreminja glede na zgoraj navedene kriterije za vključitev v indeks. V tabeli je prikazana sestava indeksa od 21. 3. 2016 naprej.

Tabela 4: Sestava indeksa SBI TOP od 21. 3. 2016

Izdajatelj	Oznaka	Tečaj v EUR	Število trgovalnih delnic	Tržna kapitalizacija v EUR	Delež v %
Krka	KRKG	61,05	32.793.448	518.528.360	29,47
Petrol	PETG	271,5	2.086.301	453.144.577	25,76
Zavarovalnica Triglav	ZVTG	25,5	22.735.148	231.898.510	13,18
Telekom Slovenije	TLSG	79,02	6.535.478	206.573.389	11,74
Pozavarovalnica Sava	POSR	13,9	17.219.662	143.611.981	8,16
Luka Koper	LKPG	23,3	14.000.000	130.480.000	7,42
Gorenje	GRVG	4,39	24.424.613	75.056.836	4,27
Skupaj					100,00

Vir: Ljubljanska borza, Sestava indeksov, 2016b.

Borza lahko posameznim borznim članom glede na izpolnjevanje predpisanih pogojev podeli status vzdrževalca likvidnosti za enega ali več vrednostnih papirjev na določenem segmentu organiziranega trga (Ljubljanska borza, 2014).

Vzdrževalci likvidnosti so dolžni dnevno, sproti zagotavljati omejena naročila za nakup in prodajo na borznem trgu ter sklepati posle na podlagi teh naročil v skladu s pravili borze. Vzdrževalcem likvidnosti, ki izpolnijo določene kriterije uspešnosti, borza s sklepom dodeli posebne ugodnosti (Ljubljanska borza, 2014).

Sicer je Slovenski trg kapitala razdeljen na trg delnic, obveznic in strukturiranih produktov, trg delnic pa še na prvo kotacijo, standardno in vstopno kotacijo. Delnice v prvi kotaciji so najbolj likvidne in se z njimi trguje neprekinjeno, medtem ko z delnicami v standardni in vstopni kotaciji trgujejo na podlagi avkcij. Avkcijski način trgovanja je prisoten tudi na trgih obveznic, zakladnih menic in komercialnih zapisov (Ljubljanska borza, 2014).

Neprekinjeno trgujejo z naslednjimi vrednostnimi papirji (Ljubljanska borza, 2014):

- ki so vključeni v indeks SBI TOP;
- ki so vključeni v prvo kotacijo;
- z investicijskimi kuponi vzajemnih skladov;
- z delnicami investicijskih družb;
- z naložbenimi certifikati;
- z vrednostnimi papirji, ki imajo status vzdrževalca likvidnosti.

Za preostale vrednostne papirje uporabijo sistem kriterijev (Ljubljanska borza, 2014):

- povprečno dnevno število sklenjenih poslov z vrednostnimi papirji posameznega razreda (brez upoštevanja svežnjev) mora biti večje ali enako 1;
- povprečni dnevni vrednostni obseg sklenjenih poslov z vrednostnimi papirji posameznega razreda (brez upoštevanja svežnjev) mora biti večji ali enak 1.500 EUR.

Vrednosti papirji, ki ustrezajo obema kriterijema, so uvrščeni v neprekinjeno trgovanje.

Ne glede na kriterije pa uvrstijo v neprekinjeno trgovanje tudi vrednostni papir, ki pridobi vsaj enega vzdrževalca likvidnosti.

Z namenom zagotavljanja urejenega trgovanja lahko borza v določenih primerih (večja nihanja tečajev, slabša likvidnost vrednostnega papirja, nastop posledic zaradi insolventnosti izdajatelja, posledice korporacijskih akcij, pobude izdajatelja oziroma borznega člana o začasni premestitvi vrednostnega papirja iz vstopne kotacije v neprekinjen način trgovanja) odloči, da je vrednostni papir prestavljen iz neprekinjenega v avkcijski način trgovanja ali obratno (Ljubljanska borza, 2014).

Zaključni tečaj za vsak vrednostni papir izračunajo konec dneva, pri čemer niso upoštevajo posli s svežnji. Zaključni tečaj je avkcijski tečaj, ki je v (Ljubljanska borza, 2014):

- neprekinjenem trgovanju oblikovan v zaključni avkciji. Če v zaključni avkciji ni bil sklenjen noben posel, je zaključni tečaj enak tečaju zadnjega sklenjenega posla;
- v avkcijskem načinu trgovanja oblikovan v avkciji.

Tečajnica je razdeljena na tri pod segmente (trg delnic, trg obveznic in trg strukturiranih produktov). Nadalje je trg delnic razdeljen na prvo kotacijo, standardno kotacijo in vstopno kotacijo, trg obveznic pa na obveznice, komercialne zapise in zakladne menice. Trg kapitala je razdeljen na primarnega in sekundarnega (Ljubljanska borza, 2014).

Slika 8: Struktura slovenskega kapitalnega trga



Vir: Ljubljanska borza, Letni statistični podatki, 2016a.

Pri proučevanju likvidnosti in učinkovitosti je pomemben kazalec tudi število novo izdanih vrednostnih papirjev na primarnem trgu. Na Ljubljanski borzi je število novo uvrščenih delnic zelo majhno.

Leta 2010 so poleg enajstih obveznic na novo uvrščene delnice Agrogorice, leta 2011 pa poleg devetih obveznic še delnice Uniorja in Skupine Alta.

V obdobju 2012-2013 so bile izdane le dvoje obveznic. V letu 2014 so na borzo uvrstili 8 novih obveznic, katerih skupna vrednost izdaje je znašala 3.671,8 mio evrov. Poleg tega je

bilo izvedenih 7 dokapitalizacij v skupni vrednosti 214,5 mio evrov, med drugim tudi dokapitalizaciji Gorenja in Mercatorja, obeh družb iz Prve kotacije. V letu 2014 je bilo izdanih tudi pet novih izdaj komercialnih zapisov v skupni vrednosti 190,0 mio evrov, ki postajajo vedno bolj zanimiv finančni instrument.

V letu 2015 je bilo na trg, kljub zmanjšani likvidnosti, na borzo uvrščenih deset novih obveznic, katerih skupna vrednost izdaje je znašala 2.883,96 milijonov EUR; izdanih je bilo tudi šest novih izdaj komercialnih zapisov (Ljubljanska borza, 2016a).

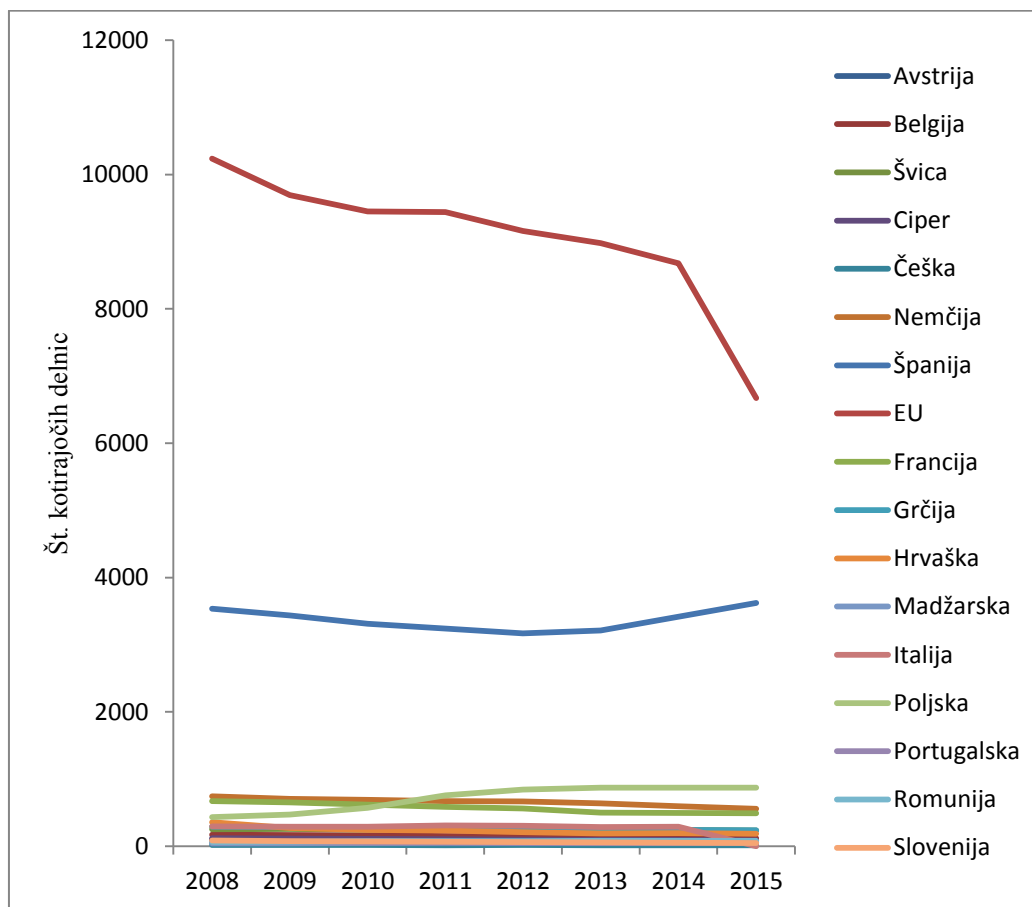
Po podatkih Svetovne banke se število kotirajočih vrednostnih papirjev v obdobju 2008-2015 v Sloveniji vseskozi zmanjšuje. Leta 2008 jih je bilo 84, leta 2015 pa le še 46. Kot je razvidno iz Slike št. 9 je bilo upadanje kotirajočih delnic opazno tudi v ostalih državah Evropske unije z izjemo Poljske in Španije (World Bank, 2016).

Razlog za majhno število kotirajočih delnic je tudi v tem, da so slovenska podjetja v preteklosti investicijsko povpraševanje temeljila na zadolževanju pri bankah, kar je vplivalo na povečano zadolževanje bančnega sektorja v tujini. Tudi v obdobju, ko je bilo zaradi nižjih vrednotenj lažje priti do finančnih virov, se podjetja niso odločala za dokapitalizacije in izdaje finančnih instrumentov (Berk & Skok, 2010, str. 19–54).

Zaradi nižjega deleža lastniškega kapitala v slovenskih podjetjih glede na podjetja evro območja so slovenska podjetja bolj odvisna od drugih virov financiranja in izpostavljena tveganju refinanciranja (Berk & Skok, 2010, str. 19–54).

Tudi pri najprometnejših delnicah je opazno le nekaj deset sklenjenih poslov na dan, kar preprečuje velikim tržnim udeležencem vzpostavljati dinamična premoženja glede na spremenjene tržne okoliščine. Zaradi navedenega so tržne cene odraz omejene likvidnosti, bolj kot pa odraz razmer v makroekonomskem okolju in uspešnosti poslovanja posamezne družbe (Berk & Skok, 2010, str. 19–54).

Slika 9: Število kotirajočih delnic po posameznih letih za izbrane zahodne in vzhodnoevropske države



Vir: World Bank, Kazalniki, 2016.

2.2 Določanje aktivnosti s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev

Agencija za trg vrednostnih papirjev je na podlagi Zakona o trgu finančnih instrumentov in uredb Evropske unije, upoštevajoč podatke o trgovanju za leto 2014, za likvidne delnice določila delnice Krke, Petrola, Pivovarne Laško, Telekoma Slovenije in Zavarovalnice Triglav.

Na podlagi Uredbe komisije ES št. 39/2004 se šteje, da je delnica sprejeta v trgovanje na reguliranem trgu na likvidni trg, če z delnicami trgujejo dnevno in je prosti obtok katerihkoli delnic enak ali višji kot 500 milijonov EUR, hkrati pa je izpolnjen eden od naslednjih pogojev (Uredba komisije, 2004):

- povprečno dnevno število transakcij z delnico je enako ali višje od 500;
- povprečni dnevni promet ni manjši od 2 milijona EUR.

Država članica lahko v zvezi z delnicami, za katere je najpomembnejši trg, z obvestilom določi, da veljata oba pogoja in to tudi javno objavi.

Država članica lahko določi najmanjše število likvidnih delnic za navedeno državo članico. Najmanjše število ni večje od 5. Če bi bila država članica najpomembnejši trg za manj likvidnih delnic, kot je najmanjše število, lahko pristojni organ za navedeno državo članico določi eno ali več dodatnih likvidnih delnic. To lahko stori pod pogojem, da skupno število delnic, za katere štejejo, da so likvidne in je države članica zanje najpomembnejši trg, ne presega najmanjšega števila, ki ga določi navedena država članica (Uredba komisije, 2004).

Šteje se, da delnica nima likvidnega trga do šest tednov po tem, ko je bila najprej sprejeta v trgovanje na kateremkoli reguliranem trgu, če je skupna tržna kapitalizacija na začetku trgovanja prvega dne po sprejetju ocenjena na manj kot 500 milijonov EUR (Uredba komisije, 2004).

Likvidnost delnic je določena tudi z Uredbo komisije EU št. 600/2014 (splošno znana kot MiFIR); začeli jo bodo uporabljati 3. januarja 2017 in bo skupaj z Direktivo EU št. 65/2014 (MiFID II) nadomestila Direktivo ES št. 39/2004 (MiFID I).

Glede na direktivo EU št. 65/2014 je likvidni trg finančnega instrumenta, na katerem so stalno prisotni pripravljene kupci in prodajalci.

Trg ocenjujejo v skladu s kriteriji ob upoštevanju specifičnih tržnih struktur določenega finančnega instrumenta ali določenega razreda finančnih instrumentov (Uredba komisije, 2014):

- povprečna pogostost in obseg poslov v različnih tržnih pogojih ob upoštevanju narave in življenjskega cikla produktov v razredu finančnih instrumentov;
- število in vrsta udeležencev na trgu, vključno z razmerjem med udeleženci na trgu in finančnimi instrumenti za posamičen produkt, s katerimi trgujejo;
- povprečna velikost razponov, kadar je na voljo.

Cilj uredbe EU št. 600/2014 (splošno znana kot MiFIR), ki jo bodo začeli uporabljati leta 2017, je podrobno določiti pravila v zvezi z določanjem likvidnosti za lastniške instrumente, pravila o zagotavljanju podatkov o trgu na razumni poslovni podlagi, pravila o obveznostih glede objavljanja, izvrševanja naročil in preglednosti.

Na podlagi Uredbe (EU) št. 600/2014 **za delnico**, s katero trgujejo vsakodnevno, štejejo, da ima likvidni trg, če so izpolnjeni vsi naslednji pogoji (Uredba EU, 2014):

- prost obtok znaša:
 - najmanj 100 milijonov EUR za delnice, ki so uvrščene v trgovanje na reguliranem trgu;

- najmanj 200 milijonov EUR za delnice, s katerimi trgujejo samo v MTF;
- povprečno dnevno število poslov z delnico znaša najmanj 250;
- povprečni dnevni promet z delnico znaša najmanj 1 milijon EUR.

Prosti obtok delnice izračunajo tako, da število delnic v obtoku pomnožijo s ceno na delnico, pri čemer so izključeni posamezni deleži, ki presegajo 5 % skupnih glasovalnih pravic izdajatelja, razen če take deleže posedujejo pokojninski skladi (Uredba EU, 2014).

Uredba določa pogoje likvidnosti tudi **za potrdilo o lastništvu**, s katerim trgujejo vsakodnevno. Štejejo, da ima likvidni trg, če so izpolnjeni vsi naslednji pogoji (Uredba EU, 2014):

- prosti obtok znaša najmanj 100 milijonov EUR;
- povprečno dnevno število poslov s potrdilom o lastništvu znaša najmanj 250;
- povprečni dnevni promet s potrdilom o lastništvu znaša najmanj 1 milijon EUR.

Prosti obtok potrdila o lastništvu izračunajo tako, da število enot potrdila o lastništvu v obtoku pomnožijo s ceno na enoto (Uredba EU, 2014).

Kriteriji likvidnosti **za kotirajoči investicijski sklad** so izpolnjeni, če veljajo vsi naslednji pogoji (Uredba EU, 2014):

- prosti obtok znaša najmanj 100 enot;
- povprečno dnevno število poslov s kotirajočim investicijskim skladom znaša najmanj 10;
- povprečni dnevni promet s kotirajočim investicijskim skladom znaša najmanj 500 000 EUR.

Prosti obtok kotirajočega investicijskega sklada je število enot, izdanih za trgovanje. Dnevni promet s kotirajočim investicijskim skladom izračunajo z združitvijo rezultatov zmnožka števila enot kotirajočega investicijskega sklada, izmenjanih med kupcem in prodajalcem, ter cene na enoto za vsak posel, izveden v trgovalnem dnevu (Uredba EU, 2014).

Kriteriji likvidnosti za **certifikat** so (Uredba EU, 2014):

- prosti obtok znaša najmanj 1 milijon EUR;
- povprečno dnevno število poslov s certifikatom znaša najmanj 20;
- povprečni dnevni promet s certifikati znaša najmanj 500 000 EUR.

Prosti obtok certifikata je obseg izdaje ne glede na število izdanih enot. Dnevni promet s certifikatom izračunajo z združitvijo rezultatov zmnožka števila enot certifikata, izmenjanih med kupcem in prodajalcem, ter cene na enoto za vsak posel, izveden v trgovalnem dnevu (Uredba EU, 2014).

