

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

ANDREJ GORJAN

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

OPTIMALNA STRUKTURA KAPITALA SKUPINE
INTEREUROPA

Ljubljana, april 2004

ANDREJ GORJAN

IZJAVA

Študent ANDREJ GORJAN izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. DUŠANA MRAMORJA in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 22.04.2004

Podpis : _____

KAZALO

1.	Uvod.....	1
2.	Teorije strukture kapitala	2
2.1.	Modigliani-Millerjeva teorija strukture kapitala.....	2
2.2.	Teorija glavnega toka	2
2.2.1.	Asimetrične informacije.....	4
2.2.2.	Kritike teorije glavnega toka.....	5
2.3.	Teorija vrstnega reda.....	7
2.3.1.	Kritike teorije vrstnega reda.....	9
2.4.	Statistične analize teorije glavnega toka in teorije vrstnega reda.....	10
2.5.	Poizkusi združitve obeh teorij.....	12
2.6.	Sodobni pogledi na strukturo kapitala in teorija tempiranja trga.....	14
2.6.1.	Primerjava teorije tempiranja trga s teorijama glavnega toka in vrstnega reda.....	16
3.	Optimalna struktura kapitala Skupine Intereuropa.....	18
3.1.	Skupina Intereuropa	18
3.1.1.	Predstavitev podjetja	18
3.1.2.	Analiza sedanje kapitalske strukture Skupine Intereuropa	19
3.2.	Določitev optimalne kapitalske strukture Skupine Intereuropa	24
3.2.1.	Določitev stroškov lastniškega kapitala	25
3.2.2.	Donosnost netveganega dolga.....	26
3.2.3.	Tržna premija za tveganje	27
3.2.4.	Mera za sistematično tveganje – beta (β).....	29
3.2.5.	Davčna stopnja za obdavčitev dobička	29
3.2.6.	Stroški dolžniškega kapitala.....	30
3.2.7.	Izračun zahtevane donosnosti lastniškega kapitala za Skupino Intereuropa....	31
3.2.8.	Napoved prihodnjega poslovanja Skupine Intereuropa	33
3.2.9.	Poslovanje podjetja	34
3.2.10.	Dividendna politika.....	34
3.2.11.	Investicijska politika	35
3.2.12.	Napoved strukture virov financiranja.....	35
3.2.13.	Ocena vrednosti podjetja.....	36
3.2.14.	Spreminjanje strukture kapitala.....	37
3.2.15.	Stroški finančne stiske.....	38
3.2.16.	Stroški agentov	40
3.2.17.	Dodatni dejavniki, ki vplivajo na optimalno strukturo kapitala.....	40
3.2.18.	Napake in pomankljivosti uporabljenega modela	41
3.3.	Določitev strukture kapitala Intereurope z vidika teorije vrstnega reda	42
3.4.	Določitev strukture kapitala Intereurope na osnovi teorije tempiranja trga.....	43
4.	Sklep.....	45
5.	Literatura	47
6.	Viri	50
	Priloge	

1. Uvod

Struktura kapitala, ki obravnava razmerje med viri financiranja podjetja, je od začetka druge polovice 20. stoletja med najbolj pogosto proučevanimi področji finančne teorije in eno izmed ključnih vprašanj pri izvajanju finančne politike podjetja.

Razvoj in tudi kasnejše dopolnjevanje številnih teorij strukture kapitala je spremljalo sočasno obsežno empirično preverjanje, vendar kljub temu do sedaj soglasje o optimalni kapitalski strukturi podjetja še ni bilo doseženo.

Najbolj uveljavljene teorije o kapitalski strukturi podjetja so bile do sedaj predstavljene v številnih magistrskih in diplomskih nalogah.¹ Namen tega dela je zato uvodoma predvsem predstavitev najnovejših teoretičnih in empiričnih ugotovitev z omenjenega področja, v nadaljevanju pa analiza strukture kapitala Skupine Intereuropa glede na prihajajoče gospodarske spremembe in strateške usmeritve podjetja.

V začetku so povzete bistvene ugotovitve dveh za obravnavo strukture kapitala prelomnih teorij (teorija glavnega toka in teorija vrstnega reda), kar naj bi služilo predvsem boljšemu razumevanju nadaljevanja pričujočega dela. Teoretični del naloge se namreč začne s pregledom nekaterih novejših mnenj in kritik omenjenih teorij, predvsem teorije vrstnega reda. V nadaljevanju pa so predstavljeni tudi poizkusi razvoja novih teorij, ki predhodne popolnoma zavračajo oziroma zanikajo. V drugem delu je najprej prikazana sedanja struktura dolgoročnih virov financiranja Skupine Intereuropa. Sledi prikaz poizkusa izračuna optimalne strukture kapitala ob upoštevanju predpostavke, da je cilj podjetja maksimiranje vrednosti premoženja lastnikov kapitala. Izračun temelji na določitvi bodočih prostih denarnih tokov in tehtanih povprečnih stroškov kapitala (WACC) podjetja, pri čemer so bili uporabljeni podatki iz načrtov o poslovanju, ki so jih pripravili v podjetju Intereuropa d.d.. Po določitvi nekaterih drugih dejavnikov, ki vplivajo na obravnavano podjetje, je v zaključku dela ocenjena tudi ciljna struktura kapitala Skupine Intereuropa.

¹ Med drugimi so kapitalsko strukturo podjetja proučevali Joksimovič (1996), Kuhelj-Krajnović (1996), Mlakar (1999) in Petrič (2000).

2. Teorije strukture kapitala

2.1. Modigliani-Millerjeva teorija strukture kapitala

Modigliani in Miller (1958, str. 261-275) sta leta 1958 postavila nove temelje za proučevanje strukture kapitala in popolnoma zavrnila do tedaj prevladujočo tradicionalno teorijo strukture kapitala. Bistvo tradicionalne strukture kapitala je bila ugotovitev, da obstaja kombinacija dolgoročnih virov financiranja, pri kateri je vrednost podjetja največja. Pri nizkih stopnjah dolga naj bi se z dodatnim zadolževanjem vrednost podjetja povečevala, saj se lastniški kapital zamenjuje z dolgom, za katerega je zahtevana donosnost vlagateljev nižja. Zahtevana donosnost dolga je sicer vedno nižja od zahtevane donosnosti lastniškega kapitala, vendar se po določenem deležu dolga v strukturi kapitala poslovnemu tveganju pridruži vse večje finančno tveganje, zaradi česar so vsi viri financiranja podjetja vse dražji.² Optimalno razmerje med dolgom in kapitalom naj bi torej bilo pri nekem zmernem deležu dolga, predno začne vpliv vse večjega tveganja prevladovati nad razliko med stroški dolga in lastniškega kapitala.

Modigliani in Miller sta tradicionalno teorijo ovrgla s pojasnilom, da temelji na predvidevanju neracionalnega obnašanja vlagateljev in njihovega spremenljivega odnosa do tveganja. Avtorja sta v svojem modelu predpostavila racionalnost obnašanja ekonomskih subjektov, kar je še danes ena izmed temeljnih predpostavk finančne teorije.

V svojem modelu, ki je temeljil še na štirih drugih precej omejujočih predpostavkah, sta Modigliani in Miller (v nadaljevanju MM) na podlagi arbitraže, ki jo lahko opravi posamezni investitor, matematično dokazala, da sta tehtano povprečje stroškov kapitala in vrednost podjetja popolnoma neodvisna od strukture kapitala. Strošek lastniškega kapitala naj bi se stalno povečeval sorazmerno z naraščanjem deleža dolga, saj naj bi bila pričakovana stopnja donosa na lastniški kapital linearna funkcija deleža dolga v strukturi kapitala.

Prvotno MM teorijo so kasneje proučevali in dopolnjevali tako avtorja sama kot tudi številni drugi finančni teoretiki. Uporabnost modela se je povečevala predvsem s postopnim opuščanjem predpostavk.

2.2. Teorija glavnega toka

Leta 1963 sta MM (1963, str. 435-440) v svoj model vključila podjetniške davke. Podjetja morajo vsako leto plačati davek na ustvarjeni dobiček. Pomembno dejstvo ob tem pa je, da so obresti, ki jih podjetje plačuje na najeti dolg odbitna postavka pri določanju davčne osnove. Od dobička poslovnega leta lahko torej podjetje odšteje plačane obresti, zato je davek nižji, dobiček podjetja po plačilu davkov pa višji. Podjetje si z najemanjem davka ustvarja davčni ščit, kar zagotavlja večjo donosnost lastniškega kapitala.³ Le-ta se povečuje bolj kot zahtevajo

² Predpostavljam, da je tudi dolg podjetja tvegan in da zahtevana donosnost dolga narašča s povečevanjem tveganja podjetja. Do enakih ugotovitev bi prišel tudi ob predpostavki netveganosti dolga, vendar bi bil delež dolga, pri katerem bi podjetje doseglo največjo vrednost, višji. Predpostavko o tveganosti dolga sem uporabljal tudi v nadaljevanju svoje naloge.

³ Podjetja imajo poleg obresti tudi druge postavke, s katerimi lahko znižujejo svojo davčno osnovo. Imenovane so nedolžniške davčne olajšave. Posledica davčnih olajšav, tako dolžniških kot nedolžniških je, da dejanska davčna stopnja za podjetja v isti državi ni enaka.

imetniki lastniških vrednostnih papirjev zaradi povečanja finančnega tveganja, zato se vrednost podjetja poveča. Ob upoštevanju podjetniških davkov se končna ugotovitev razlikuje od ugotovitve v osnovni teoriji, po kateri naj bi bila struktura kapitala nepomembna. Za podjetje namreč postane teoretično najbolje, da ima med viri financiranja čim večji delež dolga.