V šest tedenskem obdobju, ki se začne na prvi trgovalni dan po prvi uvrstitvi certifikata v trgovanje, za zadevni certifikat štejejo, da ima likvidni trg, če je predvideni prosti obtok na začetku prvega trgovalnega dne najmanj 1 milijon EUR ter če so glede na ocenjene podatke za zadevno obdobje izpolnjeni vsi pogoji (Uredba EU, 2014).

Na podlagi Uredbe komisije ES št. 39/2004 večina slovenskih delnic ne dosega teh kriterijev o likvidnosti (povprečni dnevni promet ni manjši od dva milijona EUR in povprečno dnevno število transakcij večje od 500).

V nadaljevanju so prikazani podatki Evropske agencije za trg vrednostnih papirjev (angl. European Securities and Market Authority) o slovenskih likvidnih delnicah, določenih s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev, in sicer povprečni dnevni promet (ADT), število dnevni transakcij, povprečna vrednost transakcij (AVT) in standardna tržna velikost.

Agencija mora za delnice, za katere je upoštevan trg glede likvidnosti po Direktivi ES št. 39/2004 enkrat letno določiti kategorije, v katere so razvrščene te delnice. na podlagi aritmetičnega povprečja vrednosti naročil, izvedenih z delnicami.

V tabeli številka 5 so prikazani kazalniki likvidnih delnic na podlagi Uredbe komisije ES št. 39/2004, pri čemer so med likvidne delnice, upoštevajoč podatke o trgovanju za leto 2014, določene delnice Krke, Telekom Slovenije, Pivovarne Laško, Petrola in Zavarovalnice Triglav.

V tabeli je prikazan povprečni dnevni promet (ADT), ki se izračuna z deljenjem skupnega prometa za preteklo leto s številom trgovalnih dni v preteklem letu.

Povprečno dnevno število transakcij se izračuna tako, da se skupno število transakcij za preteklo leto s številom trgovalnih dni v preteklem letu v državi članici.

Povprečna vrednost transakcij oziroma naročil preteklega leta, se izračuna tako, da se skupno vrednost transakcij oziroma promet deli s številom transakcij.

Na podlagi povprečne vrednosti transakcij se izračuna tudi standardna tržna velikost na delnico, ki je določena na podlagi Uredbe komisije (ES) št. 1287/2006.

Tabela 5: Kazalniki likvidnih delnic na podlagi Uredbe ES

Naziv	Likviden	Povprečni dnevni promet v EUR	Št. dnevnih transakcij	Povprečna vrednost transakcije v EUR	Standardna tržna velikost na delnico
29.06.2016					
Krka	Da	395967	44	6307	7500
Zavarovalnica Triglav	Da	112412	20	4589	7500
Pivovarna Laško	Da	105808	15	5678	7500
Telekom Slovenije	Da	98405	19	4460	7500
Petrol	Da	87728	16	4408	7500
31.12.2015					
Krka	Da	606748	71	7127	7500
Zavarovalnica Triglav	Da	104270	23	3947	7500
Pivovarna Laško	Da	123713	22	4874	7500
Telekom Slovenije	Da	172597	25	5583	7500
Petrol	Da	120636	20	4782	7500
31.12.2014					
Mercator	Da	80292	15	3553	7500
Telekom Slovenije	Da	131568	19	5373	7500
Zavarovalnica Triglav	Da	133615	15	4040	7500
Krka	Da	460620	62	5073	7500
Petrol	Da	67314	14	3533	7500
31.12.2013					
Krka	Da	475241	73	4,8	7500
Petrol	Da	69228,6	15	3,49	7500
Telekom Slovenije	Da	77698	12	4,58	7500
Zavarovalnica Triglav	Da	61174,6	13	3,33	7500
Mercator	Da	117663	11	3,89	7500

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

Naziv	Likviden	Povprečni dnevni promet	Št. dnevne transakcije	Povprečna vrednost transakcij	Standardna tržna velikost na delnico
31.12.2012					
Telekom Slovenije	Da	58267,3	14,78	3363,23	7500
Mercator	Da	203080	21,41	4357,21	7500
Petrol	Da	56557,2	20,44	2617,53	7500
Nova KBM	Da	33091,7	22,54	1267,35	7500
Krka	Da	611923	110,19	5182,93	7500
31.12.2011					
Petrol	Da	60667,6	17,45	3285,88	7500
Krka	Da	599562	135,94	4314,61	7500
Telekom Slovenije	Da	71878,8	20,73	3399,26	7500
Gorenje	Da	51256,8	18,45	2650,65	7500
Mercator	Da	60246,6	14,2	3812,92	7500
31.12.2010					
Telekom Slovenije	Da	99440	24,22	3788,56	7500
Nova KBM	Da	69138,2	37,98	1799,81	7500
Mercator	Da	65327,5	14,6	3556,76	7500
Krka	Da	797684	201,77	3933,65	7500
Petrol	Da	86186,9	20,42	3999,49	7500
31.12.2009					
Telekom Slovenije	Da	312751	43,91	6416,95	7500
Krka	Da	1549976	285,32	5396,92	7500
Petrol	Da	222655	35,94	4999,45	7500
Nova KBM	Da	268798	66	3140,83	7500
Mercator	Da	182783	28,12	4619,03	7500

Vir: European Securities and Market Authority, Shares admitted to trading on EU Regulated markets, 2016.

2.3 Določanje aktivnosti s strani Banke Slovenije

Za merjenje finančnih naložb še vedno velja pojasnilo Banke Slovenije glede merjenja finančnih naložb. Banka Slovenije je dne 13. 12. 2013 poslala pismo vsem bankam in hranilnicam in v skladu s tem pojasnilom lahko banka preide na modelsko vrednotenje naložb, če dokaže, da ti nimajo več delujočega trga.

Banka mora ob prvi uporabi modela pridobiti soglasje nadzornega sveta banke in posredovati model v pregled Banki Slovenije in pooblaščenemu revizorju. Banka najprej razvrsti naložbe na tiste z delujočim trgom in tiste brez delujočega trga, pri čemer si pomaga s kriteriji Ljubljanske borze (Ljubljanska borza, 2016a):

- povprečno dnevno število sklenjenih poslov z vrednostnimi papirji posameznega razreda (brez upoštevanja svežnjev) mora biti večje ali enako 1;
- povprečni dnevni vrednostni obseg sklenjenih poslov z vrednostnimi papirji posameznega razreda (brez upoštevanja svežnjev) mora biti večji ali enak 1.500 EUR.

Kot delnice brez delujočega trga upošteva tiste delnice, ki jih ne uvrščajo v neprekinjeno trgovanje, ampak z njimi trgujejo avkcijsko. Banka Slovenije je kasneje kriterije likvidnosti omilila in tudi za tiste, ki so bile zaradi spremenjenih kriterijev uvrščene v neprekinjeno trgovanje in jih je do zdaj banka merila po modelu, lahko še naprej konsistentno meri po pošteni vrednosti na podlagi tega modela. Izračunana vrednost po modelu praviloma ne sme presegati knjigovodske delnice (Banka Slovenije, 2015b).

Banka Slovenije je 7. julija 2015 izdala tudi Sklep Banke Slovenije o minimalnih zahtevah za zagotavljanje ustrezne likvidnostne pozicije bank in hranilnic. Ta sklep določa podrobnejša pravila v zvezi z likvidnostno pozicijo, ki vključujejo vsebino, obliko, način izračunavanja in poročanja (Banka Slovenije, 2015b):

- količnikov likvidnosti za zagotavljanje ustrezne likvidnostne pozicije;
- načrtovanja tokov likvidnosti;
- razmerja med krediti in vlogami nebančnega sektorja.

Banka Slovenije določa tudi likvidnostno pozicijo, ki je razmerje med dejanskimi in potencialnimi viri likvidnosti in dejansko ter potencialno porabo likvidnostnih sredstev v istem obdobju (Banka Slovenije, 2015b).

Banka mora redno izračunavati likvidnostno pozicijo. Banka izračunava likvidnostno pozicijo s količnikom likvidnosti. Količnik likvidnosti je razmerje med vsoto finančnih sredstev v domači in tuji valuti in vsoto virov sredstev v domači in tuji valuti glede na preostalo zapadlost (Banka Slovenije, 2015b).

Najprej mora Banka razvrstiti finančna sredstva in vire sredstev po preostali zapadlosti v dva razreda, in sicer (Banka Slovenije, 2015b):

- prvi razred: finančna sredstva in viri sredstev s preostalo zapadlostjo do 30 dni in
- drugi razred: finančna sredstva in viri sredstev s preostalo zapadlostjo do 180 dni.

Banka mora dnevno izračunavati količnik likvidnosti za posamezni razred za pretekli delovni dan. Količnik likvidnosti prvega razreda mora biti najmanj 1. Količnik likvidnosti drugega razreda pa je informativnega značaja. Če banka ne dosega zahtev Banke Slovenije, mora v poročilu o količnikih likvidnosti navesti razloge za nedoseganje (Banka Slovenije, 2015b).

2.4 Določanje aktivnosti s strani Mednarodnih standardov ocenjevanja vrednosti

Z več vrstami instrumentov, med drugim tudi s številnimi izpeljanimi finančnimi instrumenti, ne trgujejo na javnih borzah; zanje so značilne tudi določene stopnje nelikvidnosti.

Čeprav je celotna velikost trga za instrumente, s katerimi trgujejo na prostem trgu nekajkrat večja od trga za finančne instrumente, s katerimi trgujejo na javnih borzah, pa se obseg teh poslov zelo spreminja. Z nekaterimi običajnimi ali klasičnimi zamenjavami dnevno trgujejo v velikem obsegu, za nekatere posebej prilagojene zamenjave pa po začetnem sklenjenem poslu pogosto ni več nobenega podobnega posla, in sicer zato, ker je nadaljnji prenos prepovedan po pogojih pogodbe ali pa ni več trga za tovrstni finančni instrument (International Valuation Council, 2013).

Razlikovati je mogoče med likvidno in tržno dejavnostjo. Likvidna dejavnost pomeni, kako lahko in kako hitro ga je mogoče prenesti v zameno za denar ali denarni ustreznik. Tržna dejavnost je merilo obsega trgovanja ob določenem času in je bolj relativno kot absolutno merilo (International Valuation Council, 2013).

Nelikvidnost ali pomanjkanje tržne dejavnosti sta izziva za ocenjevanje zaradi pomanjkanja ustreznih tržnih podatkov, ki veljajo na datum ocenjevanja vrednosti ali se nanašajo na dovolj podobno sredstvo, da so lahko zanesljivi. Nižja kot je likvidnost ali tržna dejavnost, bolj se je treba zanašati na takšne načine ocenjevanja vrednosti (International Valuation Council, 2013).

Stopnja dejavnosti niha na vsakem trgu. Čeprav je mogoče v daljšem časovnem obdobju ugotoviti normalno raven dejavnosti, so na večini trgov opazna obdobja, v katerih je dejavnost pomembno večja ali manjša od običajne. Posle lahko in jih tudi dejansko sklepajo tudi na trgih, ki so trenutno manj dejavni od običajnih; prav tako pomembno je, da morebitni kupci verjetno razmišljajo o ceni, pri kateri bi bili pripravljeni vstopiti na ta trg.

Kadar ni dovolj tržnih podatkov, so ponudbe borznih posrednikov naslednji najboljši dokaz tržne vrednosti, vendar imajo te določene pomanjkljivosti (International Valuation Council, 2013):

- borzni posredniki bodo običajno pripravljene vzdrževati trge in dajati ponudbe le za bolj priljubljene instrumente in ne bodo pokrivali slabše likvidnih instrumentov. Ker pa se likvidnost sčasoma pogosto zmanjšuje, utegne biti težje najti ponudbe za starejše instrumente;
- osnovni interes borznih posrednikov pri trgovanju ni podpiranje ocenjevanja vrednosti in gotovo ne vidijo posebnih spodbud, da bi ponudbo, dano za ocenjevanje vrednosti, raziskali tako temeljito, kot bi jo pri dejanskem povpraševanju za nakup ali prodajo. To lahko vpliva na kakovost informacij;
- kadar so borzni posredniki nasprotna stranka finančnega instrumenta, obstaja naravno navzkrižje interesov;
- borzni posredniki so motivirani, da pretehtajo nasvete kupcem tako, da se to najugodneje odrazi na njihovem imetju finančnih instrumentov.

Tehnike ocenjevanja so med drugim potrebne tudi za instrumente s katerimi trgujejo na izven borznih trgih (OTC) ali pa za instrumente, s katerimi navadno trgujejo na borzi, a zanje ni več dejavnega trga (International Valuation Council, 2013).

3 TEORETIČNI IN ZGODOVINSKI VIDIK MERJENJA POŠTENE VREDNOSTI ZA RAČUNOVODSKO POROČANJE

Namen računovodstva poštene vrednosti je zagotoviti vlagateljem primerljive podatke za nadaljnje odločanje in zagotoviti nadzornim organom podatke, potrebne za ugotavljanje ali lahko finančne institucije izpolnijo svoje obveznosti, ko te zapadejo.

Računovodski izkazi morajo zagotoviti informacije, ki so koristne za uporabnike pri ocenjevanju likvidnosti in solventnosti nekega podjetja. To pa ne pomeni, da bi se morali podatki v računovodskih izkazih osredotočati na zadovoljevanje informacijskih potreb posameznih finančnih uporabnikov, ki uporabljajo finančne izkaze.

Vse od leta 1990 se računovodstvo odmika od merjenja sredstev po nabavni vrednosti, saj ta zagotavlja ustreznejše informacije za uporabnike računovodskih izkazov. Takrat je Financial Accounting Standards Board (v nadaljevanju FASB) pričel s programom za zmanjšanje kompleksnosti računovodskih izkazov in povečanje transparentnosti in uporabnosti finančnega poročanja za vlagatelje. Časovni okvir je sovpadal z javno razpravo o ustreznem računovodskem standardu za finančne instrumente. Finančne institucije so namreč nasprotovale temu, da morajo postavke v računovodskih izkazih evidentirati po pošteni vrednosti. Zagovorniki so trdili, da sredstva, obveznosti in dobiček, ki temelji na

pošteni vrednosti in ne nabavni vrednosti, zagotavljajo bolj ustrezne informacije za uporabnike.

Raziskovalci so proučili povezavo med delniškimi tečaji podjetij in neto vrednostjo sredstev teh podjetij, ko so bili njihovi instrumenti merjeni po pošteni vrednosti. Študije so tudi testirale povezavo med dobički vlagateljev in izgubami od posedovanja bančnih delnic ter bančnimi dobički in izgubami zaradi merjenja po pošteni vrednosti. Raziskava je pokazala, da se z merjenjem po pošteni vrednosti povečuje relevantnost računovodskega poročanja.

S tem so tudi ovrgli prejšnje raziskave, ki niso odkrile močne povezave med relevantnostjo računovodskega poročanja in merjenjem računovodskih postavk po pošteni vrednosti. Ugotovili so, da so bile napake poslovodstev družb pri merjenju poštene vrednosti glavni vzrok za prejšnje ugotovitve.

Zelo znana je študija Mary E. Barth. Barthova je povezave med relevantnostjo računovodskega poročanja in merjenjem računovodskih postavk po pošteni vrednosti proučevala na bančnih delnicah. V študiji je proučevala, kako merjenje po pošteni vrednosti in s tem povezane rasti in padci cen delnic vplivajo na tečaj bančnih delnic v obdobju 1971-1990. Ugotovila je, da razlike med pošteno in nabavno vrednostjo znašajo 37 % knjigovodske vrednosti in 57 % tržne vrednosti kapitala. Dokazala je statistično pomembno povezavo med cenami delnic in merjenjem po pošteni vrednosti v primerjavi z nabavno vrednostjo. Poleg tega je ugotovila, da je merjenje po pošteni vrednosti pomembno za vlagatelje pri ocenjevanju bančnih delnic (Mard, Hitchner & Hyden, 2007, str. 15).

Caroll in Linsmeier sta pomembnost merjenja po pošteni vrednost proučevala na 143 zaprtih skladih med leti 1982 in 1997. Ugotovila sta statistično pomembno povezavo med ceno delnice sklada in naložbami sklada, če so te merjene po pošteni vrednosti in statistično pomembno povezavo med donosi delnic in zvišanjem oziroma znižanjem vrednosti naložb sklada (Mard et al., 2007, str. 15).

Kritiki trdijo, da je koncept poštene vrednosti preveč subjektiven, preveč kompleksen in po nepotrebnem zvišuje volatilnost dobičkov. Navkljub kritikam se računovodstvo vse bolj približuje merjenju posameznih kategorij po pošteni vrednosti.

Računovodje lahko za merjenje poštene vrednosti uporabijo interne izračune ali najamejo zunanje svetovalce. Revizorji pričakujejo od finančnih svetovalcev, da analizirajo ključne predpostavke managementa glede prihodnjega poslovanja, ki so uporabljene pri merjenju poštene vrednosti. Poleg tega revizorji od ocenjevalcev vrednosti želijo, da priskrbijo alternativne metode vrednotenja, da ocenijo realnost sklepa o ocenjevanju vrednosti in analizirajo tudi preteklo poslovanje podjetja (Mard et al., 2007, str. 4).

Posebna prelomnica pri ocenjevanju vrednosti za računovodsko poročanje je bila v letu 2001 s spremembo Mednarodnih standardov računovodskega poročanja in slovenskih

računovodskih standardov (2001), ki so uvedli izkazovanje računovodskih postavk po pošteni vrednosti. Navedeno je pomenilo bistveno spremembo v razmišljanju računovodij in revizorjev in odprlo pot ocenjevanju vrednosti za računovodsko poročanje (Lušnic, 2009, str. 2–11).

1. 1. 2003 je Slovenija postala članica Sveta za mednarodne standarde ocenjevanja, kar je pomenilo, da so postali ti standardi ena od glavnih in obveznih strokovnih podlag tudi za slovenske ocenjevalce (Kosi, 2005, str. 1–14).

Ocenjevanje za računovodsko poročanje mora biti dokumentirano v obliki poročila in v skladu z določili Mednarodnih standardov ocenjevanja vrednosti.

Vsako poročilo o ocenjevanju vrednosti mora vsebovati naslednje elemente v skladu z Mednarodnimi Standardi ocenjevanja vrednosti (Lušnic, 2009, str. 2–11):

- jasno in natančno določati sklepe ocenjevanja vrednosti;
- identificirati naročnika, nameravani način uporabe ocenjevanja vrednosti;
 - datum, na katerega se nanaša ocena vrednosti;
 - datum poročila in
 - datum pregleda;
- določiti podlago ocenjevanja vrednosti vključno z vrsto in opredelitvijo vrednosti;
- kadar je kakšna sestavina ocenjevanja vrednosti ocenjena na več kot eni podlagi vrednosti, mora biti jasna razlika med podlagami;
- identificirati in opisati premoženjske pravice, fizične in pravne značilnosti premoženja;
- opisati obseg dela uporabljenega za razvoj ocenjevanja vrednosti;
- podrobno določiti vse predpostavke in omejitvene pogoje, ki so možni pri sklepanju o vrednosti;
- identificirati posebne neobičajne ali izredne predpostavke in upoštevati možnosti, da se taki pogoji tudi pojavijo;
- vključiti opis informacij in pregledanih podatkov, opravljenih tržnih analiz, načinov ocenjevanja vrednosti in postopkov, ki so sledili ter utemeljitev, ki podpira analize mnenja in sklepe v poročilu;
- vsebovati člen, ki prepoveduje objavo poročila ali njegovega dela in sklicevanje nanj brez pisne odobritve ocenjevalca;
- vključiti izjavo o skladnosti z MSOV;
- vključiti ime, strokovne kvalifikacije in podpis ocenjevalca vrednosti.

Vhodni podatki pri ocenjevanju vrednosti se nanašajo na predpostavke, ki bi jih udeleženci na trgu uporabili pri oblikovanju cen za sredstvo ali obveznost uporabljene pri ocenjevanju vrednosti. Ločimo dva tipa vhodnih podatkov (Mard et al., 2007, str. 4):

- temelječe na vhodnih podatkih, ki so neodvisni od proučevanega podjetja,
- temelječe na lastnih ocenah proučevane družbe.

Računovodstvo poštene vrednosti zahteva minimizacijo zadnjih in maksimizacijo prvih (Mard et al., 2007, str. 4).

Pri ocenjevanju poštene vrednosti za namene računovodskega poročanja uporabljamo tržno podlago vrednosti. Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti sicer razlikujejo med tržnimi in netržnimi vrednostmi.

Ocenjevanje vrednosti na tržnih podlagah predvideva delovanje trga, na katerem potekajo transakcije brez omejevanja netržnih sil. Tržna vrednost temelji na trgu, zato morajo vsi podatki izhajati iz trga (Lušnic, 2009, str. 2–11). Ocenjevanje vrednosti na netržnih podlagah ni primerno za računovodsko poročanje. Slednje upošteva načela merjenja, ki upoštevajo alternativno ekonomsko uporabo ali funkcijo sredstva, ki jo lahko pripišemo nenavadni ali neobičajni motivaciji strank v transakciji, ali vrednost, ki jo določa zakon (npr. izločitev malih delničarjev) (Lušnic, 2009, str. 2–11).

Izraza tržna vrednost in poštena vrednost, kot se običajno pojavljata v računovodskih standardih, sta na splošno združljiva, če že nista v vsakem primeru točno enakovredni zasnovi. Za druge namene (ne za računovodske namene), je mogoče pošteno vrednost razlikovati od tržne vrednosti. V takšnih primerih je to ocenjena cena za prenos sredstva ali obveznosti med prepoznanimi, dobro obveščanima in voljnima strankama, ki je odraz ustreznih interesov teh strank (International Valuation Council, 2013, str. 23).

Ker ocenjujemo računovodsko poročanje, sta v našem primeru tržna vrednost in poštena vrednost enakovredni. Ocenjevanje vrednosti na tržnih podlagah lahko opravljamo z uporabo načina primerljivih prodaj, načina kapitalizacije donosa in nabavno-vrednostnega načina ocenjevanja vrednosti. Podatke in presoje, uporabljene v teh načinih, je treba pridobiti na trgu (International Valuation Council, 2013, str. 23).

Tržna vrednost (market value) je za ta standard opredeljena kot (International Valuation Council, 2013, str. 18):

"ocenjeni znesek, za katerega naj bi voljan kupec in voljan prodajalec zamenjala premoženje na datum ocenjevanja vrednosti v transakciji med nepovezanima in neodvisnima strankama po ustreznem trženju, pri kateri sta stranki delovali seznanjeno, previdno in brez prisile".

Med netržnimi vrednostmi prevladujejo naslednje vrednosti (International Valuation Council, 2013, str. 36–47):

- vrednost za naložbenika (angl. investment value) – vrednost sredstva za lastnika ali možnega bodočega lastnika za posamezno naložbo ali poslovne cilje. Ta podlaga

vrednosti je odraz koristi, ki jih podjetje pridobi s posedovanjem sredstva, in zato ne vključuje nujno neke hipotetične menjave. Razlike med vrednostjo sredstva za naložbenika in njegovo tržno vrednostjo so motivacija za kupce ali prodajalce, da vstopijo na trg;

- posebna vrednost (special value) – znesek nad tržno vrednostjo, ki izraža posebne lastnosti sredstva, ki predstavljajo vrednost le za posebnega kupca;
- sinergijska vrednost (synergistic value) – dodatna sestavina vrednosti, ki jo ustvari kombinacija dveh interesov ali več, kjer je vrednost kombiniranih interesov višja od vsote prvotnih interesov. Če so sinergije na voljo le enemu posebnemu kupcu, je to odraz posebne vrednosti;
- zakonska ali pogodbeno opredelitev.

Poznamo tri načine oziroma metode ocenjevanja vrednosti, in sicer (International Valuation Council, 2013, str. 36–47):

- na donosu zasnovan način (metoda diskontiranega denarnega toka, metoda uglavičenja oziroma kapitalizacije donosov, različni modeli ocenjevanja vrednosti opcij);
- način tržnih primerjav (metoda primerljivih na borzo uvrščenih podjetij in metoda primerljivih transakcij);
- nabavno vrednostni način.

Uporaba več kot enega načina ali metode ocenjevanja vrednosti je smiselna, ko ni na voljo dovolj opazovanih in stvarnih vhodnih podatkov, ki bi omogočali, da bi že z eno samo metodo lahko prišli do zanesljive sklepne ugotovitve.

Metoda diskontiranja je teoretično najbolj korektna; obsega sedanjo vrednost vseh v prihodnosti uresničenih denarnih tokov. Množično jo uporabljajo pri ocenjevanju vrednosti za razne namene. Naročniki jo vedno bolj sprejemajo kot temeljno metodo ocenjevanja vrednosti.

Njena slabost je, da zahteva oceno ustrezne diskontne stopnje in napoved oziroma projekcijo prihodnjih donosov (Praznik, 2004, str. 43).

Sedanja vrednost prihodnjega čistega denarnega toka je po metodi diskontiranih denarnih tokov izračunana na podlagi naslednje formule (Pratt & Reilly & Schweih, 2000, str. 155):

$$PV = \frac{E_1}{(1+d)^{0,5}} + \frac{E_2}{(1+d)^{1,5}} + \dots + \frac{E_n}{(1+d)^{n-0,5}} + \frac{E_n(1+g)(1+d)^{0,5}}{(d-g)(1+d)^n} \quad (13)$$

Pri tem je:

PV = sedanja vrednost;

E1 do n = pričakovani čisti denarni tok v obdobju napovedi od 1 do n;

k = diskontna mera;

n = število let napovedi.

Osnova za izračun formule predvideva, da prejmejo lastniki denarni tok enakomerno skozi vse leto. Medletni način diskontiranja se vedno odraža v višji sedanji vrednosti, kot jo dobimo, če upoštevamo denarni tok konec leta, ker predvideva, da lastnik dobi sredstva prej.

Obstaja več definicij prostega denarnega toka. Pri vrednotenju družbe, opisanem v nadaljevanju, je uporabljena definicija prostega denarnega toka celotnega podjetja (delničarjev in upnikov). Denarni tok podjetja sestavljajo naslednje postavke (Pratt et al., 2000, str. 158; Praznik, 2004, str. 71).

$$EBIT \text{ (dobiček iz poslovanja)} = \text{Poslovni prihodki} - \text{poslovni odhodki} \quad (14)$$

$$EBIT * (1 - \text{davki}) = NOPAT \text{ (dobiček iz poslovanja po davkih)}$$

+

amortizacija opredmetenih in neopredmetenih sredstev

-

sprememba obratnega kapitala

-

CAPEX (investicije v opredmetena in neopredmetena sredstva)

=

FCFF (prosti denarni tok podjetja)

Za potrebe vrednotenja je potrebno definirati prosti denarni tok ustvarjen v podjetju in prihodnji prosti denarni tok ter izračunati sedanjo vrednost prostih denarnih tokov v obdobju in vrednost prihodnjih prostih denarnih tokov (residual value). Poznavanje prostega denarnega toka je pomembno tudi z vidika izplačila dobička lastnikom. Lastnikom daje

informacije o tem, koliko dobička lahko podjetje izplača, da bo še naprej lahko uspešno poslovalo.

Diskontna stopnja odraža vrednost denarnih tokov v času glede na raven tveganja.

Določitev ustrezne diskontne mere WACC je bila ocenjena na podlagi sledeče formule (Pratt et al., 2000, str. 185):

$$WACC = K_e * (E/(D + E)) + K_d * (1-T) * (D/(D + E)), \quad (15)$$

kjer je:

K_e strošek lastniškega kapitala;

E tržna vrednost lastniškega kapitala;

K_d strošek dolgov;

D tržna vrednost dolgov;

T davčna stopnja.

Formula za izračun mere donosa lastniškega kapitala na podlagi metode CAPM je naslednja (Pratt et al., 2000, str. 181):

$$K_e = R_f + \beta * (R_{Pm}) + R_{Ps}, \quad (16)$$

kjer je:

R_f mera donosa, ki ni tvegana;

R_{Pm} pričakovani povprečni donos trga;

$R_{Pm} = (R_m - R_f)$ povprečni pribitek za tveganja nad mero donosa, ki ni tvegana;

β beta faktor, ki je mera sistematičnega tveganja posamezne družbe;

α družbi lastni faktorji tveganja (alfa)(1);

R_{Ps} risk premium for size.

Izračun stroška kapitala temelji na naslednjih predpostavkah (Pratt et al., 2000, str. 169):

- investitorji so nenaklonjeni tveganjem in za vsako povečanje tveganja zahtevajo višji donos;

- racionalni investitorji si prizadevajo za razpršenost portfelja naložb in stremijo k popolno diverzificiranemu portfelju;
- vsi investitorji vlagajo v kapital za časovno neomejeno obdobje;
- vsi investitorji imajo podobna pričakovanja glede zahtevane stopnje donosa in mere kapitalizacije;
- transakcijski stroški niso upoštevani;
- niso upoštevani nobeni davki (davek od dohodka pravnih oseb);
- mera dobljena pri posojanju denarja je enaka stroški izposoje denarja;
- trg je popolnoma transparenten in likviden.

V zadnjem času postajata vse bolj prepoznavna tudi arbitražna teorija določanja cen (v nadaljevanju APM) in več faktorski model (angl. multifactor model), ki je nadgradnja CAPM modela. Razvila sta ga Stephen A. Ross in Richard Roll. Pri modelu CAPM je tržno premoženje sestavljeno iz delnic, ki kotirajo na borzi, in ne iz vseh naložb, kot bi bilo teoretično pravilno. Model APM poizkuša to pomanjkljivost odpraviti tako, da namesto le enega faktorja tveganja (tržno premoženje) v model uvaja več faktorjev (Damodaran, 2002, 68–75).

Pri CAPM modelu, je bilo potrebno upoštevati več nerealnih predpostavk kot na primer, da ima nek vlagatelj enake preference, enake informacije in ima v posesti enak portfelj. Prav tako se pojavljal problem merjenja tržnega donosa (Damodaran, 2002, 68–75).

APT (angl. Arbitrage Pricing Model) je pristop k določanju vrednosti sredstev, ki temelji na zakonu ene cene in brez arbitraže. Po tem modelu se vrednostna papirja, ki imata enako tveganje in donose, ne moreta prodajati po različnih cenah. APT je statistični model, medtem ko je CAPM ravnotežni cenovni model (angl. equilibrium asset pricing model). APT model je manj strožji v predpostavkah od CAPM modela, saj ne vključuje toliko predpostavk kot CAPM. Predpostavke APT modela so (Kellogg School of management, 2006, str. 1–48):

- vse delnice imajo končne pričakovane vrednosti in variance;
- vlagatelji lahko oblikujejo raznolike in razpršene portfelje;
- ni davkov;
- ni transakcijskih stroškov.

Medtem ko v CAPM modelu, velja le sistematično tveganje in je enofaktorski model, APT zajema več faktorjev tveganja. Formula za zahtevano stopnjo donosa po teoriji APT je sledeča (Pratt et al., 2000, str. 175–177):

$$E(R_i) = R_f + (B_{i1} + K_1) + (B_{i2} + K_2) + \dots (B_{in} + K_n) \quad (17)$$

pri čemer je:

$E(R_i)$ pričakovan donos vrednostnega papirja;

$R(f)$ je netvegana mera donosa;

$K_1 \dots K_n$ je premija za tveganje glede na faktor K za povprečno sredstvo na trgu;

$B_{i1} \dots B_{in}$ je občutljivost delnice i na faktorje tveganja glede na povprečno občutljivost trga na ta faktor.

V APT modelu beta koeficienti odražajo občutljivost cene delnice na ekonomske dejavnike. Nepričakovani dejavniki povzročijo strukturne spremembe v pričakovanem donosu sredstva. Po modelu APT vlagatelj prodaja sredstvo, ko je le-to relativno precenjeno in kupuje relativno podcenjene delnice.

Faktorji tveganja upoštevani v zgornjem APT modelu so (Pratt, 2000, str. 175–177):

- **Tveganje zaupanja:** pripravljenost vlagateljev, da prevzamejo relativno tvegane vrednostne papirje, merjeno kot razlika med relativno tvegano podjetniško obveznico in dolgoročno državno obveznico. Pozitivna razlika pomeni povečano zaupanje vlagateljev, ker je donos državne obveznice manjši kot donos podjetniške obveznice;
- **Tveganje časovnega okvirja:** gre za nepričakovane spremembe v preferencah vlagateljev v zvezi z željenim datumom izplačila. Merjeno je kot razlika med dolgoročno državno obveznico in dolgoročno zakladno menico. Pozitivna razlika pomeni zvišanje donosa dolgoročne državne obveznice napram donosu zakladne menice. To je znak, da vlagatelji zahtevajo nižjo odškodnino za držanje investicij z relativno dolgim datumom izplačila;
- **Tveganje inflacije:** gre za kombinacijo nepričakovanih komponent dolgoročne in kratkoročne inflacije. Izračunano je kot razlika med dejansko stopnjo inflacije in pričakovano inflacijo v začetku meseca. Večina delnic je negativno povezana z inflacijskim tveganjem. Pozitivno inflacijsko presenečenje (angl. *positive inflation shock*) negativno vpliva na donos, medtem ko negativno inflacijsko presenečenje (angl. *deflation shock*) pozitivno vpliva na donose. Luksuzni proizvodi so najbolj občutljivi na inflacijsko tveganje.
- **Tveganje poslovnega cikla:** gre za nepričakovane spremembe v stopnji podjetniške aktivnosti konec meseca glede na začetek meseca. Pozitivna vrednost pomeni povečano gospodarsko aktivnost. V primeru gospodarskega vzpona bodo dejavnosti, ki so močno povezane s tveganjem poslovnega cikla (trgovina na drobno) hitreje rasle od storitvenih dejavnosti.

Chen, Roll in Ross (1986, str. 383–403) so opredelili naslednje makroekonomske dejavnike, ki vplivajo na donos delniških tečajev:

- kratkoročna obrestna mera;
- razpršeni delniški indeksi kot na primer S&P 500 or NYSE Composite;
- cene nafte;
- cene zlata in žlahtnih kovin;
- devizni tečaji.

APT zavrača tveganja, ki so povezana s posamezno delnico, saj se da le-ta razpršiti z diverzifikacijo portfeljev. Statistike kažejo, da je strošek kapitala izračunan po formuli APT nekoliko višji kot strošek kapitala po CAPM modelu. Zagovorniki APT pravijo, da je bolj realističen in da bolje opredeli pričakovane stopnje donosa (Pratt, 2000, str. 175–177). Čeprav je APT v svoji zasnovi stvarnejši od CAPM, pa se v praksi daje prednost slednjemu (Praznik, 2005, str. 80):

- spremenljivke v APT niso specificirane z empiričnimi podatki, pač pa bolj subjektivna domneva ocenjevalca;
- ni soglasja o tem, katere spremenljivke imajo največji učinek pri določanju stroškov kapitala.