Izdelavi modela, ki je upošteval podjetniške davke, je sledil poizkus oblikovanja modela, ki bi vključeval tudi osebne davke. Imetniki lastniških vrednostnih papirjev plačujejo davek na dividende in davek od kapitalskega dobička, imetniki dolžniških vrednostnih papirjev pa plačujejo davek na obresti. Vključevanje osebnih davkov v proučevanje optimalne strukture kapitala je težavno, ker se med državami razlikujejo posamezne davčne stopnje, predvsem pa zato, ker so tudi znotraj istih držav vlagatelji razporejeni v davčne razrede in plačujejo davke po različnih stopnjah. Miller (1977, str. 273) je v svojem članku ugotovil, da v ravnovesju obstaja optimalno razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom samo za podjetniški sektor kot celoto, ne pa tudi za posamezno podjetje. Kasneje so bili opravljeni še dodatni poizkusi obravnave osebnih davkov, predvsem z vključevanjem nekaterih elementov, ki jih Miller v svojem članku ni upošteval. DeAngelo in Masulis (1980, str. 7-24) sta z upoštevanjem nedolžniških davčnih olajšav izračunala dejanske davčne stopnje in ugotovila, da obstaja optimalna kapitalna struktura tudi za posamezno podjetje, vendar je še danes pri iskanju najboljšega razmerja virov financiranja zelo težko natančno vključevati osebne davke.

S prvim popravkom MM teorije in z upoštevanjem podjetniških davkov je bilo ugotovljeno, da dolg znižuje višino tehtanih povprečnih stroškov kapitala in povečuje vrednost podjetja. Ob nadaljnjem opuščanju predpostavk iz osnovnega modela pa je prevladalo spoznanje, da najemanje dolga podjetju ne prinaša le koristi, temveč tudi nekatere dodatne stroške. Baxter (1967, str. 397-401) je leta 1967 dokazal prisotnost stroškov finančne stiske oziroma stečaja, kasneje pa sta jih proučevala tudi DeAngelo in Masulis (1980, str. 25). Tovrstni stroški naraščajo s povečevanjem deleža dolga. Pri nižjem deležu dolga v kapitalski strukturi so zanemarljivi, po določenem obsegu dolga pa začnejo naraščati progresivno. Stroški finančne stiske, ki so upoštevani pri vrednotenju podjetja, so namreč odvisni od dejanskih stroškov, ki nastanejo, če podjetje zaide v stisko ali stečaj, in verjetnosti, da se bo to zgodilo; le-ta verjetnost pa z večanjem deleža dolga narašča. Podjetje je namreč pogodbeno obvezano, da bo lastnikom dolžniških vrednostnih papirjev ob dogovorjenem roku izplačalo njihove terjatve, do lastnikov kapitala pa takšnih obveznosti nima. Z večanjem obsega pogodbenih obveznosti se povečuje tveganje in verjetnost, da podjetje posojilodajalcev ne bo moglo izplačati ali, da le-ti ne bodo prejeli pričakovanih zneskov v celoti. Posojilodajalci oziroma imetniki dolžniških vrednostnih papirjev se lahko odločijo za prisilno poravnavo, kar lahko ogrozi poslovanje in obstoj podjetja. Zaradi tega imetniki tako dolžniških kot tudi lastniških vrednostnih papirjev zahtevajo višjo stopnjo donosa. Oboje povečuje tehtane povprečne stroške kapitala (WACC), vrednost podjetja pa upada. Z vključitvijo stroškov stečaja v proučevani model kapitalne strukture se optimalni delež dolga nahaja v točki, kjer so mejne koristi davčnega ščita enake mejnim stroškom finančne stiske.

Najemanje dolga vpliva tudi na stroške agentov oziroma stroške nastale zaradi konflikta med interesnimi skupinami. Jensen in Meckling (1976, str. 325-336) sta ugotovila, da v podjetju nastajata dve vrsti stroškov agentov in povečanje dolga pri posamezni skupini učinkuje popolnoma nasprotno kot pri drugi. Gledano v celoti, naj bi s povečevanjem deleža dolga stroški agentov naraščali. Nasprotujoči interesi se pojavljajo med upniki in lastniki podjetja, hkrati pa tudi med lastniki podjetja in managementom. Najemanje dolga ustvarja prvo vrsto konflikta, saj v podjetju, ki se financira samo z lastniškim kapitalom, do nasprotja med

lastniki in upniki sploh ne more priti. Ob prisotnosti upnikov v podjetju so lastniki spodbujeni, da se lotevajo bolj tveganih poslov. V primeru neuspešne izvedbe projekta lahko namreč zaradi lastne omejene odgovornosti velik del stroškov prevajajo na lastnike dolžniških vrednostnih papirjev. Takšno delovanje se imenuje problem substitucije sredstev. Upniki se skušajo zaščititi s t.i. omejitvenimi zavezami, to pa vpliva tako na povečane stroške pisanja pogodb kot tudi na neoptimalno sprejemanje investicijskih in operativnih odločitev v podjetju. Večanje finančnega vzvoda torej povečuje možnost, da se lastniki kapitala okoriščajo na račun upnikov. Tveganje lastnikov dolžniških papirjev zaradi tega narašča, to pa povzroča povečevanje obsega pogodb z omejitvenimi zavezami. Večji delež dolga v kapitalski strukturi je zato povezan z naraščajočimi stroški agentov dolžniškega kapitala.

Vendar najemanje dolga hkrati znižuje stroške agentov lastniškega kapitala, ki nastajajo zaradi nasprotujočih si interesov med managementom in preostalimi delničarji podjetja. V primeru, da managerji niso lastniško udeleženi v podjetju ali kako drugače motivirani, da zasledujejo zgolj cilje lastnikov po maksimiranju vrednosti podjetja, lahko namreč pride do neučinkovite porabe finančnih sredstev. Višja stopnja dolga, ki ga je ob določenih rokih potrebno odplačevati, vpliva na manjšo količino prostih denarnih sredstev ter povečuje tveganje podjetja in zato zmanjšuje možnost delovanja managementa v nasprotju z interesi lastnikov kapitala.

2.2.1. Asimetrične informacije

Poleg do sedaj naštetih dejavnikov (davki, stroški agentov in stroški finančne stiske), ki naj bi ključno vplivali na strukturo kapitala znotraj teorije glavnega toka, so v strokovni literaturi pogosto navedeni tudi stroški asimetričnosti informacij. Asimetričnost informacij je posledica dejstva, da imajo nekateri subjekti znotraj podjetja, predvsem management, več podatkov o poslovanju in načrtih podjetja kot zunanji vlagatelji. Zaradi nepopolnih informacij vlagateljev so nekatera podjetja na trgu napačno ovrednotena. Vlagatelji se tveganja zavedajo, zato so za vrednostne papirje podjetja pripravljeni plačati manj, kot če bi imeli na razpolago iste informacije kot management.

Na tem področju se je raziskovanje razvijalo v dve smeri. Myers (1984, str. 581) je na osnovi asimetričnosti informacij oblikoval samostojno teorijo strukture kapitala, ki bo pod imenom teorija vrstnega reda predstavljena v nadaljevanju tega dela. Drugi tok proučevanja pa je pripeljal do teorije sporočanja, ki se omejuje na pojasnjevanje možnosti zmanjševanja stroškov asimetričnosti informacij. Nekateri teoretiki, med njimi Brigham in Davies (2001, str. 546), so ugotovitve teorije sporočanja poizkušali vključiti v teorijo glavnega toka.

Začetnik teorije sporočanja je bil Ross (1977, str. 28-37), ki je ugotovil, da lahko managerji na podlagi določanja kapitalne strukture finančnim trgov sporočajo dodatne pravilne informacije o vrednosti podjetja. Hkrati pa je poudaril, da morajo biti managerji za to, da so informacije pravilne, ustrezno motivirani. S povečevanjem deleža dolga management sporoča, da je podjetje donosno in pričakuje, da bo najeti dolg tudi v bodoče lahko ustrezno odplačevalo. S povečevanjem deleža dolga se namreč povečuje tudi nevarnost finančne stiske, zato neuspešna podjetja oziroma podjetja s slabšimi obeti ne bodo mogla slediti uspešnejšim podjetjem pri dodatnem zadolževanju. V primeru, da so managerji spodbujeni k temu, da podjetje pošilja pozitivne signale, vendar lahko hkrati ob pojavu finančne stiske tudi sami utrpijo škodo, bo torej visok delež dolga dokaz uspešnosti podjetja. Vlagatelji tako pridobijo dodatne informacije ter lahko bolj natančno in z manj tveganja ocenijo vrednost podjetja.

Teorija sporočanja torej pojasnjuje, da lahko managerji s pošiljanjem ustreznih sporočil na podlagi kapitalske strukture zmanjšujejo stroške asimetričnosti informacij ter tako povečujejo vrednost podjetja in premoženja imetnikov vrednostnih papirjev.