Ekonomista Eugene Fama in Kenneth French sta leta 1992 razvila tri faktorski model APT razvila leta 1993, kot kritiko na tradicionalni CAPM model, saj sta ugotovila da CAPM neustrezno opredeljuje donosnost sredstev. V svojih raziskavah sta ovrgla ključno predpostavko CAPM, da donosnost delnic ni pozitivno odvisna od tržnih β . Ugotovila sta, da v obdobju 1963–1990 ni bilo nobene soodvisnosti med povprečnim donosom in β in da je bila ta soodvisnost šibka v obdobju 1941–1990 (Praznik, 2005, str. 80).

V modelu sta opredelila donosnost kot funkcijo velikosti (tržna kapitalizacija) ter donosnost kot funkcijo kazalnika knjigovodska vrednost lastniškega kapitala/tržna vrednost lastniškega kapitala (angl. book to market) (Fama & French, 2014, str. 5):

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_i(R_{mt} - R_{ft}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + e_{it} \quad (18)$$

Ugotovila sta, da je donos kapitala v obratnem razmerju z velikostjo podjetja in v sorazmerju s kazalnikom razmerja med knjigovodsko in tržno vrednostjo lastniškega kapitala. Podjetja z manjšo tržno vrednostjo in tista z višjo knjigovodsko vrednostjo v primerjavi s tržno so bolj tvegana in imajo zato višje pričakovane mere donosa.

Leta 2014 je bil model nadgrajen v pet faktorskega, pri čemer je bila dodana profitabilnost in investicijska aktivnost (Fama & French, 2014, str. 5):

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_i(R_{mt} - R_{ft}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + r_iRMW_t + C_iCMA_t + e_{it} \quad (19)$$

Pri čemer je:

R_{it} donos delnice ali portfelja;

R_{ft} netvegana mera donosa;

R_{mt} tehtan donos tržnega portfelja;

SMB_t donos na razpršen portfelj malih delnic minus donos na razpršen portfelj velikih delnic;

HML_t donos na razpršen portfelj visoko in nizko vrednotenih P/B delnic;

RMW_t razlika v donosu razpršenega portfelja z močno in šibko profitabilnostjo;

C_iCMA_t razlika med donosom na razpršen portfelj delnic podjetij z visoko in nizko investicijsko aktivnostjo.

Delnice, ki imajo nižje razmerje med knjigovodsko in tržno vrednostjo lastniškega kapitala bodo bolj dobičkonosne, za takšna podjetja je značilno tudi višja investicijska dejavnost.

Raziskave so pokazale, da je CAPM pogosteje uporabljen od APT modela, saj je enostavnejši in bolj praktičen. APT v teoriji opredeljuje boljša izhodišča kot CAPM, v praksi pa je veliko bolj kompliciran. (Gross, 2006, str. 83–85).

APT model se zagotovo lahko uporablja kot alternativa CAPM modelu, vendar pa se v praksi ocenjevanje stroškov kapitala po APT za zdaj zelo redko uporablja.

4 PRAKTIČNI VIDIK MERJENJA POŠTENE VREDNOSTI ZA RAČUNOVODSKO POROČANJE

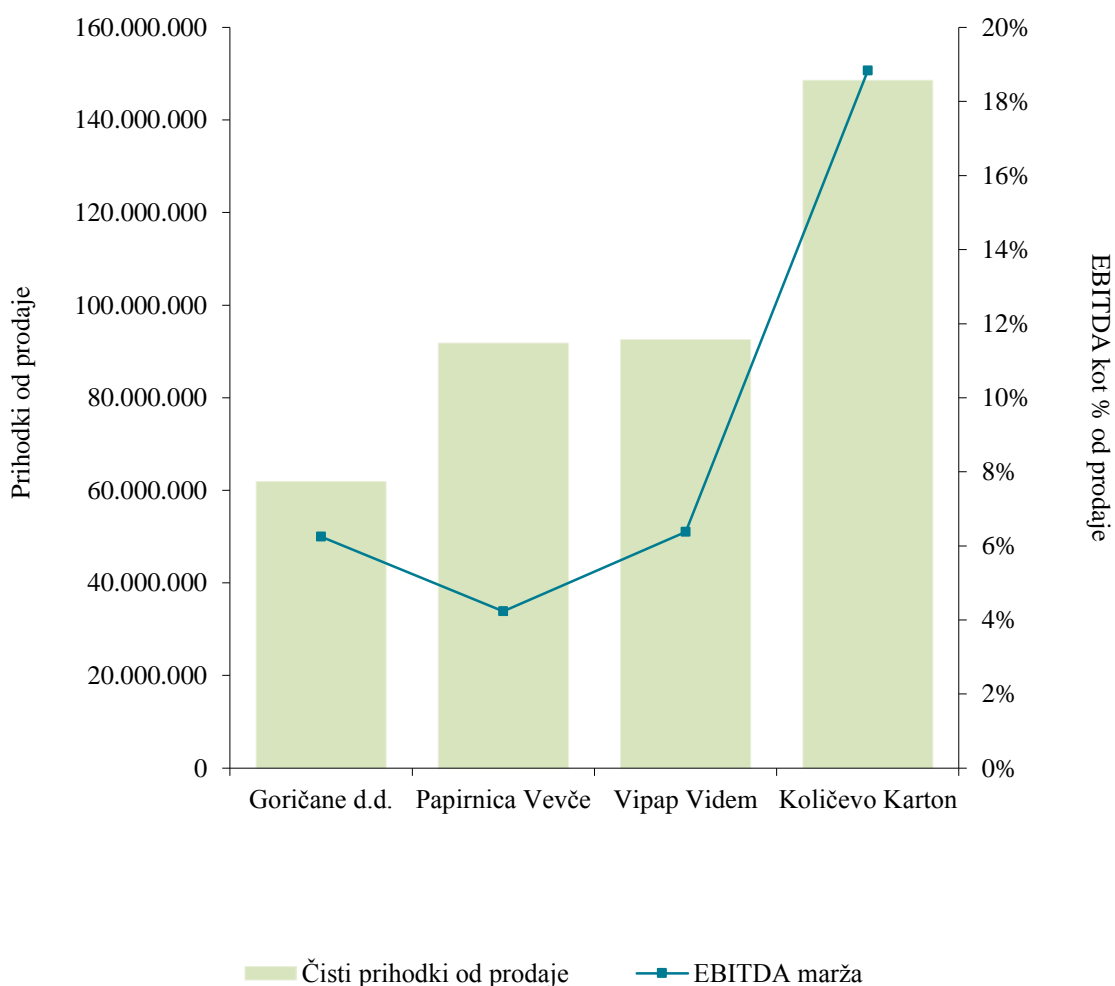
Za potrebe računovodskega poročanja bomo ocenili pošteno vrednost naložbe v papirnico Goričane, pri čemer bo naš izračun temeljil na javno objavljenih podatkih za leto 2004 (izkazi za 2005 na dan 22. 6. 2016 še niso objavljeni na Ajpesu). Družba ne kotira na borzi, zato zanjo ne obstaja delujoč trg in je potrebno opraviti izračun s pomočjo tehnik ocenjevanja (3. raven hierarhije poštene vrednosti). Kapital na dan 31. 12. 2014 znaša 22.406 tisoč EUR, od tega osnovni kapital 1.875 tisoč EUR. Družba X ima 100 % delež v izkazih vrednoten po ceni 6.200 tisoč EUR.

Najprej moramo oceniti pričakovani denarni tok in projekcije o prihodnjem poslovanju družbe, nato pa oceniti diskontno stopnjo.

Področje delovanja družbe je izdelava specialnih kakovostnih, ne masovnih in brezlesnih nizkogramskih papirjev. Družba je prisotna na trgu v Nemčiji, Franciji, Veliki Britaniji, Italiji, Avstriji, na Poljskem, v Turčiji ter na ostalih trgih EU, ki predstavljajo kar 90 odstotkov prodaje. Proizvodna kapaciteta znaša približno 80.000 ton letno.

S pomočjo podatkovne baze GVIN smo identificirali primerljiva podjetja (Papirnica Vevče, Vipap Videm, Količevo Karton).

Slika 10: Poslovanje primerljivih podjetij na slovenskem papirniškem trgu v letu 2004



Vir: Podatkovna baza GVIN, 2016.

Tabela 6: Finančni podatki primerljivih družb na slovenskem trgu

	Goričane d.d.	Papirnica Vevče	Vipap Videm	Količevo Karton
v 000 EUR				
Čisti prihodki od prodaje	61.858,29	91.839,72	92.564,96	148.563,29
EBIT	1.639,19	-587,65	-1.159,79	20.510,72
EBIT marža v %	2,6	-0,6	-1,3	13,8
Amortizacija	2.225,28	4.473,47	7.065,58	7.465,08
EBITDA	3.864,48	3.885,82	5.905,79	27.975,80
EBITDA marža v %	6,2	4,2	6,4	18,8
Kapital	22.406,34	58.326,54	63.711,69	93.522,74
Naložbe v osnovna sredstva	-1.581,28	-3.024,77	-2.596,04	-6.422,41
Obratni kapital kot % od prodaje	-3	-3	-3	-4
Dolg	37.673,99	8.000,00	34.139,96	32.000,00
Razmerje Dolg/Kapital	168,14	13,72	53,59	34,22

Vir: Podatkovna baza GVIN, 2016.

Papirnica Goričane je imela v letu 2004 2,6-odstotno EBIT maržo, kar je nad nivojem primerljivih podjetij. Mediana EBIT marž primerljivih slovenskih podjetij znaša 1 %. Količevo Karton je imel 13,8-odstotno, Papirnica Vevče in Vipap Videm pa sta imela negativno EBIT maržo. Papirnica Vevče je imela -0,6-odstotno maržo, Vipap Videm pa 1,3-odstotno EBIT maržo.

Papirnica Goričane je imela v letu 2004 EBITDA maržo v višini 6,2 %, kar je nad nivojem primerljivih podjetij. Mediana EBITDA marž primerljivih slovenskih podjetij znaša 6,3 %.

Količevo Karton je imel 18,8-odstotno, Papirnica Vevče 4,2-odstotno in Vipap Videm 6,4-odstotno EBITDA maržo.

Prihodki od prodaje družbe Goričane so v letu 2007 znašali 59.566 tisoč EUR, v letu 2014 pa 61.858.

Prihodki od prodaje so se v letu 2008 glede na leto 2007 zvišali za 2,8 %, v letu 2009 za 1,5 %, v 2010 za 3,8 %, v 2011 za 6,2 %. V letu 2012 so prihodki od prodaje glede na preteklo leto upadli za 3 %, v 2013 pa za 7,3 %. V 2014 so prihodki od prodaje ponovno zrasli glede na preteklo leto, in sicer za 6,2 %. CAGR čistih prihodkov od prodaje je v analiziranem obdobju znašala 0,5 %, ki kaže rast prihodkov, če bi ti enakomerno rasli.

EBIT marža se je v analiziranem obdobju gibala zelo različno. EBIT marža je v letu 2007 znašala 2,9 %, v 2008 0,5 %, v 2009 10,2 %, v 2010 0 %, v 2011 3,2 %, v 2012 2,2 %, v 2013 -0,9 % in v 2014 2,6 %.

EBITDA marža je znašala v letu 2007 6,5 %, v 2008 4,3 %, v 2009 14,1 %, v 2010 3,9 %, v 2011 6,8 %, v 2012 5,7 %, v 2013 2,9 % in 2014 6,2 %.

Slabše poslovanje v letu 2010 je posledica visokih nabavnih cen surovin, od katerih je podjetje odvisno.

Nabavni pogoji so se v prvih devetih mesecih leta 2015 zelo zaostriili, saj na tržišču ni bilo dovolj celuloze; sprva zaradi špekulativnih razlogov dobavitelj, nato pa zaradi zastoja proizvodenj v južni Ameriki zaradi potresov.

Prvi, drugi in tretji kvartal so zaznamovale visoke cene celuloze, v zadnjem kvartalu leta 2015 je sledil minimalen padec cen. Takega porasta cen surovin družba ni mogla nadoknaditi s popravki cen papirjev, kar se je kljub pravočasno sprejetim ukrepom odrazilo v slabšem poslovnem rezultatu od predvidenega.

Poleg celuloze so se v letu 2010 občutno podražili tudi lateks, škrobi in klejiva. Prav tako je bilo neugodno tudi gibanje cen zemeljskega plina kot glavnega energenta. Cena zemeljskega plina se je od decembra 2009 do decembra 2010 zvišala za 47,95 %.

Med čistimi prihodki od prodaje največji delež v letu 2010 predstavljajo prihodki od prodaje na tujem trgu in sicer 54.777 tisoč EUR oziroma 89,79 % vseh prihodkov od prodaje.

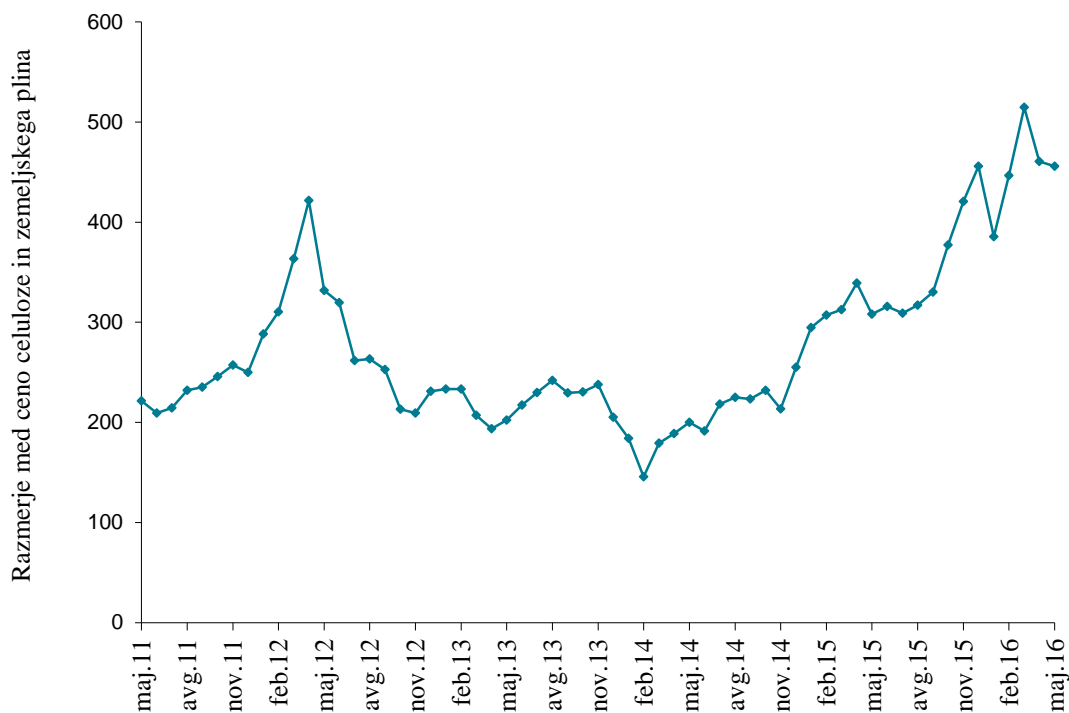
Tudi za leto 2013 je bil značilen velik pritisk na cene, gospodarska kriza in finančna nestabilnost. Cene energentov so se to leto nekoliko znižale v primerjavi s preteklim letom. Družba je v letih 2001-2012 poslovala pozitivno, v letu 2013 pa beleži negativni poslovni rezultat, ki je predvsem posledica nižje realizirane prodaje in spremembe vrednosti zalog. Dodaten pritisk predstavlja porast cen celuloze, ki jih podjetje ne more v celoti prevaliti na kupce v obliki višjih cen papirja. Prav tako pa na nižji poslovni izid vpliva tudi slabše likvidnostno stanje podjetja.

Družba Goričane d.d. je leta 2013 ustvarila 7,3 % manj prihodkov od prodaje kot leta 2012. Padec je posledica tržnih razmer, t. j. splošne gospodarske krize, presežne ponudbe na trgu, pritiska na cene in upad povpraševanja po grafičnih papirjih.

Družba je imela z bankami upnicami sklenjen dogovor o mirovanju, ki je potekel dne 30. 6. 2014. V letu 2014 je družba začela s postopkom preventivnega prestrukturiranja finančnih dolgov za obdobje 2014-2017 v soglasju z vsemi bankami upnicami, katerega cilj je reprogramirati kratkoročna posojila v dolgoročna. Sporazum z bankami upnicami je bil v avgustu 2014 uradno sklenjen. Prav tako poslovodstvo družbe izvaja vse potrebne postopke za sanacijo poslovanja družbe.

Družba je leta 2014 ustvarila 61,9 mio evrov prihodkov od prodaje, to je 6,2 % več kot leta 2013, kar je rezultat višje količinske prodaje. Stroški iz poslovanja so v letu 2014 znašali 60,9 mio evrov. Kljub 9,9 % višji količinski proizvodnji so se stroški poslovanja zvišali le za 5 % glede na leto 2013. Prav tako so cene plina v letu 2014 nekoliko upadle.

Slika 11: Razmerje med ceno celuloze in zemeljskega plina



Vir: World Bank, Kazalniki, 2016.

Na podlagi preteklega poslovanja in poslovanja primerljivih podjetij smo pripravili projekcije poslovanja od 2015–2019.

Tabela 7: Planirani poslovni prihodki EBIT in EBITDA za obdobje 2015-2019

	2011	2012	2013	2014	Ocena 2015	Ocena 2016	Ocena 2017	Ocena 2018	Ocena 2019
v 000 EUR									
Čisti prihodki od prodaje	64.790	62.841	58.256	61.858	64.000	65.920	67.568	62.919	70.298
Rast v %	n/a	-3	-7	6	3	3	3	2	2
Kosmati donos iz poslovanja	64.091	64.747	57.412	62.504	66.254	68.242	69.606	70.999	72.419
Stroški materiala in blaga	46.249	47.372	43.129	45.668	48.803	50.212	51.180	52.203	53.247
Stroški storitev	7.308	7.776	6.656	6.767	7.040	7.251	7.432	7.581	7.733
Stroški dela	5.130	5.172	5.107	5.386	5.467	5.549	5.632	5.717	5.802
Drugi poslovni odhodki	569	686	673	628	640	659	676	689	703
Odpisi in prevrednotovalni prihodki	437	152	141	189	189	189	189	189	189
EBITDA	4398	3589	1705	3866	4115	4382	4498	4620	4744
EBITDA marža v %	6,8	5,7	2,9	6,2	6,4	6,6	6,7	6,7	6,7
Amortizacija	2.340	2.202	2.244	2.225	2.278	2.298	2.336	2.466	2.500
EBIT	2.058	1.387	-539	1.640	1.837	2.084	2.162	2.154	2.244
EBIT marža v %	3,2	2,2	-0,9	2,7	2,9	3,2	3,2	3,1	3,2

Vir: Podatkovna baza GVIN, 2016.

Prihodki od prodaje so se v letu 2014 povečali za 9 % glede na preteklo leto zaradi večje količinske prodaje. Planirani prihodki za leto 2015 znašajo 64.000 tisoč EUR in so glede na preteklo leto za 3 % večji. Podobno tudi v letu 2016 in 2017 rast prihodkov znaša 3 %, v obdobju 2018-2019 pa je rast prihodkov 2-odstotna. Planirani poslovni prihodki bodo v letu 2019 znašali 70.298 tisoč EUR.

EBIT je v letu 2014 znašal 1.640 tisoč EUR; za leto 2015 je planiran v višini 1.837 tisoč EUR. Do leta 2019 naj bi ta zrasel na vrednost 2.244 tisoč EUR. EBIT marža pa se je obdobju 2011-2014 gibala med -0,9 in 3,2 % poslovnih prihodkov. V obdobju 2015-2019 je planirana na podobnem nivoju, in sicer naj bi znašala med 3,1 in 3,2 % prodaje.

EBITDA je v letu 2014 znašal 3.866 tisoč EUR, za leto 2015 pa je planiran v višini 4.115 tisoč EUR. Do leta 2019 naj bi ta zrasel na vrednost 4.744 tisoč EUR. EBITDA marža pa se je obdobju 2011-2014 gibala med 2,9 % in 6,8 % poslovnih prihodkov. V obdobju 2015-2019 je planirana na podobnem nivoju, in sicer naj bi znašala med 6,4 % in 6,7 % poslovnih prihodkov.

Tabela 8: Planirani obratni kapital za obdobje 2015–2019

	2011	2012	2013	2014	Ocena 2015	Ocena 2016	Ocena 2017	Ocena 2018	Ocena 2019
v 000 EUR									
Zaloge	7.994	9.397	6.984	7.924	8.199	8.445	8.656	8.829	9.005
Kratkoročne poslovne terjatve	13.257	10.127	8.651	8.537	8.833	9.098	9.325	9.512	9.702
Aktivne časovne razmejitev	65	128	473	62	62	62	62	62	62
Kratkoročne poslovne obveznosti	16.009	17.231	14.848	16.630	17.206	17.722	18.165	18.529	18.899
Pasivne časovne razmejitev	1.627	1.201	1.456	723	723	723	723	723	723
Obratni kapital	3.679	1.220	-196	-830	-836	-841	-846	-849	-853
kot % od prodaje	5,7	1,9	-0,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2
Razlika v obratnem kapitalu		2.460	1.416	634	6	5	5	4	4
Čisti prihodki od prodaje	64.790	62.841	58.256	61.858	64.000	65.920	67.568	68.919	70.298

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

	2011	2012	2013	2014	Ocena 2015	Ocena 2016	Ocena 2017	Ocena 2018	Ocena 2019
v 000 EUR									
Stroški materiala, blaga in storitev	53.557	55.148	49.785	52.435	55.843	57.463	58.612	59.784	60.980
Dnevi vezave terjatev	74,7	58,8	54,2	50,4	50,4	50,4	50,4	50,4	50,4
Dnevi vezave zalog	54,5	62,2	51,2	55,2	55,2	55,2	55,2	55,2	55,2
Dnevi vezave obveznosti do dob.	109,1	114,0	108,9	115,8	115,8	115,8	115,8	115,8	115,8

Vir: Podatkovna baza GVIN, 2016.

Obratni kapital se je v preteklosti gibal zelo različno, in sicer je predstavljal med 5,7 % prodaje in minus 1,3 % prodaje. Obratni kapital je v letu 2014 znašal -830 tisoč EUR, kar predstavlja -1,3 % prodaje.

V planiranem obdobju 2015-2019 je obratni kapital izračunan na podlagi vezave terjatve, zalog in obveznosti do dobaviteljev predstavljal med -1,2 % prodaje in -1,3 % prodaje, kar je na ravni obratnega kapitala iz leta 2014.

Dnevi vezave terjatev so v 2014 znašali 50,4 dni, dnevi vezave zalog 55,2 dni in dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev 115,8 dni.

V letu 2014 so investicije predstavljale 60 % amortizacije. Predvidene investicije so planirane v višini 60 % amortizacije. Izražene kot % od prodaje so znašale med 1 % prodaje in 3 % prodaje. Družba je v obdobju 2012-2014 investirala v višini 3.866 tisoč EUR, kar je v povprečju predstavljalo 1.289 tisoč EUR letno. V obdobju 2015-2019 planirane investicije predstavljajo 2 % prodaje.

Tabela 9. Planirane investicije za obdobje 2015–2019

	2012	2013	2014	Ocena 2015	Ocena 2016	Ocena 2017	Ocena 2018	Ocena 2019
Investicije	-1.712	-604	-1.550	-1.367	-1.379	-1.402	-1.480	-1.500
kot % amortizacije	78	27	70	60	60	60	60	60
kot % od prodaje	3	1	2	2	2	2	2	2

Vir: Podatkovna baza GVIN, 2016.

Nadalje je potrebno oceniti tudi diskontno stopnjo. Prvi korak je ocenitev bete za podjetje. Slednjo lahko dobimo na portalih (bloomberg, capital iq), lahko pa jo odčitamo na spletni strani Damodaran, kjer so bete razdeljene po panogah.

Z beto merimo tveganje vrednostnega papirja ali portfelja glede na tveganje vseh vrednostnih papirjev na trgu. Vrednostni papirji, ki so bolj tvegani od povprečja, bodo imeli beto večjo od 1, saj donosnost takega vrednostnega papirja niha bolj kot niha celoten finančni trg. Vrednost bete nižja od 1 pa pomeni, da je donosnost vrednostnega papirja manj tvegana od povprečja. Sredstvo, ki ni tvegano, ima beto enako nič (Damodaran, 2002, str. 71).

Tabela 10: Izračun bete

Izračun faktorja beta na dan 31.12.2014		Goričane d.d.
Beta brez zadolženosti - mediana primerljivih podjetij po Damodaranu	0,71	β_U
Načrtovano razmerje dolg / lastniški kapital (D/E)	100,0 %	D/E
Davčna stopnja	17,00 %	Davek
Beta z zadolženostjo	1,30	β_L

Vir: Podatkovna baza Damodaran, 2016.

Za mero donosa, ki ni tvegana, morata obstajati dva pogoja, in sicer, da obveznica nima tveganja neizpolnitve (default risk) ter da ni tveganja glede re investiranja oziroma da je dejanski donos vrednostnega papirja enak pričakovanemu donosu. Edino državne obveznice so vrednostni papirji, ki niso tvegani. Pri tem pa ne gre za to, da so države bolj vodene kot podjetja. Razlog je v tem, da ima država vpliv nad tiskanjem denarja (Damodaran, 2002, str. 154). Kot mero donosa, ki ni tvegana, sem uporabila donos 20-letne evro obveznice rangirane AAA, ki znaša 1,47%. Mera donosa, ki ni tvegana, je bila nato prilagojena glede na karakteristike ocenjevanega podjetja oziroma trga, na katerem podjetje deluje.

Beta (nezadolžena) za papirniško industrijo, odčitana na spletni strani Damodaran, na datum vrednotenja, znaša 0,71. Zadolžena beta, ki je izračunana ob upoštevanju načrtovane zadolženosti podjetja in davčne stopnje znaša 1,30.

Temeljna stopnja donosa lastniškega kapitala znaša 9,27 % (netvegana mera donosa v višini 1,47%, povečana za kapitalsko tveganje v višini 6%, pomnoženo z beta).

Pri investiranju v vrednostne papirje vlagatelji zahtevajo višji donos, kot ga prinaša mera donosa, ki ni tvegana. Ta razlika nad mero donosa, ki ni tvegana, in pričakovanim donosom tržnega premoženja je letno objavljena v Ibbotson Associates in SBBI Valuation Edition Yearbook, 2015. Pri ocenjevanju je upoštevana 6 % premija nad mero donosa, ki ni tvegana.

Premija za velikost podjetja je pridobljena na podlagi Ibbotson Associates, in SBBI Valuation Edition Yearbook, 2015. Premija za tveganje je bila opredeljena v višini 3,87 %.

Pribitek na deželno tveganje je povzet po Damodaranu, in sicer znaša za Slovenijo 2,7 %. Premija za deželno tveganje objavlja tudi Institutional Investor. Model so izdelali Erb, Harvey in Visikanta. Temelji na rezultatih ocene tveganja v določeni državi, ki jih objavlja dvakrat letno Institutional Investor. Ocene tveganja v določeni državi temeljijo na informacijah, ki jih predložijo ekonomski znanstveniki, in analitiki tveganja vodilnih globalnih bank in finančni poslovodje finančnih ustanov, ki se ukvarjajo z vrednostnimi papirji. Vsako državo ovrednotijo z lestvico od 0 do 100, pri čemer predstavlja država z oceno 100 tisto z najmanjšo možnostjo neizpolnitve obveznosti in torej z najmanjšo stopnjo tveganja v določeni državi. Z regresijo ocene tveganja v določeni državi in tržnih donosov so izračunani donosi posameznih držav, ki pomenijo dodatne odstotne točke zahtevanega donosa glede na osnovno enačbo CAPM (Praznik, 2004, str. 65).

Temeljno stopnjo donosa lastniškega kapitala v višini 9,27%, smo povečali za pribitek za deželno tveganje (2,1%) in pribitek za majhnost podjetja (3,87%) in dobili zahtevano stopnjo lastniškega kapitala v višini 15,84%.

Ostala specifična tveganja nismo opredelili. Strošek dolga je dejanski strošek dolga in izračunan kot razmerje med odhodki za obresti in višino dolga. Tako izračunan strošek obresti znaša 5 %. Kot strošek dolga je torej upoštevana obrestna mera, ki jo podjetje dosega pri zadolževanju, dobljena na podlagi javno dostopnih podatkov.

Povprečen tehtan strošek kapitala (WACC), izračunan na podlagi zgornjih podatkov za ocenjevano družbo znaša 9,99 %. Izračun je prikazan v tabeli 11.

Tabela 11: Izračun WACC

Tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC)		
Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala	15,84 %	Ke
Strošek dolga pred obdavčitvijo	5,00 %	Kd
Davčna stopnja	17,00 %	Davek
Delež dolga v celotnem kapitalu (D/V)	50,00 %	D/(D+E)
Delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu (E/V)	50,00 %	E/(D+E)
Tehtano povprečje stroškov kapitala	9,99 %	WACC

Vir: Podatkovna baza Damodaran, 2016.

Ko imamo izračunan WACC lahko pričnemo z ocenjevanjem vrednosti po metodi diskontiranega denarnega toka.

Tabela 12: Ocena vrednosti po metodi diskontiranega denarnega toka

000 EUR	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017	Plan 2018	Plan 2019	Preostala vrednost
EBIT	1.837	2.084	2.162	2.154	2.244	
(1-Davčna stopnja)	0,83	0,83	0,83	0,83	0,83	
EBIT po davkih	1.525	1.730	1.794	1.788	1.863	1.900
Amortizacija	2.278	2.298	2.336	2.466	2.500	2.500
Sprememba obratnega kapitala	6	5	5	4	4	4
Neto investicije	(1.367)	(1.379)	(1.402)	(1.480)	(1.500)	(1.500)

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

000 EUR	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017	Plan 2018	Plan 2019	Preostala vrednost
Denarni tok za celotni kapital	2.422	2.654	2.733	2.777	2.867	2.904
Dolgoročna stopnja rasti						2,00%
Preostala vrednost						36.345
Časovni faktor (medletno diskontiranje)	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
Diskontni faktor	0,954	0,867	0,788	0,717	0,651	0,651
WACC	9,99 %					
Sedanja vrednost denarnih tokov	2.328	2.301	2.154	1.990	1.868	23.679
Vsota sedanjih vrednost denarnih tokov	10.640					
Sedanja vrednost preostale vrednosti	23.679					
Vrednost celotnega kapitala (EV)	34.319					
Finančne obveznosti	-37.674					
Denarna sredstva	71					
Finančne naložbe	13.045					
Rezervacije	-503					
SKUPAJ	-25.061					
Vrednost 100% lastniškega kapitala ob predpostavki popolne tržljivosti	9.258					
Diskont za pomanjkanje tržljivosti	20 %					
Vrednost 100% lastniškega kapitala z upoštevanjem diskonta pomanjkanje tržljivosti	7.406					

Vir: Podatkovna baza Damodaran GVIN, 2016.

Tako ocenjena vrednost 100% lastniškega kapitala družbe Goričane, z upoštevanjem 20% diskonta za tržljivost znaša 7.406 tisoč EUR.

V nadaljevanju bo predstavljen razpon ocenjene vrednosti glede na višino diskontne stopnje (WACC) in dolgoročno stopnjo rasti.

Tabela 13: Analiza občutljivosti ocenjene vrednosti na dolgoročno stopnjo rasti in diskontno stopnjo

Analiza občutljivosti				
WACC	Dolgoročna stopnja rasti			
	1,00 %	1,50 %	2,00 %	3,00 %
8,99 %	8.262	9.639	11.213	15.149
9,49 %	6.636	7.830	9.183	12.514
9,99 %	5.191	6.233	7.406	10.256
10,49 %	3.898	4.815	5.839	8.299
10,99 %	2.735	3.545	4.446	6.586

Vir: Podatkovna baza Damodaran; GVIN, 2016.

S pomočjo analize občutljivosti je določen razpon ocenjene vrednosti. Tako ocenjena vrednost 100% lastniškega kapitala družbe Goričane, z upoštevanjem diskonta za tržljivost, znaša med 7.406 tisoč EUR in 7.830 tisoč EUR.

Preostalo vrednost smo izračunali s pomočjo metode kapitalizacije bodočih denarnih tokov in Gordonovega modela rasti.

V nadaljevanju je predstavljena formula za izračun Gordonovega modela rasti modela rasti (Pratt et al., 2000, str. 219):

$$TV = ((En * (1+g) * (1+d)^{0,5}) / (d-g)) / (1+d)^n \quad (20)$$

kjer je:

TV = preostala vrednost;

En = normaliziran denarni tok na koncu napovedanega obdobja;

d = diskontna stopnja (WACC);

g = dolgoročna stopnja rasti normaliziranega denarnega toka.

Vrednost dobljeno po metodi diskontiranja bodočih denarnih tokov smo prilagodili za diskont za tržnost v višini 20 %. Diskonta za kontrolo nismo aplicirali, saj ocenjujemo večinski 100 % delež.

Razlika med vrednostjo za manjšinskega ali večinskega lastnika je v projekciji oziroma napovedi čistega denarnega toka, ki lahko temelji na predpostavkah za obvladujočega ali manjšinskega lastnika. Razlika je v števcu in ne imenovalcu osnovne formule za diskontiranje (Praznik, 2004, str. 75).

Diskont za pomanjkanje kontrole je torej odvisen od narave projekcij in se izračuna po naslednji formuli (Pratt, 2001, str. 21):

$$\text{Manjšinski delež} = 1 - (1 / (1 + \text{Premija za kontrolo})) \quad (21)$$

Diskont za pomanjkanje tržnosti navadno apliciramo za deleže družb, ki niso prosto tržne na organiziranem trgu kapitala oziroma imajo druge vrste omejitev glede prodaje deležev tretji osebi. Te omejitve so navadno razvidne iz ustanovnih listin.

Dve seriji podatkov navadno uporabljamo za opredeljevanje razlike med ceno prosto tržljivih delnic in ceno delnic, ki niso prosto razpoložljive za trgovanje:

- raziskave restriktivnih delnic, s katerimi za določen čas ni mogoče trgovati na odprtem trgu;
- raziskave začetnih javnih ponudb (IPO).