2.2.2. Kritike teorije glavnega toka

Prikazani so bili posamezni koraki nadgradnje MM teorije v teorijo glavnega toka. Čeprav so bile postopoma opuščene določene predpostavke in dodane nove ugotovitve, ostajajo nekateri pogledi na določanje kapitalske strukture s teorijo glavnega toka še vedno nepojasnjeni, hkrati pa tudi v neskladju z empiričnimi poizkusi in analizami. V nadaljevanju so izbrane in opisane nekatere pomanjkljivosti z vidika teoretičnega razmišljanja in teoretično pojasnjena neskladja med obravnavano teorijo in empiričnimi podatki.

Titman (2002, str. 106) ugotavlja, da teorija glavnega toka premalo upošteva delovanje finančnih trgov. Razmere na finančnih trgih se konstantno spreminjajo in zaradi tega je določitev optimalnega dolgoročnega razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom nemogoča. Teorija, ki bi lahko zadovoljivo določala ustrezno strukturo kapitala, bi po Titmanovem mnenju morala tudi pojasnjevati, kako naj podjetje upošteva spremembe razmerja med tveganjem in ceno posameznih virov financiranja.⁴

Opozoriti je potrebno tudi na nepopolno vključevanje ugotovitev, ki izhajajo iz opuščanja posameznih začetnih predpostavk. Leland (1998, str. 1216-1222) je to dokazal na primeru stroškov agentov, ki so eden izmed ključnih elementov teorije glavnega toka. Jensen in Meckling (1976, str. 357) sta leta 1976 opozorila na stroške agentov. Ugotovila sta, da stroški agentov dolžniškega kapitala naraščajo s povečevanjem finančnega vzvoda zato, ker se želijo lastniki dolžniških papirjev zaščititi pred tem, da bi se podjetje lotevalo bolj tveganih projektov. Tvegani projekti namreč omogočajo substitucijo sredstev oziroma prenos vrednosti od imetnikov dolžniških papirjev na imetnike lastniških papirjev.⁵ Ob predpostavki, da je cilj podjetja maksimizacija vrednosti podjetja, bi bilo potrebno poleg stroškov agentov torej upoštevati tudi koristi, ki jih imajo imetniki lastniških vrednostnih papirjev zaradi tega, ker se podjetje loteva bolj tveganih projektov. Leland (1998, str. 1240) poudarja, da številni avtorji, ki upoštevajo stroške agentov, zanemarjajo dejstvo, da agentski odnos in večja tveganost projektov vplivata na donosnost poslovanja in ustvarjen denarni tok.

Pravilnost teorije glavnega toka je vprašljiva tudi z vidika odnosa med dobičkom in stopnjo dolga. Vpliv dobička znotraj teorije sicer ni natančno določen, vendar bi lahko sklepali, da višina dobička pozitivno vpliva na stopnjo dolga. Visok dobiček namreč omogoča večje izkoriščanje davčnega štita podjetja, hkrati pa načeloma tudi zmanjšuje verjetnost, da bi podjetje zašlo v finančno stisko.⁶ Wald (1999, str. 161-183) je pri svoji raziskavi, izvedeni na podlagi podatkov iz petih gospodarsko najmočnejših držav ugotovil, da je izmed posameznih dejavnikov pri vplivu na kapitalsko strukturo najpomembnejši prav dobiček podjetja.

⁴ Titmanov pogled na kapitalsko strukturo podjetja je natančneje opisan v uvodnem delu podpoglavja 2.6..

⁵ *Substitucija sredstev* je prevod angleškega izraza *asset substitution*.

⁶ Nevarnost finančne stiske je odvisna od denarnega toka podjetja, le-ta pa je v veliki meri odvisen od uspešnosti delovanja, ki se izraža v dobičku podjetja.

Povezava med dobičkom podjetja in stopnjo dolga pa je bila, v nasprotju s pričakovanji na osnovi teorije glavnega toka, negativna.⁷

Kritiki omenjajo, da je iz empiričnih analiz ugotovljena razmerja med posameznimi viri financiranja zelo težko pojasniti s statično teorijo glavnega toka. Podatki namreč kažejo, da management daje prednost financiranju z notranjimi viri v primerjavi z izdajanjem lastniških vrednostnih papirjev. Teorija glavnega toka ne vsebuje natančne opredelitve razlik med omenjenima viroma financiranja, vendar Myers (1984, str. 585-586) dopušča možnost, da bi ugotovljeno razmerje pojasnili z davčnimi razlikami. V primeru, da so kapitalski dobički manj obdavčeni kot dividende, je za lastnike ugodneje, če podjetje izplačuje nižje dividende in zadržuje notranje vire za lastno financiranje, zaradi česar tudi ne potrebuje novega lastniškega kapitala. Myers (1984, str. 586) v nadaljevanju članka ugotavlja, da to ni pravilna razlaga, saj podjetja sicer ne bi izbirala notranjih virov le za nova financiranja, temveč bi jih načrtno uporabljala tudi za odkupovanje že izdanih vrednostnih papirjev.

Myers (2001, str. 96) trdi tudi, da managerji za financiranje podjetja v primerjavi z izdajanjem lastniških vrednostnih papirjev dajejo prednost tudi zadolževanju. Myers hkrati teoriji glavnega toka očita, da ne more pojasniti, zakaj je dejansko razmerje med dolgom in kapitalom podjetij pogosto tudi dolgoročno različno od razmerja, ki so si ga podjetja predhodno določila za ciljnega. Možno pojasnilo bi lahko bili visoki transakcijski stroški ob izdaji lastniških vrednostnih papirjev. Takšna razlaga pojasnjuje prednost dolga pred lastniškim kapitalom in tudi zakaj podjetje ob deležu dolga, ki je višji od ciljnega, ne more takoj ukrepati z zamenjavo dolga z lastniškim kapitalom. Toda utemeljevanje na podlagi transakcijskih stroškov propade ob poizkusu pojasnjevanja dejstva, da je finančni vzvod podjetja pogosto dolgoročno tudi nižji od ciljnega, podjetja pa se kljub temu ne odločajo za nadomeščanje delnic z dodatnim zadolževanjem.

Prav tako je znotraj teorije glavnega toka težko pojasniti odziv finančnih trgov na občutnejše spremembe kapitalske strukture. Masulis (1980, str. 170-171) je prvi dokazal, da v povprečju tržna vrednost podjetja naraste ob napovedi zamenjave lastniškega kapitala z dolgom in pade ob napovedi obratne zamenjave.⁸ Ob sklepanju, da obstaja optimalno razmerje kapitala in dolga, se utemeljeno razlago ponovno lahko najde le v primeru, da je stopnja dolga v določenem trenutku nižja od optimalne. Zamenjava lastniškega kapitala z dolgom bo pomenila približevanje želeni stopnji, zaradi česar bo vrednost podjetja narasla. Ostaja vprašanje, zakaj se vrednost podjetja poveča ob napovedani zamenjavi lastniškega kapitala z dolgom tudi, ko je stopnja dolga višja od ciljne. Myers (2001, str. 96) ugotavlja, da bi lahko bil eden izmed možnih razlogov strošek asimetričnih informacij, ki se jih s pomočjo teorije sporočanja lahko vključi v teorijo glavnega toka. Vendar Myers (2001, str. 96-97) hkrati dodaja, da se lahko Masulisove ugotovitve pojasnjuje z odpravljanjem asimetričnosti informacij tudi, če optimalno razmerje med dolgom in kapitalom, ki ga zagovarja teorija glavnega toka, sploh ne obstaja. Myers zato dvomi o potrebi in pravilnosti določanja tega razmerja.

Myers je na podlagi opaženih pomankljivosti teorije glavnega toka, ugotovitev nekaterih predhodnikov ter svojih preostalih sklepov leta 1984 oblikoval teorijo vrstnega reda,⁹ ki

⁷ Do enakih ugotovitev sta prišla tudi Rajan in Zingales (1995, str. 1459-1460) ter Fama in French (2002, str. 30-32).

⁸ Do enakih ugotovitev sta kasneje prišla tudi Asquith in Mullins (1986, str. 88-89).

⁹ *Teorija vrstnega reda* je prevod angleškega izraza *pecking order theory*.

popolnoma ločeno od do tedaj prevladujočih teorij pojasnjuje oblikovanje kapitalske strukture v podjetju.

2.3. Teorija vrstnega reda

Donaldson (1961, str. 122-125) je v svoji študiji o politiki virov financiranja že leta 1961 ugotovil, da se management v čim večji meri poslužuje notranjih virov financiranja in posega po zunanjem kapitalu le, če je to neizbežno oziroma nujno potrebno. Donaldson je vseeno poudaril, da podjetja za povečevanje razpoložljivih notranjih virov financiranja niso pripravljena zniževati dividend. Baumol (1965, str. 46-49) je trdil, da managerji nočejo izdajati dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev, ker bi se radi izognili posrednemu nadzoru svojega delovanja s strani finančnih trgov. Tako Donaldson kot Baumol sta takšno delovanje pripisovala interesom managementa pri vodenju podjetja in ločevanju lastništva od nadzora nad delovanjem podjetja.

Myers (1984, str. 582) je pojasnil, da je bilo takšno razmišljanje v skladu s stanjem finančne teorije v šestdesetih letih 20. stoletja. Dvajset let pozneje pa se je enake ugotovitve o financiranju podjetij lahko pojasnjevalo predvsem ob predpostavki, da je cilj delovanja podjetja maksimiranje njegove tržne vrednosti. S takšnim razmišljanjem je v osemdesetih letih 20. stoletja soglašal tudi Donaldson (1984, str. 46-54). Leta 1984 je Myers predstavil novo samostojno teorijo strukture kapitala – teorijo vrstnega reda.