Nekatere najbolj znane tovrstne raziskave glede restriktivnih delnic so naslednje (Praznik, 2004, str. 108):

- SEC Institutional Investor study s povprečnim odbitkom 25,8 %;
- German study s povprečnim odbitkom 33 %;
- Trout study s povprečnim odbitkom 33,45 %;
- Moroney study s povprečnim odbitkom 35,6 %;
- Maher Study s povprečnim odbitkom 35 %;
- Standard Research Consultants Study z odbitkom 45 %;
- Willamette Management Associates Study s povprečnim odbitkom 31,2 %;
- Silber Study s povprečnim odbitkom 34 %;
- FMV Opinions, Inc. Study s povprečnim odbitkom 23 %.

Ko opredeljujemo konkreten odbitek zaradi pomanjkanja tržnosti pri ocenjevanju netržnih manjšinskih deležev, moramo poleg statističnih osnov upoštevati še naslednje dejavnike (Praznik, 2004, str. 111):

- pravica do prodaje pod vnaprej znanimi pogoji (put rights), ki vpliva na večjo možnost prodaje in nižjo velikost diskonta za tržnost;
- zgodovina izplačevanja dividend; dejstvo da so v preteklosti dividende izplačevali, vpliva na nižji diskont za tržnost;
- možni kupci (če je teh več, se tveganje prodaje zmanjša);

- velikost svežnja (večje svežnje manjšinskih deležev je težje prodati kot manjše zaradi zahtevnega financiranja);
- možnost za uvrstitev na borzo (če je večja, je diskont nižji);
- dostopnost do informacij (večja dostopnost in zanesljivost informacij vpliva na nižji diskont);
- statutarna ali zakonska določila, ki omejujejo prenosljivost delnic, bodo zahtevala večji diskont.

Odbitek za pomanjkanje tržnosti pri ocenjevanju vrednosti, ki veljajo za manjšinski delež v lastniškem kapitalu, je običajno velik (med 20 % in 50 %), torej večji kot pri večinskem deležu.

Ocenjeno vrednost 100 % lastniškega kapitala družbe Goričane bomo izračunali še na podlagi metode primerljivih podjetij. Slednje smo dobili s pomočjo podatkovne baze Bloomberg.

Metoda primerljivih na borzo uvrščenih podjetij za slovenska podjetja večkrat lahko uporabljamo le v omejenem obsegu, saj obstaja velika razlika med mednarodnimi podjetji in majhnimi slovenskimi podjetji. Pri tem je bistvenega pomena, da zadostimo sodilu primerljivosti. V zadnjih letih se čedalje bolj uveljavlja ocenjevanje na podlagi primerljivih na borzo uvrščenih podjetij, zato je pomembno, da razumemo korake, potrebne za ocenitev po tej metodi. Slabost te metode je ta, da velika večina podatkov ni prosto dostopnih, ampak je potrebno uporabiti baze podatkov, kot na primer Bloomberg, Reuters, Capital IQ. Določene podatke objavlja tudi Damodaran (Lušnic, 2006, str. 43).

Mnogokratnike prodaje (celotni kapital/prihodki) je smiselno izračunati, kadar ocenjujemo storitvena podjetja, katerih bistvena lastnost je stalnost kupcev. Prav tako jih lahko uporabimo, kadar se ocenjevano podjetje in primerljiva podjetja ne razlikujejo bistveno. Slabost tega mnogokratnika je, da ne zazna razlik v kapitalskih in stroškovnih strukturah (Lušnic, 2006, str. 58).

Mnogokratnike EBITDA lahko uporabimo za podjetja, ki delujejo v različnih zemljepisnih okoljih, katerih usmeritve glede amortizacije niso primerljive z ocenjevanim podjetjem in se med seboj razlikujejo po sestavi kapitala in sredstev (Lušnic, 2006, str. 58).

Prav tako so za različna zemljepisna področja uporabni mnogokratniki EBIT, vendar pa so občutljivi na spremembe v računovodskih politikah med posameznimi podjetji, predvsem kar se tiče amortizacije (Lušnic, 2006, str. 58).

Mnogokratnik čistega dobička (lastniški kapital/čisti dobiček) je prav tako občutljiv na razlike v računovodskih usmeritvah in davčnih predpisih ter politiki izplačila dividend.

Če imamo opravka z mednarodno skupino primerljivih podjetij, so najbolj uporabni mnogokratniki celotni kapital/EBIT in celotni kapital/EBITDA (Lušnic, 2006, str. 58).

Zaradi navedenega sem za ocenjevano podjetje tudi sama izračunala mnogokratnik EBITDA.

Kriteriji pri izbiri primerljivih podjetij so naslednji:

- panoga proizvodnja papirja;
- EBIT >0;
- Regija Evropa.

Pri določanju tržnih mnogokratnikov sem izhajala iz cen delnic primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo na datum vrednotenja, in jih primerjala s finančnimi podatki družbe Goričane.

Z množenjem mnogokratnikov celotni kapital/EBIT in celotni kapital/EBITDA ter EBIT in EBITDA dobimo ocenjeno izhodiščno vrednost celotnega kapitala družbe. Nato odštejemo dolg ter prištejemo denar in finančne naložbe ter dobimo vrednost lastniškega kapitala pred diskonti.

Z metodo primerljivih na borzo uvrščenih podjetij dobimo kot osnovo vrednost lastniškega kapitala za manjšinskega lastnika na popolnoma tržni osnovi, zato ni potrebna uporaba diskonta za tržnost (Lušnic, 2006, str. 59).

Na podlagi baze podatkov Bloomberg in Capital iq smo identificirali naslednja primerljiva podjetja:

Billerud AB Švedska;

UPM-Kymmene Finska;

Industrie holding Cham Švica;

Holmen AB Švedska.

Tabela 14: Opis primerljivih družb

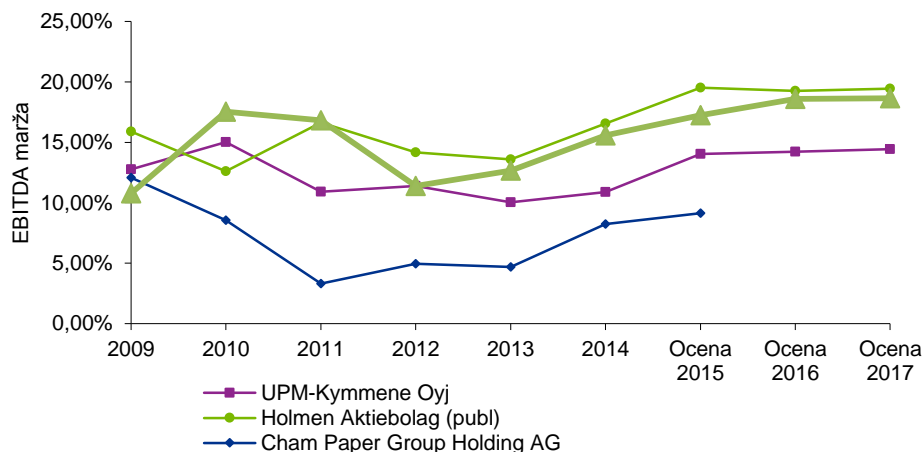
Naziv	Država	Opis
Billerud AB	Švedska	Billerud AB je švedsko podjetje, ki se ukvarja s proizvodnjo papirne kaše in papirja za embaliranje. Njihovi izdelki se v glavnem uporabljajo v farmaciji, prehrabni industriji, elektrotehnični industriji, kozmetični industriji, industriji bele tehnike (gospodinjskih aparatov), itd.
UPM-Kymmene	Finska	UPM-Kymmene je globalna skupina, ki proizvaja in tiska papir ter izdeluje različne proizvode iz lesa. Njihovi glavni izdelki so papir za tiskanje revij in časopisov, posebni papirji ter proizvodi iz lesa. UPM ima svoje tovarne v 15 različnih državah sveta, glavne med njimi pa so na Finskem, v Nemčiji, Franciji, Veliki Britaniji, Avstriji, ZDA, Kanadi in na Kitajskem.
Industrien holding Cham AG	Švica	Holding, ki se preko svojih podružnic specializira na dve področji, in sicer posebne vrste papirja in nepremičnine. Podjetje, ki se ukvarja s proizvodnjo papirnih izdelkov se imenuje Cham Paper Group. Proizvodne zmogljivosti obsegajo 4 papirne stroje (mline), in sicer v Švici, v Italiji in na Norveškem.
Holmen AB	Švedska	Družba proizvaja les in izdeluje papir ter papirne izdelke. Glavni proizvodi so papir za časopise, revije, zbornike, oglaševanje ter izdelki iz papirja za pakiranje in grafično oblikovanje.

Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2016; GVIN, 2016.

Izbrana podjetja, ki smo jih identificirali, sicer poslujejo v isti panogi kot Goričane d.d., vendar pa so Goričane specializirane v proizvodnji nizko-gramskega brezlesnega papirja, zato je zelo težko identificirati popolnoma primerljivo družbo, ki bi bila uvrščena na trg vrednostnih papirjev. Sicer sem izbrala najbolj optimalen možen izbor podjetij.

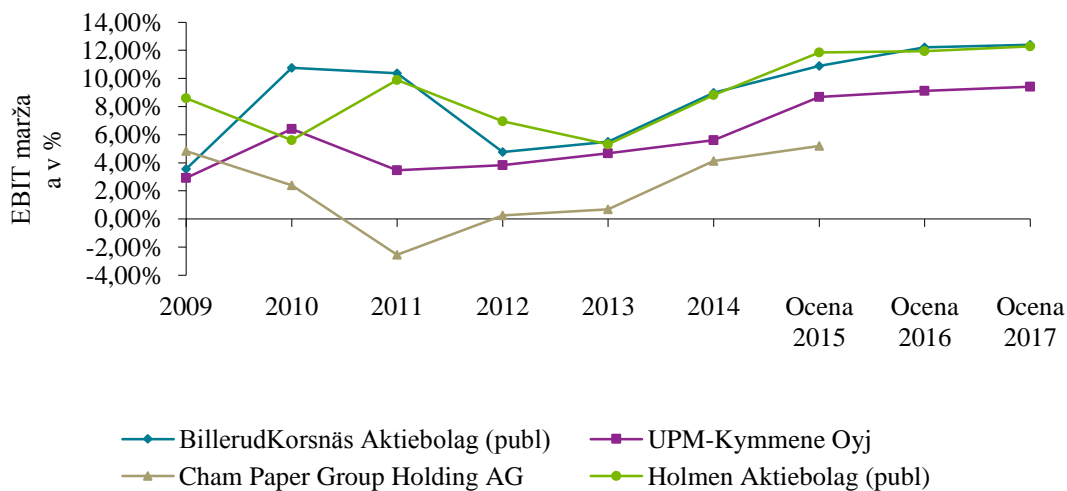
Goričane so glede na ustvarjene prihodke tudi manjše od drugih podjetij in delujejo predvsem na slovenskem in evropskem trgu.

Slika 12: Gibanje EBITDA marž primerljivih na borzo uvrščenih podjetij v obdobju 2009-2014 ter ocena 2015-2017



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2016; GVIN, 2016.

Slika 13: Gibanje EBIT marž primerljivih na borzo uvrščenih podjetij v obdobju 2009-2014 ter ocena 2015-2017



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2016; GVIN, 2016.

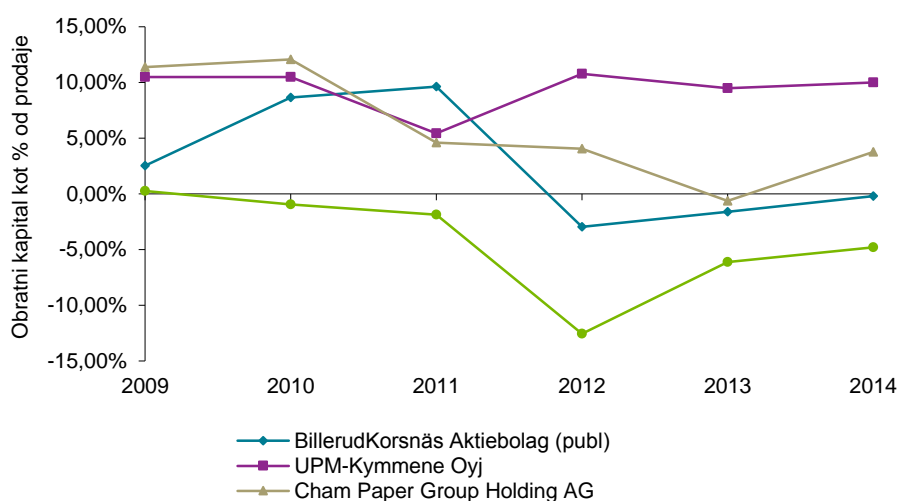
Goričane imajo v letu 2014 6,2 % EBITDA maržo, v letih 2015–2016 pa med 6,4 % in 6,6 % EBITDA maržo. Mediana EBITDA marž primerljivih podjetij za obdobje 2009-2014 pa je višja nekoliko višja in znaša med 11,3 % in 13,8 % prihodkov.

Iz Slike 12 je razvidno, da ima v letu 2014 najvišjo, 16,5-odstotno EBITDA maržo podjetje Holmen najnižjo pa Cham paper (8,2-odstotno).

Goričane imajo v letu 2014 2,7 % EBIT maržo, v letih 2015-2016 pa med 2,9 % in 3,2 % EBIT maržo. Mediana EBIT marž primerljivih na borzo uvrščenih podjetij za obdobje 2009-2014 pa je višja nekoliko višja in znaša med 4,2 % in 6,7 % prihodkov.

Iz Slike 13 je razvidno, da ima v letu 2014 najvišjo, 8,9-odstotno EBIT maržo podjetje Billerud, najnižjo pa Cham Paper Industrie holding in sicer 4,1-odstotno.

Slika 14: Gibanje obratnega kapitala izraženega kot % od prodaje primerljivih na borzo uvrščenih podjetij v obdobju 2010-2014



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2016; GVIN, 2016.

Obratni kapital družbe Goričane je v letu 2014 predstavljal -1,3 % poslovnih prihodkov, v letih 2011-2014 se je gibal med 5,7 % in -1,3 % prodaje. Mediana obratnega kapitala izraženega kot % od poslovnih prihodkov je za primerljiva podjetja v obdobju 2010-2014 znašala med -0,7 % in 10,5 % prihodkov.

Iz Slike 14 je razvidno, da ima v letu 2014 najvišji obratni kapital izražen kot % od prodaje podjetje UPM-Kymenne (10,0 %), najnižjega pa Holmen AB in sicer -4,8 %-odstotni obratni kapital.

Ocene o poslovanju primerljivih podjetij so dobljene iz podatkovne baze Bloomberg.

Mnogokratniki EBIT in EBITDA so izračunani na podlagi finančnih podatkov za zgoraj izbrane družbe.

Mnogokratniki lahko ocenjevalec dobi tudi na spletni strani Damodaran, kjer so objavljeni podatki o mnogokratnikih za posamezne panoge.

Na podlagi baze podatkov smo pridobili sledeče mnogokratnike primerljivih družb.

Tabela 15: Ključni finančni podatki primerljivih družb

Ključni finančni podatki primerljivih podjetij									
Družba	Država kotacije	Valuta	Cena na dan 31. 12. 2014	EBITDA marža (%)	EBIT marža (%)	Investicije / Prihodki	Dolg / Tržna kap.	Obratni kapital / Prihodki	Dolg / Knjigov. vrednost kapitala
Billerud	Švedska	SEK	112,5	15,6	9,0	(6,6) %	30,5 %	(0,2) %	66,2 %
UPM-Kymmene	Finska	EUR	13,6	10,9	5,6	(3,8) %	46,3 %	10,0 %	45,0 %
Cham Paper Group	Švica	CHF	241,0	8,2	4,1	(6,1) %	19,4 %	3,8 %	32,3 %
Holmen	Švedska	SEK	266,1	16,5	8,8	(4,5) %	25,8 %	(4,8) %	27,5 %

Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2016; GVIN.

Na podlagi mnogokratnikov smo izračunali 100 % ocenjeno vrednost družbe Goričane na dan 31. 12. 2014. Ker z uporabo metode na borzi primerljivih podjetij pridemo do manjšinskega deleža na popolnoma tržni osnovi smo aplicirali premijo za obvladljivost v višini 20 %.

Tabela 16: Razpon ocenjene vrednosti po metodi primerljivih na borzo uvrščenih družb

Vrednost 100 % deleža razpon			
000 EUR	31.12.2014	Ocena 2015	Ocena 2016
Zgornja meja	13.043	7.369	6.524
Spodnja meja	11.838	6.201	6.348

Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2016; GVIN, 2016.

Razpon ocenjene vrednosti z uporabo metode na borzi primerljivih podjetij ob upoštevanju 20 % premije za obvladljivost znaša med 6.348 tisoč EUR in 7.369 tisoč EUR. Povprečje razpona ocenjenih vrednosti pri metodi primerljivih na borzi uvrščenih podjetij znaša 8.554 tisoč EUR.

Ocenjena vrednost je po metodi primerljivih podjetij nekoliko višja kot po metodi diskontiranega denarnega toka. Primerljiva podjetja delujejo na drugih trgih, imajo drugačne

prodajne poti in so neprimerljivo večja. Po metodi diskontiranega denarnega toka znaša vrednost naložbe v Goričane med 7.406 in 7.830 tisoč EUR.