Myers (1984, str. 581) je v svoji teoriji opustil predpostavko o dani investicijski politiki in za razliko od statične teorije glavnega toka v pojasnjevanje spreminjanja kapitalske strukture vključil dinamični vidik.¹⁰ Maksimiranje premoženja obstoječih imetnikov lastniških vrednostnih papirjev je določil kot glavni cilj podjetja. Njegov model temelji na predpostavki sicer popolnega in srednje močno učinkovitega trga kapitala,¹¹ edina nepopolnost kapitalskih trgov pa naj bi bila asimetričnost informacij (Myers 1984, str. 582).

Myers in Majluf (1984, str. 192-215) sta ugotovila, da nastaja zaradi asimetričnosti informacij razlika med realno (N)¹² in prodajno (N') ceno vrednostnih papirjev. V svoj model sta vključila variabilnost investicijskih odločitev in dokazala, da so le-te lahko zaradi razlike med realno in prodajno ceno vrednostnih papirjev neoptimalne. V pogojih učinkovitega trga kapitala bi se podjetja odločila za vsako investicijo, katere neto sedanja vrednost bi bila pozitivna ($NPV > 0$). V razmerah, ko vrednost podjetja in njegovih vrednostnih papirjev ne ustreza realni vrednosti, pa se podjetja o investicijah odločajo na osnovi primerjave neto sedanje vrednosti investicije (NPV) in razlike med realno in prodajno ceno ($\Delta N = N - N'$). Podjetje bo izdalo vrednostne papirje in investiralo, če bo NPV večji ali kvečjemu enak ΔN , vendar to lahko vodi tudi v neoptimalne odločitve in zmanjševanje vrednosti podjetja.

Podjetje, katerega interes je maksimiranje premoženja obstoječih lastnikov, se bo v primeru precenjenosti podjetja ($\Delta N < 0$) odločilo za izdajo vrednostnih papirjev in financiranje investicije tudi, če bo NPV investicije negativna, a še vedno večja od ΔN . Stari lastniki¹³

¹⁰ Za dividendno politiko je Myers predpostavljal, da ni vnaprej določena, vendar podjetja kljub temu težijo k stabilnemu izplačevanju dividend.

¹¹ Za srednje močno obliko učinkovitosti trga kapitala velja, da finančni investitor z uporabo katerihkoli javno razpoložljivih informacij ne more povečati donosa svojih finančnih naložb.

¹² Prevod povzet po Kuhelj-Krajnovičevi (1996, str. 43-45).

¹³ Stari ali obstoječi lastniki so tisti, ki so posedovali delnice že pred novo izdajo.

vrednostnih papirjev bodo sicer povečali svoje premoženje, saj bodo stroške prevzeli novi lastniki, ki so vrednostne papirje preplačali, vendar se bo vrednost podjetja zaradi investicije z negativno NPV zmanjšala. Odločitev o tovrstni investiciji lahko zato označim kot neoptimalno.

Odločitve so še bolj neugodne, če je podjetje podcenjeno ($\Delta N > 0$). Podjetje bo namreč prisiljeno izpustiti nekatere donosne projekte zato, ker sicer pozitivna NPV ne bo dovolj velika za pokritje razlike med prodajno in realno ceno vrednostnih papirjev. Kljub temu, da bi vrednost podjetja porasla, se namreč management, ki zastopa interese starih lastnikov, za takšno investicijo ne bo odločil. Novi lastniki bodo namreč pridobili koristi, stari lastniki pa zaradi prepoceni prodanih vrednostnih papirjev, kljub povečanju vrednosti podjetja, utrpeli škodo. V opisanem primeru se torej niti vrednost podjetja niti premoženje lastnikov ne poveča tako, kot bi se lahko zaradi pozitivne NPV.

Myers in Majluf (1984, str. 187-221) sta tako sklepala, da je v interesu podjetja, da pridobiva kapital, pri katerem je razlika med realno ceno (N) in ceno, po kateri lahko podjetje ta kapital pridobi (N'), čim nižja. Avtorja sta se sicer strinjala, da je razlika med obema cenama ($\Delta N = N - N'$) eksterno določena in da podjetje na to razliko nima večjega vpliva,¹⁴ vendar sta hkrati ugotovila, da je omenjena razlika med cenama različna za posamezne vire financiranja. Za podjetje je najugodnejše, če sveži kapital pridobiva iz virov, katerih tržna cena je pod najmanjšim vplivom asimetričnih informacij, torej od investitorjev, ki podjetje najbolj poznajo.

Asimetrija informacij je pri zbiranju notranjih virov financiranja zanemarljiva, zato naj bi po teoriji vrstnega reda podjetja čim več potreb po svežem kapitalu pokrila prav z denarnimi tokovi, ustvarjenimi znotraj podjetja. Za pridobivanje zunanjih virov kapitala naj bi se podjetja odločila šele, ko porabijo razpoložljive notranje vire. Myers in Majluf (1984, str. 199-211) ob tem ugotavljata, da je za podjetje ugodnejše zadolževanje kot izdajanje lastniških vrednostnih papirjev. Absolutna velikost ΔN je zaradi pogodbenih obveznosti podjetja do imetnikov dolžniških vrednostnih papirjev in posledično manjšega tveganja, ki ga le-ti nosijo, nižja za dolg kot za izdane lastniške vrednostne papirje.¹⁵

Za natančnejše razumevanje je potrebno dodatno pojasniti, zakaj naj bi podjetje, katerega cilj je povečanje premoženja obstoječih lastnikov, želelo čim manjšo razliko med cenama (ΔN) ne le ob podcenjenosti, temveč tudi ob precenjenosti vrednostnih papirjev. Predhodno je že bilo omenjeno, da se v takem primeru podjetja lahko odločajo tudi za investicije z negativno NPV, kar sicer zmanjšuje vrednost podjetja, vendar to prinaša starim lastnikom dodatne donose. Glavni razlog, da se podjetja izogibajo izdajanju v danem trenutku precenjenih vrednostnih papirjev, je v pričakovani reakciji finančnih trgov in investitorjev na njem. Investitorji se namreč zavedajo, da imajo manj informacij kot management podjetja. Vedo tudi, da je za podjetje ugodnejše najeti posojila ob podcenjenosti delnic in izdati lastniški kapital ob precenjenosti delnic. Ob napovedi namere o izdaji novih lastniških vrednostnih papirjev bodo investitorji torej posumili, da je cena lastniškega kapitala previsoka in njihova cena se bo posledično znižala. Tezo o znižanju vrednosti kapitala podjetja po napovedi o izdajanju novih lastniških vrednostnih papirjev potrjuje tudi več empiričnih analiz, med katerimi sem že pri kritiki teorije glavnega toka omenil Masulisovo (1980, str. 170-171) ter Asquith in Mullinsovo (1986, str. 88-89).

¹⁴ Podjetje lahko delno vpliva z ukrepi, ki jih obravnava teorija sporočanja (podpoglavje 2.2.5.)

¹⁵ Razlika med realno in prodajno ceno (ΔN) je za netvegan dolg celo enaka 0.

Myers (1984, str. 581) je bistvene sklepe teorije vrstnega reda strnil v štiri točke, v katerih trdi, da podjetja pri izbiri virov financiranja sledijo določenemu vrstnemu redu. Podjetja porabijo najprej notranje vire financiranja, po potrebi sledi najemanje dolga in šele kot skrajna možnost izdaja novih lastniških vrednostnih papirjev. Stopnja izplačila dividend se ne spreminja zaradi potreb po notranjem kapitalu. Pri zadolževanju podjetja najemajo čim manj tvegan dolg, saj so stroški zato nižji. Iz dveh razlogov tudi pazijo, da se ne približajo skrajni stopnji zadolžitve; želijo se izogniti nevarnostim finančne stiske, poleg tega pa želijo ugodne pogoje za najem dolga ohraniti tudi v bodoče, da jim ob morebitnih novih zanimivih projektih ne bi ostala zgolj možnost izdaje novih podcenjenih delnic.

Teorija vrstnega reda torej v nasprotju s teorijo glavnega toka zanika obstoj optimalnega razmerja med dolžniškim in lastniškim kapitalom v strukturi virov financiranja podjetja. Pomembno je opozoriti, da se lastniški kapital nahaja tako na začetku (v obliki notranjih virov) kot tudi na koncu (v obliki izdaje novih delnic) vrstnega reda, po katerem naj bi podjetja pridobivala nov kapital. Z drugimi besedami, podjetja naj bi nekaterim vrstam lastniškega kapitala dajala prednost v primerjavi z dolgom, za druge vrste pa ocenjevala, da je njihovo pridobivanje stroškovno manj primerno kot najemanje dolga. Struktura kapitala podjetja v teoriji vrstnega reda odseva kumulativno potrebo po zunanjih virih financiranja v določenem obdobju in jo je zato tudi težko prikazati z matematičnimi enačbami.

Nadaljne raziskave so pripeljale do spoznanj, da na oblikovanje strukture kapitala in višino stroškov asimetričnosti informacij močno vplivata tudi obseg javnih podatkov o poslovanju podjetja in vrsta posojilodajalca ali vlagatelja. D'Mello in Ferris (2000, str. 94-95) sta dokazala, da je padec tržne vrednosti kapitala ob napovedani novi izdaji delnic veliko nižji pri podjetjih, katerih poslovanje redno spremljajo finančni analitiki. Prevladalo je tudi mnenje, da lahko podjetje kapital pridobiva z manjšimi stroški asimetrije informacij pri velikih vlagateljih, ki imajo boljše možnosti spremljanja oziroma pregleda poslovanja in lahko tudi kasneje vplivajo na odločitve podjetja. Običajno se v tem pogledu izpostavlja predvsem vloga bank pri zagotavljanju dolžniškega kapitala.