Na podlagi javno dostopnih podatkov, smo napravili izračun poštene vrednosti finančne naložbe, ki nima aktivnega oziroma delujočega trga, saj ne kotira na borzi. Izračunali smo novo pošteno vrednost naložbe, ki presega v računovodskih izkazih izkazano pošteno vrednost. Podjetje ima naložbo izkazano po poštenu vrednosti skozi izkaz poslovnega izida. Potrebno je prevrednotiti naložbo na novo pošteno vrednost.

Izračun po metodi primerljivih na borzo uvrščenih podjetij je podrobneje prikazan v tabeli v nadaljevanju.

Tabela 17: Ocenjena vrednost po metodi primerljivih na borzo uvrščenih družb

Družba	Valuta	Tržna kapitalizacija (mio)	Vrednost celotnega kapitala/ EBITDA		
			12/2014	FY 2015	FY 2016
			Billerud	SEK	23.263.668,0
UPM-Kymmene	EUR	7.266.337,6	7,7x	5,9x	5,7x
Cham Paper Group Holding	CHF	179.419,7	9,9x	7,8x	n/a
Holmen	SEK	22.351.378,2	9,7x	8,4x	8,3x
Vsa primerljiva podjetja					
Najvišja vrednost			9,9x	8,4x	8,3x
Povprečje			9,0x	7,3x	7,0x
Mediana			9,3x	7,6x	6,9x
Najnižja vrednost			7,7x	5,9x	5,7x
Standardni odklon			1,0	1,1	1,3
Koeficient variacije			0,1	0,1	0,2
Razpon vrednosti					

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		Vrednost celotnega kapitala/EBITDA			
		Tržna kapitalizacija		EBITDA	
Družba	Valuta	(mio)	12/ 2004	FY 2015	FY 2016
Spodnja meja			9,0x	7,3x	6,9x
(v milijonih, razen na delnico)					
Finančni podatki družbe (EBITDA)			3,9	4,1	4,4
Vrednost celotnega kapitala					
Zgornja meja			35,9	31,2	30,5
Spodnja meja			34,9	30,2	30,4
Prilagojeni neto dolg					
			25,1		
Vrednost lastniškega kapitala na dan 31. 12. 2014					
Zgornja meja			10,9	6,1	5,4
Spodnja meja			9,9	5,2	5,3
Plus: Premija za kontrolo					
			20 %		
Minus: Diskont za pomanjkanje tržljivosti					
			0 %		
Vrednost lastniškega kapitala na dan 31. 12. 2014					
Zgornja meja			13,0	7,4	6,5
Spodnja meja			11,8	6,2	6,3

Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2016; GVIN, 2016.

SKLEP

Z razvojem računovodskih standardov se je računovodstvo čedalje bolj začelo približevati konceptu poštene vrednosti in se odmikati od modela nabavne vrednosti.

Leta 2018 bo začel veljati IFRS 9, po katerem bodo naložbe razvrščene v tri skupine, med katerimi bodo v prvi skupini finančne naložbe po poštenu vrednosti skozi izkaz poslovnega izida, v drugi skupini bodo finančne naložbe, merjene po odplačni vrednosti, v tretji skupini pa finančne naložbe, merjene skozi drugi vseobsegajoči donos. Uvedba IFRS 9 pomeni še nadaljnji korak približevanju poštenu vrednosti (International Accounting Standards Board, 2011b).

Mnogi kritiki poštene vrednosti zagovarjajo model nabavne vrednosti, čeprav tudi model nabavne vrednosti v veliko primerih ni ustrezen, saj ne odraža notranje vrednosti. Trdijo, da je koncept poštene vrednosti procikličen in zaostruje nihanja. Prav tako se pojavlja težava transakcijskih stroškov in omejitev glede arbitraže, vedenja vlagateljev in njihove neracionalnosti.

Kritiki računovodstva poštene vrednosti (angl. *fair value accounting*) še trdijo, da je ravno računovodstvo poštene vrednosti veliko pripomoglo h gospodarski krizi. Poštene vrednosti so lahko izkrivljene zaradi neučinkovitosti trgov, neracionalnosti vlagateljev ali likvidnostnih težav, prav tako so vprašljivi modeli vrednotenja. Težava koncepta poštene vrednosti je tudi ta, da se vodstvo podjetij velikokrat poskuša izogniti potrebnim slabitvam.

Po drugi strani zagovorniki poštene vrednosti trdijo, da so na podlagi koncepta poštene vrednosti izgube prej priznane, kar prisili banke, da pravočasno izvedejo določene ukrepe, s čimer preprečijo še večjo gospodarsko krizo (Laux & Leuz, 2009).

Seveda pa je pošteno vrednost težko določiti, zato se v podjetjih izogibajo vrednotenju finančnih sredstev po poštenu vrednosti, saj je to težko določiti, če trg za delnico ni aktiven ali nedelujoč (3. raven hierarhije poštene vrednosti). Takrat podjetja uporabljajo tehnike vrednotenja s pomočjo internega ocenjevalca ali pa za to najamejo zunanje svetovalce. Ocene vrednosti so zelo različne in velikokrat subjektivne s strani ocenjevalcev vrednosti. Revizor pa mora presoditi, če so predpostavke glede planiranih izkazov in diskontna stopnja ustrezni.

Aktivnost oziroma učinkovitost trgov je raziskoval že Fama leta 1969. Ugotovil je, da na popolno učinkovitem trgu ni transakcijskih stroškov; informacije so na voljo vsem udeležencem na trgu brezplačno; vsi udeleženci se strinjajo s porazdelitvijo prihodnjih cen vrednostnih papirjev. Ker trg nove informacije takoj absorbira, dolgoročno ni mogoče imeti veliko višjih donosov od tržnih, zato tudi ne velja tehnična analiza in napovedovanje prihodnjega gibanja cen z odčitavanjem grafov.

Nasprotniki so z vrsto raziskav dokazali, da to ni tako, zato se je razvila cela vrsta kritik; najbolj znane med njimi so zagotovo t. i. vedenjske finance, ki nasprotujejo razlagi učinkovitih trgov in ponujajo teorijo zglede, ki vključuje hevristično vodene pristranskosti vlagateljev.

Pri določanju aktivnosti kapitalskega trga je bilo izvedenih že veliko statističnih raziskav, med drugim tudi za Slovenijo. Na podlagi raziskav je bilo ugotovljeno, da je slovenski trg zaradi svoje majhnosti zelo slabo likviden. Kot likvidne delnice lahko opredelimo le nekaj delnic iz prve kotacije, s katerimi trgujejo neprekinjeno. Za vse ostale je že vprašljivo, če borzna cena odraža pošteno vrednost.

Na podlagi javno dostopnih podatkov smo napravili izračun poštene vrednosti finančne naložbe, ki nima aktivnega oziroma delujočega trga, saj ne kotira na borzi. Vrednost naložbe v družbo Goričane (100 % delež) ima v svojih izkazih družba X evidentirano po pošteni vrednosti v višini 6.200 tisoč EUR. Novo pošteno vrednost smo ocenili v razponu med 7.406 in 7.830 tisoč EUR po metodi diskontiranega denarnega toka in v razponu med 6.348 in 7.369 tisoč EUR po metodi primerljivih na borzo uvrščenih podjetij. Izračunali smo novo pošteno vrednost naložbe, ki presega v računovodskih izkazih izkazano pošteno vrednost. Podjetje ima naložbo izkazano po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida. Treba je prevrednotiti naložbo na novo pošteno vrednost.

LITERATURA IN VIRI

- 1 Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2014a). *Poročilo o delu za leto 2014*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
- 2 Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2014b). *Poročilo o stanju in razmerah na trgu vrednostnih papirjev v letu 2014*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
- 3 Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2016). *Likvidne delnice*. Najdeno 2. junija na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/default.aspx?id=311>
- 4 Aver, B., Petrič, M., & Zupančič, B. (2000). *Učinkovitost trga kapitala*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- 5 Banka Slovenije. (2013). *Pismo vsem bankam in hranilnicam z dne 13. december 2013*. Ljubljana: Banka Slovenije.
- 6 Banka Slovenije. (2015a). *Smernice za oblikovanje oslabitev oziroma rezervacij za izpostavljenosti do prestrukturiranih komitentov z dne 12. november 2015*. Ljubljana: Banka Slovenije.
- 7 Banka Slovenije. (2015b). *Sklep Banke Slovenije o minimalnih zahtevah za zagotavljanje ustrezne likvidnostne pozicije bank in hranilnic z dne 7. julija 2015*. Ljubljana: Banka Slovenije.
- 8 Banka Slovenije. (2016). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
- 9 Berk Skok, A. (2010). *Poslovanje institucij trga kapitala in priložnosti za razvoj trga kapitala*. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
- 10 Black, F. (1971). Toward a Fully Automated Stock Exchange. *The Financial Analysts Journal*, 27(4), 28–35.
- 11 Chen, N., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic Forces and the Stock Market. *The Journal of business*, 59(3), 383–403.
- 12 Clerc, L. (2008). Valuation and fundamentals. *Financial stability review*. Najdeno 2. junija 2016 na spletnem naslovu https://www.banquefrance.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/rsf_1008.pdf#page=35
- 13 Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. A user's manual. (2nd ed.). b. k. John Wiley & Sons, Inc. Najdeno na spletnem naslovu <http://www.drsontakke.com/wp-content/uploads/2014/12/Valuation.pdf>
- 14 Degutis, A., & Novickyte, L. (2014). The Efficient Market Hypotesis: A Critical Review of Literature and Methodology. *Ekonomika*, 93(2), 7–23.

- 15 Deloitte. (2011). *Summary guidance and practical tips for IFRS 13 – Fair Value Measurement*. Canada: Deloitte.
- 16 Deželan, S. (1999). *Efficiency of the Slovenian capital market*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- 17 European Securities and Markets Authority. (2016). *Shares admitted to trading on EU Regulated markets*. Najdeno 22. julija 2016 na spletnem naslovu http://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mif_id_sha
- 18 Fama, E. F. (1969). Efficient capital markets: A Review of Theory and Empirical work. *The Journal of finance*, 25(2), 383–417.
- 19 Fama, E. F. (1970). A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of finance*, 25(2), 383–417.
- 20 *Finančni podatki družb*. Najdeno 5. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com>
- 21 Foye, J., Mramor, D., & Pahor, M. (2013). The Persistence of Pricing Inefficiencies in the Stock Markets of the Eastern European EU Nations. *The Economic and Business Review*, 15(2), 113–133.
- 22 Goodhart, C. (2008). Liquidity risk management. *Banque the France Financial Stability Review No. 11*, 39–42.
- 23 Goričane d.d. (2010). *Letno poročilo družbe Goričane d.d. za leto 2010*. Najdeno 2. junija na spletnem naslovu <http://www.goricane.si>
- 24 Goričane d.d. (2012). *Letno poročilo družbe Goričane d.d. za leto 2012*. Najdeno 2. junija na spletnem naslovu <http://www.goricane.si>
- 25 Goričane d.d. (2014). *Letno poročilo družbe Goričane d.d. za leto 2014*. Najdeno 2. junija na spletnem naslovu <http://www.goricane.si>
- 26 Grabowski, R. J., & Pratt, S. P. (2009). Cost of Capital in Valuation of Stock by the Income Approach: Updated for an Economy in Crisis. Najdeno 16. aprila 2016 na spletnem naslovu http://www.duffandphelps.com/sitecollectiondocuments/german_cost_capital.pdf
- 27 Grossman, S. J. (1995). Dynamic Asset Allocation and the Informational Efficiency of Markets. *The Journal of Finance*, 50(3), 773–787.
- 28 Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, 70(3), 393–407.
- 29 International Accounting Standards Board. (2009). *International Accounting Standard 36 Impairment of Assets*. London: International Accounting Standards Board.

- 30 International Accounting Standards Board. (2010). *International Accounting Standard 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement*. London: International Accounting Standards Board.
- 31 International Accounting Standards Board. (2011a). *International Financial Reporting Standard 7 Financial instruments: Disclosures*. London: International Accounting Standards Board.
- 32 International Accounting Standards Board. (2011b). *International Financial Reporting Standard 9 Financial instruments*. London: International Accounting Standards Board.
- 33 International Accounting Standards Board. (2011c). *International Financial Reporting Standard 13 Fair value measurement*. London: International Accounting Standards Board.
- 34 International Federation of Accountants. (2009a). *Mednarodni standard revidiranja 620 Uporaba dela revizorjevega veščaka*. London: International Federation of Accountants.
- 35 International Federation of Accountants (2009b). *Mednarodni standard revidiranja 540 Revidiranje računovodskih ocen, vključno z računovodskimi ocenami poštene vrednosti in z njimi povezanih razkritij*. London: International Federation of Accountants.
- 36 International Valuation Council. (2013). *International Valuation Standards*. London: International Valuation Council.
- 37 Jagrič, T., Hribernik, T., & Stajniko, V. (2006). Hipoteza učinkovitega trga: Delovanje mehanskih trgovalnih sistemov na primeru Stockholm Stock Exchange. *Naše gospodarstvo*, 52(1–2), 50–57.
- 38 Jagrič, T., Podobnik, B., & Kolanovič, M. (2005). Does the Efficient Market Hypothesis Hold? Evidence from Six Transition Economies. *The Eastern European Economics*, 43(4), 79–103.
- 39 Kahneman, D., Twersky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *The Econometrica*, 47(2), 263–291.
- 40 Kellogg School of Management. Najdeno 29. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/papanikolaou/html/finc460/ln/lecture6.pdf>
- 41 Köke, J. F. (1999). *Institutional investment in Central and Eastern Europe: Investment Criteria of Western Portfolio Managers*. Mannheim: Center for European Economic Research.

- 42 Kosi, M. (2005). *Vloga ocenjevalcev vrednosti podjetij pri ocenjevanju vrednosti za računovodsko poročanje*. Ljubljana: Zbornik Slovenskega inštituta za revizijo, Konferenca ocenjevalcev vrednosti 2005.
- 43 Laux, C., & Leuz, C. (2009). *The Crisis of Fair Value Accounting: Making Sense of the Recent Debate*. Chicago: The University of Chicago Booth School of Business & Goethe University Frankfurt.
- 44 Lazar, D., & Ureche, S. (2007). *Testing Efficiency of the Stock market in Emerging Economies*. Romania: Babes-Bolyai University, Faculty of Economics and Business Administration.
- 45 Levine, R., & Zevros, S. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *The American Economic Review*, 88(3), 537–556.
- 46 Ljubljanska borza d.d. (2014). *Navodila za indeks, kriterije likvidnosti, tečajnico in druge statistike z dne 12. marec 2014*. Najdeno 22. junija 2016 na spletnem naslovu http://www.ljse.si/media/Attachments/Oborzi/PRAVILA_NAVODILA/Navodila_in_deks_12mar2014_final.pdf
- 47 Ljubljanska borza d.d. (2015). *Kriteriji likvidnosti, ki veljajo po 1. 10. 2015*. Najdeno 22. junija na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=8188>
- 48 Ljubljanska borza d.d. (2016a). *Letni statistični podatki*. Najdeno 22. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1595>
- 49 Ljubljanska borza d.d. (2016b). *Sestava indeksov*. Najdeno 21. marca 2016 na spletnem naslovu http://www.ljse.si/media/Attachments/Indeksi/SLO/2016/SBITOP_sestava_20160321.pdf
- 50 Lušnic, K. (2006). Uporaba metode primerljivih podjetij na borzi pri ocenjevanju vrednosti podjetij. *Revizor* (9), 41–60.
- 51 Lušnic, K. (2009). *Ocenjevanje vrednosti za namen računovodskega poročanja*. Ljubljana: Zbornik 12. letne konference računovodij.
- 52 Mard, M. J., Hitchner, R. J., & Hyden, S. D. (2007). *Fair Value Measurements and Reporting, Intangible Assets, Goodwill and Impairment*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- 53 Mörec, B. (2013a). *Prosojnice Mednarodni standardi računovodskega poročanja – Računovodsko evidentiranje finančnih instrumentov po novem*. Ljubljana: Zavarovalniško združenje.
- 54 Mörec, B. (2013b). *Prosojnice MSRP – Kje utegne zavarovalnice resnično boleti glava?* Ljubljana: Zavarovalniško združenje.
- 55 Mramor, D. (2000). *Vloga in pomen trga kapitala*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.

- 56 Odar, M. (2009). *Računovodska vprašanja povezana z oslavitvijo sredstev*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
- 57 Omay, N. C., & Kardagli, E. C. (2010). *Testing Weak Form Market Efficiency for Emerging Economies: A Nonlinear Approach*. Ankara. Cankaya University Department of Economics.
- 58 Pilbeam, K. (2010). *Finance & Financial Markets*. London: Palgrave.
- 59 Podatki Bloomberg. Najdeno 2. junija 2016 v podatkovni bazi Bloomberg.
- 60 Podatki Capital IQ. Najdeno 2. junija 2016 v podatkovni bazi Bloomberg.
- 61 Podatki o gibanju evropskih indeksov Yahoo. Najdeno 24. junija 2016 na spletnem naslovu <https://in.finance.yahoo.com/intlindices?e=europe>
- 62 Podatkovna baza Damodaran. Najdeno 2. junija 2016 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- 63 Podatkovna baza GVIN. Najdeno 22. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.gvin.com>
- 64 Pratt, S. P. (2001). *Business Valuation Discounts and Premiums*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- 65 Pratt, S. P., Reilly, R. F. & Schweihs, R. P. (2000). *Valuing a business, The analysis and appraisal of closely held companies* (4th ed.). Chicago: Irwin Professional Publishing.
- 66 Praznik, B. (2004). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij* (3th ed.). Ljubljana: Strokovna zbirka Slovenskega inštituta za revizijo.
- 67 Praznik, B. (2005). *Ocenjevanje vrednosti poslovnih bank z uporabo modela diskontiranega denarnega toka* (magistrsko delo). Maribor: Ekonomsko poslovna fakulteta.
- 68 Rosch, G. C. (2012). *Market Liquidity An empirical analysis of the impact of the financial crisis, ownership structures and insider trading*. München: Technische Universität München.
- 69 Ryan, G. S. (2008). *Accounting in and for the Subprime Crisis*. New York: New York University & Stern School of Business.
- 70 Schleifer, A., & Summers, L. H. (1990). The Noise Trader Approach to Finance. *The Journal of Economic Perspectives*, 4(2), 19–33.
- 71 Shiller, R. J. (2003). From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 83–104.
- 72 Simoneti, M. (2010). *Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi: končno poročilo*. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.