2.3.1. Kritike teorije vrstnega reda

Teorija vrstnega reda je novejša in manj uveljavljena kot teorija glavnega toka. Številni teoretiki je sploh ne obravnavajo kot samostojne teorije, temveč poizkušajo nekatere njene ugotovitve zgolj vključiti v teorijo glavnega toka ali združiti z drugimi poizkusi pojasnjevanja kapitalske strukture. Tako Myers kot tudi drugi avtorji še vedno iščejo dodatna pojasnila in dopolnitve. Kljub temu menim, da je pomembno, da opozorim na nekatere glavne pomanjkljivosti obravnavane teorije.

Teorija vrstnega reda v določanje kapitalske strukture podjetja uvaja dinamični vidik. Struktura kapitala v določenem trenutku naj namreč ne bi bila odvisna le od trenutnih potreb podjetja, razmer na finančnih trgih in drugih okoliščin, temveč naj bi bila rezultat odločitev o financiranju poslovanja skozi daljše obdobje. Samoumevno se postavlja vprašanje, kako dolgo naj bi bilo to obdobje. Myers (1984, str. 587) sicer pojasnjuje, da naj bi se »upoštevalo obdobje, ki je potrebno za opazno spremembo v ciljni stopnji izplačevanja dividend«, kar pa je še vedno precej ohlapna opredelitev.

Celotno razmišljanje temelji na predpostavki, da podjetje deluje izključno v interesu obstoječih lastnikov kapitala, kar je predvsem v finančno manj razvitih gospodarstvih nerealna predpostavka.¹⁶ Poleg tega, za razliko od Rossa (1977, str. 28-37), ki je v teoriji sporočanja prav tako obravnaval asimetričnost informacij in natančno opredelil motivacijsko shemo za managerje, Myers nikoli ne pojasni, zakaj naj bi managerji delovali zgolj v interesu obstoječih lastnikov.

Myers (2001, str. 95) sam ugotavlja in priznava, da ne more pojasniti, zakaj se do sedaj še niso uveljavili postopki in finančni instrumenti, s katerimi bi lahko ublažili ali izključili posledice slabše informiranosti vlagateljev. Primer takšnega instrumenta bi lahko bili odloženi lastniški vrednostni papirji.¹⁷ Predpostavlja se lahko, da bodo po določenem obdobju, npr. enem letu, zunanji vlagatelji pridobili vse dodatne informacije, ki jih ima v danem trenutku management podjetja. Podjetje lahko izda dolžniške vrednostne papirje z nominalno vrednostjo X denarnih enot in se obveže, da jih bo po enem letu nadomestilo z vrednostnimi papirji v vrednosti X, pomnoženi z indeksom rasti cene delnice v danem letu. Management podjetja ne more natančno oceniti, kakšna bo vrednost delnice podjetja čez eno leto in nima o tedanjem poslovanju podjetja nič več informacij kot zunanji vlagatelji o poslovanju podjetja danes. Asimetrija informacij bi bila na ta način odpravljena.

Zanimive so tudi ugotovitve Kuhelj-Krajnovičeve (1996, str. 43-45) glede skladnosti teorije vrstnega reda z dvema uveljavljenimi spoznanji mikroekonomske in finančne teorije. Vrednost podjetja je največja pri obsegu naložb, kjer se naraščajoči mejni stroški izenačijo z upadajočimi mejnimi koristmi dodatne enote naložbe. Kuhelj-Krajnovičeva ugotavlja, da »Myersova teorija vrstnega reda zanemarljivo takšen vidik in se osredotoča predvsem na trenutno informacijsko neravnovesje na trgu kapitala«. Poleg tega naj bi bilo določanje strukture kapitala na podlagi omenjenega neravnovesja na trgu kapitala prav tako sporno. Posamezne anomalije (npr. asimetrija informacij) lahko sicer začasno povzročajo, da so določeni viri financiranja cenejši od ostalih, s časom pa se to odpravi, saj bi to sicer vodilo v dolgoročno neravnovesje med tveganjem in donosnostjo na trgu kapitala.

2.4. Statistične analize teorije glavnega toka in teorije vrstnega reda

V poizkusih, da bi ugotovili v kolikšni meri se lahko teoretično pojasni dejansko odločanje podjetij o kapitalski strukturi, so številni ekonomisti statistično opazovali skladnost empiričnih podatkov z glavnimi sklepi posamezne teorije.

Glavni sklep teorije glavnega toka je obstoj ciljne oziroma optimalne stopnje dolga, ki naj bi jo podjetja poizkušala vzpostaviti v svoji kapitalski strukturi. Ciljno oziroma optimalno stopnjo dolga se določi na podlagi tehtanja med koristmi in stroški povečevanja dolga, pri čemer teorija glavnega toka upošteva predvsem davčni ščit, stroške stečaja in stroške agentov.¹⁸ Opler in Titman (2000, str. 123-125) s svojo analizo ugotavljata, da je verjetnost izdaje lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev odvisna od razlike med obstoječim in ciljnim deležem dolga. Tezo, da se podjetja skušajo približati nekemu ciljnemu deležu dolga,

¹⁶ Mramor in Valentinčič (2001, str. 90) sta v raziskavi leta 2001, v kateri sta proučevala cilje poslovanja privatiziranih slovenskih podjetij ugotovila, da najmočnejša interesna skupina v podjetju niso lastniki, temveč zaposleni in da je zatorej glavni cilj poslovanja podjetij maksimizacija plač zaposlenih.

¹⁷ *Odloženi lastniški vrednostni papirji* je prevod angleškega izraza *deferred equity securities*.

¹⁸ Za tehtanje med koristmi in stroški se v angleškem jeziku uporablja beseda *trade-off*. *Teorija glavnega toka* je slovenski izraz za angleški izraz *trade-off theory*.

so v svojih raziskavah statistično dokazali tudi številni drugi avtorji.¹⁹ Ekonomisti, ki so opazovali povezavo med podatki o stopnji dolga in dobičkonosnosti podjetja, pa so prišli do popolnoma nasprotno ugotovitve o pravilnosti teorije glavnega toka.²⁰ Statistično značilna povezava med obema kazalcema je bila namreč negativna.

Skladnost teorije vrstnega reda z dejanskim obnašanjem podjetij je bila proučevana predvsem na podlagi ugotavljanja prisotnosti oziroma obstoja napačne izbire in njenega vpliva na izbiro virov financiranja.²¹ Raziskave, opravljene v osemdesetih letih 20. stoletja, so v veliki meri potrjevale pravilnost teorije vrstnega reda. Asquith in Mullins (1986, str. 86-87) sta npr. potrdila, da ima napačna izbira večji vpliv pri izdaji lastniških kot dolžniških vrednostnih papirjev. Frank in Goyal (2003, str. 243-245) pa navajata, da so bili poizkusi empiričnega dokazovanja pravilnosti teorije vrstnega reda v devetdesetih letih dosti manj uspešni. Razlago za ta pojav iščeta predvsem v dejstvu, da se je v zadnjem desetletju izredno povečalo število majhnih podjetij, ki so začela izdajati vrednostne papirje in jih je bilo zato v večji meri potrebno zajeti v proučevane statistične vzorce. Za Myersov vrstni red pridobivanja svežega kapitala pa je bilo vedno značilno, da je dobro pojasnjeval finančno politiko velikih podjetij, pri majhnih podjetjih pa je bil dosti manj uspešen.²²

Shyam-Sunder in Myers (1999, str. 219-244) sta izvedla analizo, v kateri sta na istem modelu preverjala tako teorijo glavnega toka kot tudi teorijo vrstnega reda. Pogoj za veljavnost teorije glavnega toka je bila, tako kot v večini prejšnjih podobnih raziskav, težnja podjetij po vzpostavitvi ciljne stopnje dolga, medtem ko sta za potrebe preverjanja teorije vrstnega reda izpeljala posebno enačbo. Sklepala sta, da podjetje svež kapital pridobiva najprej iz notranjih virov, ko pa le-te porabi, začne najemati dolg. Avtorja sta določila »primanjkljaj toka virov financiranja«, ki predstavlja vire financiranja, ki jih podjetje potrebuje po tem, ko je izrabilo notranje vire:

$$DEF_t = DIV_t + I_t + \Delta W_t + R_t - C_t,$$

kjer je DEF_t primanjkljaj toka virov financiranja v letu t , DIV_t denarni tok, porabljen za izplačilo dividend v letu t , I_t neto investicije v letu t , ΔW_t sprememba količine kratkoročnega kredita v letu t , R_t obseg dolgoročnega dolga v letu t in C_t ustvarjeni denarni tok po obrestih in davkih v letu t .

Avtorja sta predpostavila, da podjetja sledijo teoriji vrstnega reda, če DEF_t in dolg začneta naraščati istočasno in potem naraščata premosorazmerno oziroma »dolar za dolar«.

Statistična analiza je pokazala, da teorija vrstnega reda omogoča odličen opis finančne politike za proučevana zrela podjetja. Tudi za predpostavko, da podjetja želijo doseči neko ciljno stopnjo dolga, je bilo dokazano, da dobro pojasnjuje finančno politiko podjetij, vendar le v primeru, ko je bila predpostavka v model vključena samostojno. V primeru, ko sta bili v modelu obe teoriji preizkušani istočasno, se izračunani statistični koeficienti in statistična značilnost za teorijo vrstnega reda niso dosti spremenili, medtem ko so pri teoriji glavnega toka koeficienti upadli, čeprav so bili še vedno statistično značilni. Avtorja sta tudi dokazala,

¹⁹ Do ugotovitev, da podjetja skušajo vzpostaviti ciljno strukturo kapitala, so v svojih študijah prišli tudi Marsh (1982, str. 121-141) ter Jalilvand in Harris (1984, str. 127-142).

²⁰ Ugotovitve so natančneje predstavljene v podpoglavju 2.2.2..

²¹ *Napačna izbira* je prevod za angleški izraz *adverse selection*.

²² Smith in Watts (1992, str. 263-289) v nasprotju z razlago teorije vrstnega reda ugotavljata, da je pri majhnih in hitro rastočih podjetjih delež dolga podpovprečen.

da z uporabljenim modelom lahko zavrneta teorijo vrstnega reda, če se podjetja obnašajo v skladu s teorijo glavnega toka. Istočasno pa z danim modelom statistično ni mogoče zavrniti teorije glavnega toka oziroma predpostavke o težnji k ciljni stopnji dolga niti tedaj, ko je očitno, da podjetja sledijo teoriji vrstnega reda. Shyam-Sunder in Myers (1999, str. 219-241) sta na podlagi tega sklenila, da teorija vrstnega reda vzbuja večje zaupanje in da morda sicer obstaja optimalna stopnja dolga, vendar se management ne trudi, da bi to stopnjo tudi dosegel.

Opisana raziskava je bila v zadnjih letih izpostavljena številnim kritikam. Chirinko in Singha (2000, str. 417-425) trdita, da je glavna napaka omenjenih preizkusov v predpostavki, uporabljeni za teorijo vrstnega reda, ki ne upošteva možnosti izdaje novih lastniških vrednostnih papirjev.²³ Avtorja ugotavljata, da takšna dopolnitev vpliva na spremembo opazovanih koeficientov, ki se v primeru proučevanja teorije vrstnega reda opazno znižajo. Ob uvedbi možnosti izdaje lastniških vrednostnih papirjev znotraj teorije vrstnega reda je tudi lažje utemeljeno razložiti, zakaj se lahko finančno politiko podjetij, ki sledijo teoriji vrstnega reda, pojasnjuje tudi s teorijo glavnega toka. Če namreč znotraj teorije vrstnega reda vnaprej ne izključimo možnosti, da bi podjetja pridobivala tudi nov lastniški kapital, ugotovimo, da v enakih razmerah obe teoriji pogosto predlagata isti vir financiranja. Frank in Goyal (2003, str. 243-245) pritrjujeta takšnim sklepom in poudarjata, da upoštevanje »primanjkljaja toka virov financiranja«, ki ga predvideva teorija vrstnega reda, ne izključuje dejavnikov strukture kapitala, ki jih omenja teorija glavnega toka.

2.5. Poizkusi združitve obeh teorij

Empirični dokazi, da nobena izmed dveh osrednjih teorij ne more natančno usmerjati in pojasniti obnašanja podjetij pri oblikovanju strukture kapitala, so spodbudili poizkuse združevanja ugotovitev obeh teorij. Običajno poizkusi temeljijo na vključevanju nekaterih spoznanj teorije vrstnega reda v bolj uveljavljeno teorijo glavnega toka, zasledil pa sem lahko tudi nekatere primere, v katerih ogrodje predstavlja Myersova teorija. Osnovna razlika med obema pristopoma je v obstoju optimalne oziroma ciljne stopnje dolga. Prvi pristop predvideva, da taka stopnja obstaja, medtem ko drugi to v skladu s teorijo vrstnega reda zanika.

Brigham in Davies (2001, str. 546) v svojem pogledu na strukturo kapitala poudarjata koristi davčnega ščita ter stroške agentov in finančne stiske. Opozarjata predvsem na nevarnost stroškov finančne stiske pri podjetjih, v sredstvih katerih prevladujejo neopredmetena sredstva. Management podjetja mora pretehtati med stroški in koristmi, saj po določenem obsegu dolga stroški presegajo koristi. Vendar avtorja predlagata, naj bo stopnja dolga nekoliko nižja, kot jo predvideva teorija glavnega toka. V skladu s teorijo vrstnega reda je namreč najemanje dolga ugodnejše od izdaje delnic in zato je za podjetje bolje, da ohranja določeno možnost najemanja dolga pod sprejemljivimi pogoji. Teorija vrstnega reda dobro opredeljuje tudi politiko strukture kapitala za podjetja z nizko rastjo, katerim običajno zadostujejo notranji viri financiranja, ter za izredno hitro rastoča podjetja, ki naj bi zaradi nevarnosti finančne stiske pridobivala določen del zunanjih virov tudi z izdajo delnic.²⁴

²³ V Shyam-Sunder in Myersovih preizkusih se namreč pri preverjanju teorije vrstnega reda ugotavlja zgolj povezavo med »primanjkljajem toka virov financiranja« in dolgoročnim dolgom.

²⁴ Velik del sredstev hitro rastočih podjetij običajno predstavlja neopredmetena sredstva. Teh sredstev ni možno prodati in tako pridobiti denarnih sredstev, zato je nevarnost finančne stiske večja.

Avtorja hkrati dodajata, da je izdaja lastniških vrednostnih papirjev bolj primerna od zadolževanja tudi za podjetja, pri katerih so stroški finančne stiske in stroški agentov že presegli koristi davčnega štita.

Izmed poizkusov združitve obeh teorij na osnovi teorije vrstnega reda je zanimivo omeniti »modificirano teorijo vrstnega reda« (Myers, 1984, str. 589), ki je sicer precej poenostavljena, vendar je usklajena z empiričnimi podatki.²⁵ Osnovne značilnosti so strnjene v štiri točke:

1. Podjetja ne želijo priti v položaj, v katerem bi bila edina možnost pridobivanja finančnih sredstev izdaja delnic ali podobno tveganih vrednostnih papirjev. Želijo se namreč izogniti nevarnosti, da bi se morali odločati med opustitvijo projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostjo (NPV) in izdajo podcenjenih delnic.
2. Ciljno stopnjo izplačevanja dividend določijo podjetja tako, da lahko normalne potrebe po lastniškem kapitalu pokrivajo z zadržanimi dobički.
3. Podjetja se lahko odločijo tudi, da bodo del investicij financirala z najemom dolga, vendar le do meje, ki še ne predstavlja prevelikega tveganja. Podjetja se nočejo izpostavljati tveganju, da bi zašla v finančne stisko, poleg tega pa želijo ohraniti sposobnost najemanja dolga po ugodnih pogojih.
4. Stabilna stopnja izplačevanja dividend in spreminjanje investicijskih priložnosti občasno povzročita, da podjetje izčrpa možnosti najema dolga pod ugodnimi pogoji. Podjetje začne zato izdajati bolj tvegane dolžniške vrednostne papirje in šele kot zadnjo možnost izbire izdajo lastniških vrednostnih papirjev.

Za »modificirano teorijo vrstnega reda« velja podobno kot pri prvotni teoriji vrstnega reda, da je struktura kapitala odsev kumulativne potrebe po zunanjih virih financiranja v določenem obdobju. Kapitalska struktura se razlikuje med posameznimi panogami kot posledica različnega tveganja, strukture sredstev in potreb po zunanjih virih financiranja, vendar povprečna kapitalska struktura v določeni panogi ne predstavlja ciljne strukture kapitala za posamezno podjetje iz panoge.

Myers (1984, str. 590) opozarja tudi na dve pomanjkljivosti »modificirane teorije vrstnega reda«. Prva pomanjkljivost je neutemeljenost trditve, da je izplačevanje dividend stabilno, druga pa nenatančno razumevanje kdaj in zakaj podjetja izdajajo lastniške vrednostne papirje. Rešitve prve pomanjkljivosti Myers ne pozna, pri drugi pa navaja možne razlage, čeprav natančnega odgovora še vedno ne poda. Podjetje naj bi namreč pred izdajo lastniških vrednostnih papirjev najemalo dolg, ki pa postaja vse bolj tvegan. Na ta način se povečujejo tako stroški finančne stiske kot stroški asimetričnosti informacij. Z izdajo lastniških vrednostnih papirjev sicer nastajajo višji stroški asimetričnosti informacij, vendar se podjetje izogne dodatnim stroškom finančne stiske. Potrebno bi bilo oceniti, kje je meja, pri kateri je vredno pričeti s pridobivanjem lastniškega kapitala. Možno pa je tudi, da se podjetje odloči za lastniški kapital tudi v stanju, ko bi lahko še najemalo dolg z nižjimi skupnimi stroški. Podjetje se namreč zaveda, da bo v prihodnosti potrebno izdati nove lastniške vrednostne papirje, kar bo povezano z višjimi stroški. Podjetje teh visokih stroškov noče v celoti prelagati na prihodnost, zato se odloči, da bo pričelo z izdajo lastniških papirjev, še predno je to nujno potrebno. Trenutno bodo zato sicer stroški svežega kapitala nekoliko višji, v bodoče pa lahko

²⁵ *Modificirana teorija vrstnega reda* je prevod angleškega izraza *modified pecking order theory*.

podjetje pričakuje nižje stroške. Prednost takšne fleksibilnosti je tudi v možnosti, da se podjetje odloči za izdajo tovrstnih papirjev, ko bo ocenjevalo, da je njihova cena visoka.