- 73 Slovenska odškodninska družba d.d. (2011). *Letno poročilo družbe Slovenska odškodninska družba za leto 2011*. Najdeno 2. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.gvin.si>
- 74 *Slovenski računovodski standardi 2016*. (2016). Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
- 75 Slovenski računovodski standardi. (2016). *Uradni list RS* št. 95/2015 z dne 10. december 2015.
- 76 Society of Actuaries. (2009). Fair Value Accounting: Trouble-maker or Life-saver. *The Financial Reporter, Issue No. 76*, 4–7.
- 77 Šušteršič, J. (2010). *Slovenski razvojni model in nerazvitost trga kapitala*. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
- 78 The World Bank. (2016). *Kazalniki*. Najdeno 22. junija na spletnem naslovu <http://data.worldbank.org/indicator>.
- 79 Turk, I., Kavčič, S., Kokotec-Novak, M., Koželj, S., Melavc, D., & Odar, M. (2004). *Finančno računovodstvo (splošni del)*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo, 814 str.
- 80 UMAR. (2016a). *Ekonomsko ogledalo – januar 2016*. (2016). Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
- 81 UMAR. (2016b). *Pomladna napoved gospodarskih gibanj 2016*. Ljubljana: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.
- 82 Uredba komisije (ES) št. 1287/2006 z dne 10. avgusta 2006 o izvajanju Direktive 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z obveznostmi vodenja evidenc za investicijske družbe, poročanjem o transakcijah, tržno preglednostjo, sprejemanjem finančnih instrumentov v trgovanje in pojmi opredeljenimi v direktivi. *Uradni list Evropske unije* št. L 241, zvezek 49.
- 83 Uredba komisije (ES) št. 39/2004 z dne 21. aprila 2004 o trgih finančnih instrumentov in o spremembah direktiv Sveta 85/611/EGS, 93/6/EGS in Direktive 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter o razveljavitvi Direktive Sveta 93/22/EGS. *Uradni list Evropske unije* št. L 145.
- 84 Uredba komisije (EU) št. 600/2014 z dne 15. maja 2014 o finančnih o trgih finančnih instrumentov in spremembi Uredbe (EU) št. 648/2012. *Uradni list Evropske unije* št. L 173, zvezek 84.
- 85 Uredba komisije (EU) št. 65/2014 z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU. *Uradni list Evropske unije* št. L 173, zvezek 349.

86 Vinals, J. (2008). Improving fair value accounting. *Financial stability review*.
Najdeno 2. junija 2016 na spletnem naslovu
[https://www.banquefrance.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/
Revue_de_la_stabilite_financiere/rsf_1008.pdf#page=35](https://www.banquefrance.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/rsf_1008.pdf#page=35)

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Seznam pogosto uporabljenih kratic	1
Priloga 2: Razvrstitev vrednostnih papirjev in podrobnejši izračuni kriterijev likvidnosti Ljubljanske borze po 1.10.2015	2
Priloga 3: Merjenje finančnih naložb.....	3
Priloga 4: Makroekonomski podatki.....	4
Priloga 5: Analiza primerljivih podjetij	4
Priloga 6: Izkaz poslovnega izida	5
Priloga 7: Bilanca stanja družbe Goričane	6

Priloga 1: Seznam pogosto uporabljenih kratic

ATVPAgencija za trg vrednostnih papirjev

FASBFinancial Accounting Standards Board

IASBInternational Accounting Standards Board

IVSCIInternational Valuation Standards Council

LJSELjubljanska borza

MiFIDFinancial market Directive

MiFIRFinancial market Regulative

MRSMednarodni računovodski standardi

MSOVMednarodni standardi ocenjevanja vrednosti

MSRPMednarodni standardi računovodskega poročanja

Priloga 2: Razvrstitev vrednostnih papirjev in podrobni izračuni kriterijev likvidnosti Ljubljanske borze, ki veljajo po 1. 10. 2015

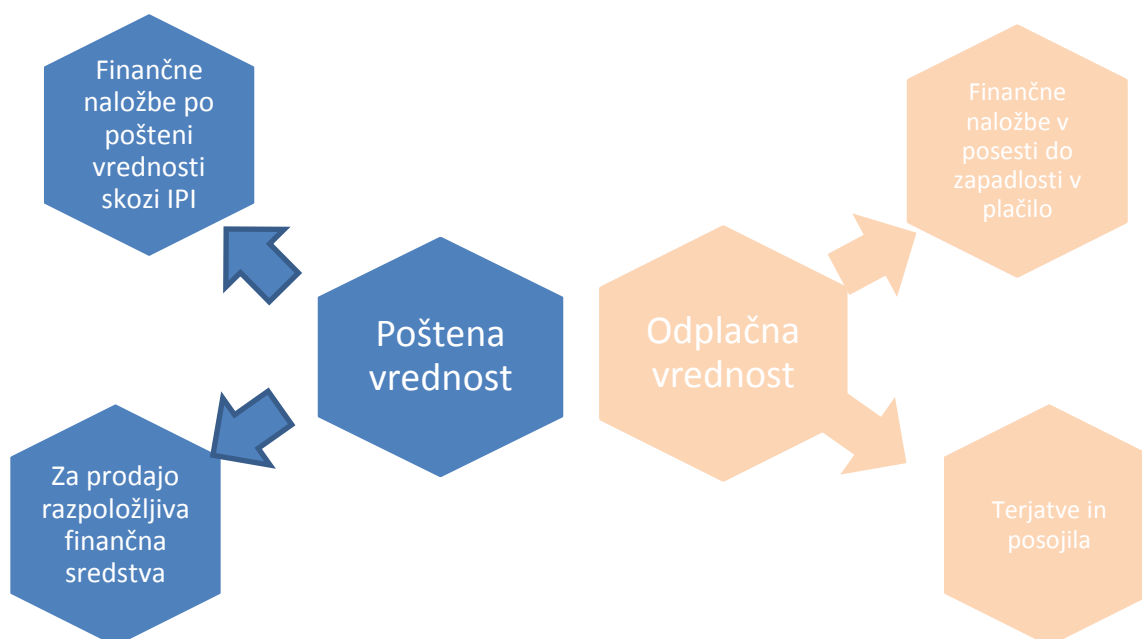
	Vrednostni papir	Povprečno dnevno število poslov	Povpr. dnevni vred. obseg prometa (v eur)	Trgovalni način
Prva kotacija	Gorenje	19	77.555	neprekinjeno
	Intereuropa	7	5.437	neprekinjeno
	Krka	55	455.169	neprekinjeno
	Luka koper	14	51.933	neprekinjeno
	Mercator	4	15.551	neprekinjeno
	Petrol	18	108.205	neprekinjeno
	Pozavarovalnica Sava	8	35.318	neprekinjeno
	Telekom Slovenije	24	144.178	neprekinjeno
	Zavarovalnica Triglav	21	112.409	neprekinjeno
Standardna kotacija	Delo prodaja	0	17	avkcija
	Istrabenz	2	203	avkcija
	Mlinotest	0	70	avkcija
	Kompas Mts	0	7	avkcija
	Nika	0	27	avkcija
	Pivovarna Laško	25	168.095	neprekinjeno
	Salus	2	5.704	neprekinjeno
	Sava	2	340	avkcija
	Terme Čatež	0	555	avkcija
	Unior	1	2.398	neprekinjeno
	Žito	10	26.588	neprekinjeno
	Vstopna kotacija	Ag	0	14.043
Alpetour potovalna agencija		3	20.065	avkcija
Cetis		0	67	avkcija
Cinkarna Celje		13	76.206	avkcija
Datalab tehnologije		0	1.082	avkcija
Grand hotel Union		0	396	avkcija
Gea		0	1.043	avkcija
Inles		0	77	avkcija
Intertrade Ita		0	0	avkcija
Javor pivka		0	0	avkcija
Kd group		1	1.472	avkcija
Ks naložbe		1	9	avkcija
Melamin		0	289	avkcija
Modra linija holding		1	205	avkcija
M1		0	12	avkcija
Nama		0	2	avkcija

..

	Vrednostni papir	Povprečno dnevno število poslov	Povpr. dnevni vred. obseg prometa (v eur)	Trgovalni način
Vstopna kotacija	Plama pur	0	0	avkcija
	Prva group	0	23	avkcija
	Zdravilišče Rogaška prednostne	0	0	avkcija
	Zdravilišče Rogaška redne	0	0	avkcija
	Sivent	0	2	avkcija
	Kd	0	433	avkcija
	Alta skupina	0	39	avkcija
	Hram holding	0	145	avkcija
	Tekstina	0	5	avkcija
	Vipa holding	0	11	avkcija
	Terme Dobrna	0	23	avkcija

Vir: Ljubljanska borza, Kriteriji likvidnosti, ki veljajo po 1. 10. 2015, 2015.

Priloga 3: Merjenje finančnih naložb



Vir: B. Mörec, Prosojnice MSRP – Kje utegne zavarovalnice resnično boleti glava?, 2013b.

Priloga 4: Makroekonomski kazalci

Makroekonomski podatki za Republiko Slovenijo						
				Napoved	Napoved	Napoved
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Realna rast BDP v %	(1,0)	2,6	2,9	1,7	2,4	2,3
Inflacija v %	1,8	0,2	(0,5)	0,6	1,2	1,4
Stopnja brezposelnost (registrirana) v %	13,1	13,1	12,3	11,7	11,0	10,3
Realna rast izvoza v %	2,6	6,3	5,2	3,7	4,8	4,9
Realna rast uvoza v %	1,4	4,1	4,4	3,0	5,1	5,0
Realna rast investicij v osnovna sredstva v %	1,9	4,8	0,5	(3,0)	6,0	5,0
Zasebna rast potrošnje v %	(3,9)	0,3	1,7	2,1	1,7	1,7
Državna rast potrošnje v %	(1,1)	(0,5)	0,7	0,9	0,2	0,1

Vir: Pomladna napoved gospodarskih gibanj 2016; Ekonomsko ogledalo, 2016

Priloga 5: Analiza primerljivih podjetij

Družba (v mio EUR)	Tržna kap.	Prilagojen neto dolg	Prilagojena vrednost celotnega kapitala	EBITDA			EV/EBITDA		
				2015	2016	2017	2015	2016	2017
Billerud	23.263.668	5.605.000	28.868.668	3.895.782	4.167.969	4.311.570	7,4x	6,9x	6,7x
UPM-Kymmene	7.266.338	985.000	8.251.338	1.407.644	1.451.358	1.473.601	5,9x	5,7x	5,6x
Cham Paper Group	179.420	-3.156	176.264	22.730	0	0	7,8x	n/a	n/a
Holmen	22.351.378	3.996.000	26.347.378	3.152.756	3.186.834	3.226.942	8,4x	8,3x	8,2x
Najvišja vrednost							8,4x	8,3x	8,2x
Povprečje				2.119.728	2.201.540	2.253.028	7,3x	7,0x	6,8x
Mediana				2.280.200	2.319.096	2.350.271	7,6x	6,9x	6,7x
Najnižja vrednost							5,9x	5,7x	5,6x

Vir: Podatki Bloomberg, 2016; Capital IQ, 2016.

Priloga 6: Izkaz poslovnega izida

IZKAZ POSLOVNEGA IZIDA DRUŽBE GORIČANE				
v EUR	2011	2012	2013	2014
Poslovni prihodki	64.887	63.251	58.910	61.951
Čisti prihodki od prodaje	64.790	62.841	58.256	61.858
Sprememba vrednosti zalog proizvodov in nedokončane proizvodnje	-796	1.496	-1.498	553
Drugi poslovni prihodki	97	410	654	92
Kosmati donos od poslovanja	64.091	64.747	57.412	62.504
Poslovni odhodki	62.033	63.360	57.951	60.865
Stroški blaga, materiala in storitev	53.557	55.148	49.785	52.436
Nabavna vrednost prodanega blaga in materiala	4	15	73	12
Stroški porabljenega materiala	46.245	47.358	43.057	45.656
Stroški storitev	7.308	7.776	6.656	6.767
Stroški dela	5.130	5.172	5.107	5.386
Stroški plač	3.777	3.769	3.762	3.908
Stroški socialnih zavarovanj	695	691	616	626
Drugi stroški dela	658	712	729	852
Odpisi vrednosti	2.777	2.354	2.386	2.414
Amortizacija	2.340	2.202	2.244	2.225
Prevrednotovalni poslovni odhodki	437	152	141	189
Drugi poslovni odhodki	569	686	673	628
Izid pred davki, obrestmi in amortizacijo (EBITDA)	4.398	3.589	1.705	3.864
EBITDA marža	6,8%	5,7%	2,9%	6,2%
Poslovni izid iz poslovanja (EBIT)	2.058	1.387	-539	1.639
EBIT marža	3,2%	2,2%	-0,9%	2,6%
Finančni prihodki	676	599	665	425
Finančni prihodki iz deležev	7	12	35	30
Prihodki od obresti in drugi prihodki od financiranja	669	587	630	395
Finančni prihodki iz danih posojil	427	452	433	367
Finančni prihodki iz poslovnih terjatev	241	135	197	28
Finančni odhodki	2.236	1.818	2.044	2.384
Finančni odhodki iz oslabitve in odpisov finančnih naložb	62	0	0	538
Finančni odhodki za obresti in iz drugih obveznosti	2.173	1.818	2.044	1.846
Finančni odhodki iz finančnih obveznosti	1.710	1.744	1.979	1.521
Finančni odhodki iz poslovnih obveznosti	463	74	65	325
Drugi prihodki	24	171	35	19
Drugi odhodki	0	2	20	2
Celotni poslovni izid	522	337	-1.903	-303
Skupaj davki	10	86	-17	-414
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	511	252	-1.886	110

Vir: Podatkovna baza GVIN, 2016.

Priloga 7: Bilanca stanja družbe Goričane

BILANCA STANJA DRUŽBE GORIČANE				
v 000 EUR	2011	2012	2013	2014
Sredstva	83.377	83.099	78.688	79.887
Dolgoročna sredstva	52.679	52.131	50.413	58.410
Neopredmetena sredstva in dolgoročne aktivne časovne razmejitev	717	667	573	538
Dolgoročne aktivne časovne razmejitev	34	36	6	33
Neopredmetena sredstva	683	631	567	506
Opredmetena osnovna sredstva	50.631	50.141	48.501	47.826
Zemljišča in zgradbe	22.464	22.060	21.440	21.260
Oprema in druga opredmetena osnovna sredstva	28.166	28.081	27.061	26.566
Dolgoročne finančne naložbe	1.023	1.132	1.156	9.479
Dolgoročne finančne naložbe, razen posojil	715	830	861	424
Dolgoročna posojila	308	302	296	9.054
Odložene terjatve za davek	309	191	183	568
Kratkoročna sredstva	30.633	30.840	27.802	21.414
Zaloge	7.994	9.397	6.984	7.924
Kratkoročne finančne naložbe	9.327	11.161	11.680	3.567
Kratkoročna posojila	9.327	11.161	11.680	3.567
Kratkoročne poslovne terjatve	13.257	10.127	8.651	9.851
Denarna sredstva	56	155	487	71
Kratkoročne aktivne časovne razmejitev	65	128	473	62
Obveznosti do virov sredstev	83.377	83.099	78.688	79.887
Kapital	23.647	24.587	22.336	22.406
Osnovni kapital	1.875	1.875	1.875	1.875
Kapitalske rezerve	11.250	11.250	10.838	10.838
Rezerve iz dobička	280	280	0	6
Preneseni čisti poslovni izid	142	799	0	139
Čisti poslovni izid poslovnega leta	511	252	0	105
Presežek iz prevrednotenja	9.589	10.132	9.622	9.444
Rezervacije	731	527	426	503
Dolgoročne obveznosti	15.095	15.811	15.773	37.418
Dolgoročne finančne obveznosti	12.698	14.019	13.802	35.468
Dolgoročne finančne obveznosti do bank	12.698	14.019	13.802	35.456
Odložene obveznosti za davek	2.397	1.792	1.971	1.949
Kratkoročne obveznosti	43.312	41.821	39.781	18.837
Kratkoročne finančne obveznosti	27.302	24.590	24.932	2.206
Kratkoročne finančne obveznosti do bank	27.302	24.590	24.932	2.203
Kratkoročne poslovne obveznosti	16.010	17.232	14.848	16.631
Kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev	14.974	16.385	13.766	15.922
Druge kratkoročne poslovne obveznosti	1.035	847	1.082	709
Kratkoročne pasivne časovne razmejitev	592	354	373	723

Vir: Podatkovna baza GVIN, 2016.