2.6. Sodobni pogledi na strukturo kapitala in teorija tempiranja trga

Z dosedanjim opisom razvoja proučevanja strukture kapitala je že delno opazno, da se vse večja pozornost preusmerja od dejavnikov, ki delujejo znotraj podjetja (stroški agentov, stroški finančne stiske) na dejavnike, ki nastopajo v povezavi med podjetjem in finančnimi trgi (asimetrija informacij). Delovanju finančnih trgov se pripisuje vse večji pomen in sodobni teoretični pogledi na strukturo kapitala se vse bolj omejujejo na pojasnjevanje vpliva finančnih oziroma kapitalskih trgov.

Titman (2002, str. 104-105) ugotavlja, da finančna politika podjetij pri oblikovanju strukture kapitala sicer upošteva stroške agentov in finančne stiske ter poizkuša vplivati na zniževanje plačila davkov, vendar, ker se omenjeni dejavniki opazno spreminjajo le na dolgi rok, jim večjo pozornost namenja le občasno. Pri rednem odločanju med financiranjem z dolgom ali lastniškim kapitalom pa managerji upoštevajo predvsem trenutna dogajanja na finančnih in kapitalskih trgih. Podjetja se odločajo za vire financiranja, ki jih lahko v določenem obdobju dobijo po najugodnejših pogojih. Predvsem tista podjetja, ki redno potrebujejo svež kapital, iščejo tudi okna priložnosti.²⁶ Razlike v razmerju med ceno in tveganjem za posamezne vrste kapitala nastajajo zato, ker

- trgi posameznih instrumentov med seboj niso združeni oziroma trgi niso enotni,²⁷
- finančni trgi niso popolni.

Titman (2002, str. 104-105) ugotavlja, da trgi lastniškega kapitala in trgi dolžniškega kapitala med seboj niso enotni, kar pomeni, da posamezni trgi različno nagrajujejo oziroma prinašajo različne donose za iste stopnje tveganja. Takšno dogajanje sicer ni v skladu s finančno teorijo, vendar empirične raziskave potrjujejo neenotnost trgov lastniškega in dolžniškega kapitala.²⁸ Sklepam lahko, da se razlika v vrednotenju tveganja med posameznimi trgi v času spreminja, managerji pa lahko to izkoriščajo za zniževanje stroškov pridobivanja novega kapitala. Titman trdi, da z izkoriščanjem neenotnosti trgov podjetja lahko povečujejo svojo vrednost.

Poleg tega na finančnih trgih obstaja vrsta nepopolnosti, med katerimi Titman opozarja predvsem na transakcijske stroške in specifične omejitve. Titman meni, da transakcijski stroški niso tako zanemarljivi, kot predvidevajo klasične teorije. Primer zelo močne specifične omejitve pa je slaba razvitost trga ob uvajanju novih finančnih instrumentov. Za določene instrumente, ki bi lahko zaradi svojih značilnosti bili zanimivi tako za vlagatelje kot podjetja, ni zadostne strokovne podpore, ker je število usposobljenih analitikov premajhno. Stroški izdaje so zato visoki, to vpliva na majhno ponudbo in posledično visoka cena takšnih instrumentov povzroča nizko povpraševanje. Likvidnost trga s takšnimi instrumenti je zato nizka. S časom se razmere lahko izboljšajo, stroški znižajo in instrument postane tržno zanimiv, zaradi česar ga podjetja uporabljajo za pridobivanje finančnih virov. Struktura kapitala se na ta način spremeni. Opisani primer je sicer precej izjemen, vendar je uporaben za

²⁶ *Okna priložnosti* je prevod za angleški izraz *windows of opportunity*.

²⁷ *Enotni trgi* je prevod za angleški izraz *integrated markets*.

²⁸ Titman (2002, str. 104) navaja raziskavo Huanga in Huanga.

pojasnitev nekaterih nepopolnosti na finančnih trgih.²⁹ Podobnim nepopolnostim v sicer nekoliko blažjih oblikah pa so izpostavljeni tudi najbolj likvidni viri kapitala.

Baker in Wurgler (2002, str. 1-30) sta oblikovala celovito teorijo tempiranja trga, ki določanje strukture kapitala pojasnjuje s prilagajanjem podjetij dogodkom na finančnih trgih in torej temelji na popolnoma drugačnih dejavnikih kot do tedaj uveljavljene teorije.³⁰ Avtorja ugotavljata, da je kapitalska struktura odvisna predvsem od preteklega gibanja vrednosti lastniškega kapitala. Obravnavana teorija ne predvideva obstoja optimalnega razmerja med lastniškim kapitalom in dolgom ter ocenjuje, da je kapitalska struktura podjetja kumulativni izid preteklih poizkusov tempiranja trga lastniškega kapitala. Visoko (nizko) stopnjo dolga imajo zato podjetja, ki so finančne vire potrebovala v času, ko so ocenjevala, da so njihovi lastniški vrednostni papirji podcenjeni (precenjeni). Po mnenju avtorjev ima teorija veliko moč pojasnjevanja in je skladna z ugotovitvami številnih empiričnih raziskav in anket med finančnimi managerji.

V svoji teoriji Baker in Wurgler (2002, str. 29-30) na podlagi različnih študij ocenjujeta, da je glavni cilj podjetja maksimiranje vrednosti premoženja obstoječih lastnikov. Poizkuse managerjev, da izkoriščajo posebne razmere na trgu lastniškega kapitala in posledični odsev takih dejanj na strukturo kapitala pa poizkušata razložiti na dva načina.

- Predpostavljala sta racionalno obnašanje tako managerjev kot tudi vlagateljev in prisotnost stroškov asimetričnosti informacij, ki se razlikujejo med podjetji in spreminjajo v času. Ob sklepanju, da občasne spremembe v razmerju med tržno in knjigovodsko vrednostjo odražajo spremembe v obsegu asimetričnih informacij v obratni smeri, se lahko pojasni delovanje managerjev kot poizkus zniževanja stroškov asimetričnosti informacij. Tudi v primeru, da obstaja neka optimalna struktura kapitala, vendar so stroški zaradi oddaljenosti od le-te nižji od stroškov izdaje vrednostnih papirjev, bodo takšni poizkusi zniževanja stroškov asimetričnosti informacij dolgoročno opazni.
- Predpostavljala sta iracionalno delovanje investitorjev in napačno ocenjevanje vrednosti vrednostnih papirjev, ki se spreminja v času. Managerji bodo izdajali delnice, ko bodo verjeli, da so stroški pridobivanja lastniškega kapitala iracionalno nizki in odkupovali delnice, ko bodo verjeli, da so stroški lastniškega kapitala iracionalno visoki. Podjetja tako želijo izkoristiti skrajna pričakovanja vlagateljev, zaradi česar bo izdaja lastniških vrednostnih papirjev pozitivno povezana z razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo. Če optimalna kapitalska struktura sploh ne obstaja, managerjem ni potrebno prilagajati svojih odločitev, kadar se tržna vrednost podjetja izenači s knjigovodsko oziroma, ko se stroški kapitala povrnejo v normalno stanje. Občasna nihanja v razmerju med tržno in knjigovodsko vrednostjo imajo zato dolgoročen vpliv na stopnjo zadolženosti podjetja.

Pri obeh razlagah se mora seveda predpostavljati, da so stroški spreminjanja oziroma prilagajanja kapitalske strukture previsoki, da bi podjetje poizkušalo izničiti vpliv posegov na kapitalskem trgu.³¹ Baker in Wurgler pojasnjujeta, da s svojimi ugotovitvami ne moreta zanikati nobene izmed razlag, vendar se lahko na podlagi nekaterih ostalih raziskav drugo razlago ocenjuje kot bolj primerno.

²⁹ Titman (2002, str. 107) navaja razvoj trga opcij v Hong Kongu in na Japonskem.

³⁰ *Tempiranje trga* je prevod za angleški izraz *market timing*.

³¹ Vzrok ni pomemben, vzrok je lahko tudi napačna izbira.

Teorija tempiranja trga uspešno pojasnjuje štiri pomembne empirično dokazane značilnosti finančne politike podjetij:

- Podjetja se odločijo za pridobivanje lastniškega kapitala namesto najemanja dolga, kadar je tržna cena njihovega lastniškega kapitala visoka v primerjavi s knjigovodsko vrednostjo in preteklimi tržnimi cenami.
- Podjetja pridobivajo lastniški kapital, kadar so njegovi stroški relativno nizki in odkupujejo lastniški kapital, ko so njegovi stroški relativno visoki.
- Podjetja želijo pridobivati lastniški kapital, ko so pričakovanja vlagateljev o dobičkih in zasluških previsoka.
- V anonimnih anketah managerji priznavajo, da poizkušajo tempirati trg.

2.6.1. Primerjava teorije tempiranja trga s teorijama glavnega toka in vrstnega reda

Baker in Wurgler (2002, str. 23-25) sta svojo teorijo poizkušala primerjati tudi z dvema najbolj uveljavljenima teorijama strukture kapitala. Avtorja primerjave sta v primerjavo vključila tudi svojo teorijo, torej je pričakovati določeno stopnjo pristranskosti in zato je potreben kritičen pogled bralca na predstavljene ugotovitve. Objektivnejše poglede in podrobnejše kritike teorije tempiranja trga se lahko pričakuje v naslednjih letih. Raziskave Hovakimianov in Tehraniana (2004, str. 537) so delno že potrdile pravilnost glavnih ugotovitev teorije tempiranja trga. Ob povišanju količnika med tržno in knjigovodsko ceno delnice naj bi se podjetja pogosteje odločala za izdajo novih lastniških vrednostnih papirjev. Kljub temu omenjeni avtorji trdijo, da naj bi obstajalo optimalno razmerje med lastniškim kapitalom in dolgom ter da dogajanja na trgu naj ne bi vplivala na spreminjanje tega razmerja.

Razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala v nekaterih pogledih upošteva tudi teorija glavnega toka; v strokovni literaturi jo pogosto navajajo pri obravnavi stroškov finančne stiske. Kljub temu ostaja osrednja značilnost teorije glavnega toka obstoj ciljne strukture kapitala. Podjetja sicer lahko pri izbiri virov financiranja upoštevajo tudi razmere na finančnih trgih in razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo, vendar morajo vsakršne odmik od ciljne strukture čimprej odpraviti. Posamezna dejanja podjetja na kapitalskih trgih zato, v nasprotju z osnovno tezo teorije tempiranja trga, naj ne bi mogla dolgoročno vplivati na strukturo kapitala. Baker in Wurgler v svojih statističnih preizkusih ugotavljata, da imajo bivše spremembe v tržnih vrednostih večji vpliv na strukturo kapitala kot katerikoli dejavnik, ki naj bi pojasnjeval obstoj ciljne strukture kapitala. Preizkusi naj bi celo zanikali, da se struktura kapitala v proučevanih podjetjih dolgoročno približuje določenemu razmerju.

Teorija vrstnega reda pojmuje razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala kot pokazatelja investicijskih priložnosti podjetja in jo je s tega stališča težko primerjati s teorijo tempiranja trga. Baker in Wurgler celo ugotavljata, da naj bi si bili teoriji v določenih pogledih popolnoma nasprotujoči. Teorija vrstnega reda predvideva, da naj bi se v obdobju obsežnih investicijskih priložnosti delež dolga v podjetju povečeval. Teorija tempiranja trga pa razlaga, da obdobja obsežnih investicij sovpadajo z obdobji, ko je tržna vrednost kapitala visoko nad knjigovodsko vrednostjo. Za podjetje je ugodno, če v takem obdobju pridobiva lastniški kapital, zato se bo finančni vzvod zmanjševal.

Teorija tempiranja trga se v dveh pomembnih pogledih razlikuje tudi od Myersove »modificirane teorije vrstnega reda«. Slednja pojasnjuje, da hitro rastoča podjetja skušajo z zadržanimi dobički zniževati stopnjo dolga in tako ohranjati ugodne pogoje za najem dolga ob morebitnih investicijskih priložnostih v prihodnosti. Teorija tempiranja trga in empirične ugotovitve pa razlagajo in dokazujejo, da podjetja za potrebe zniževanje stopnje dolga izdajajo lastniške vrednostne papirje. Baker in Wurgler tudi sklepata, da je kapitalska struktura odvisna predvsem od preteklih dogajanj, medtem ko »modificirana teorija vrstnega reda« pripisuje velik vpliv pri oblikovanju kapitalske strukture prihodnjim investicijskim priložnostim.

3. Optimalna struktura kapitala Skupine Intereuropa

3.1. Skupina Intereuropa

3.1.1. Predstavitev podjetja

Skupino Intereuropa, globalni logistični servis d.d. sestavlja 15 družb. Matična družba Intereuropa d.d. upravlja vse povezane družbe, uskupinjene in neuskupinjene. Kapitalsko povezane (uskupinjene) družbe so povezane v Skupino Intereuropa. Prevladujoči vpliv matične družbe se izraža v podatkih, da delež sredstev matične družbe v sredstvih skupinskega izkaza stanja predstavlja več kot 80%, kapital matične družbe pa več kot 95% kapitala Skupine Intereuropa.

Želel bi dodatno opozoriti na razliko med Skupino oziroma Koncernom Intereuropa in podjetjem Intereuropa d.d., ki je le del Skupine. Poudariti je potrebno, da so na borzi uvrščene delnice podjetja Intereuropa d.d. in ne celotne Skupine. V nadaljevanju dela sem skušal določiti optimalno kapitalsko strukturo Skupine Intereuropa, prav tako pa so tudi poslovni izkazi in primerjave, ki sledijo, pripravljene za celotno Skupino. Vseeno pa sem večkrat obravnaval tudi vrednost delnice podjetja Intereuropa d.d., saj je tržna vrednost kapitala Skupine odvisna predvsem od gibanja cene delnice matičnega podjetja. Ponovno poudarjam, da predstavlja knjigovodska vrednost kapitala Intereuropa d.d. več kot 95% knjigovodske vrednosti kapitala Skupine Intereuropa.

Skupina Intereuropa v zadnjih letih prehaja od ponudnika špediterskih in prevoznih storitev v koncern s celovito ponudbo logističnih storitev, po SKD pa se uvršča v dejavnost DK 63.240 (Dejavnost dr. prometnih agencij). Prodaja celotne logistične panoge v Sloveniji se je v letih 1999 in 2000 povečala za 30% oziroma 37 %, od 1999 do 2003 pa skupno za več kot 100%. Rast prodaje je pričakovana tudi v prihodnje, saj naj bi bilo zaradi večje trgovinske menjave s sosednjimi državami in EU povpraševanje po logističnih storitvah še večje.

Koncern si prizadeva utrditi položaj vodilnega ponudnika logističnih storitev v jugovzhodni Evropi in doseči položaj srednje velikega ponudnika v Evropi. V panogi, v katero je uvrščena po SKD klasifikaciji glede na glavno dejavnost, ima Intereuropa po računovodskih podatkih podjetij v zadnjih treh letih v Sloveniji več kot 25-odstotni delež. Za prikaz poslovanja Intereurope je pomembna tudi primerjava prihodkov od prodaje z dvema podjetji, ki sta pojmovani kot glavna konkurenta, Fersped d.d. in Viator&Vektor d.d.³² Podjetje Fersped je do leta 1999 dosegalo najvišjo prodajo med vsemi tremi podjetji. Preobrat je bil viden v letu 2000, ko je Skupina Intereuropa prihodke od prodaje nominalno povečala za 22% in tako dosegla 50% delež celotne prodaje obravnavanih podjetij. Do konca leta 2003 je Intereuropa svoj delež med tremi podjetji le še povečala.

Skupina Intereuropa ima skupaj z nekaterimi drugimi slovenskimi podjetji priložnost za rast v državah bivše Jugoslavije, medtem ko je na trgu EU konkurenca neprimerljivo močnejša. V Intereuropi pričakujejo, da se bodo pozitivni in negativni učinki ob vstopu Slovenije v EU pri poslovanju podjetja nevtralizirali. Negativen učinek upada prihodkov iz naslova carinskih dejavnosti, ki so v letu 2003 predstavljali okrog 18% čistih prihodkov Skupine, se bo

³² Podjetje Viator&Vektor d.d. po SKD klasifikaciji sodi v dejavnost Cestni tovorni promet.

nadomestil s pozitivnim učinkom gospodarske rasti v JV Evropi, s sprostitev in krepitev blagovnih tokov skozi Slovenijo.

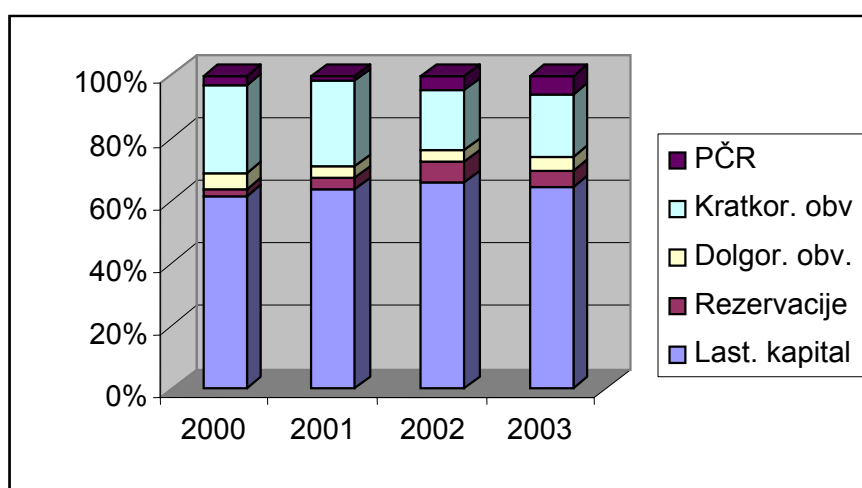
Osnovni kapital matične družbe Intereuropa d.d. je razdeljen na 7902413 navadnih delnic z oznako IEKG in nominalno vrednostjo 1000 SIT ter 54482 prednostnih delnic z nominalno vrednostjo 2000 SIT. Navadne delnice podjetja Intereuropa d.d. kotirajo na Ljubljanski borzi od leta 1998 in se po obsegu trgovanja uvrščajo med prometnejše in likvidnejše delnice na omenjeni borzi. Lastništvo je razpršeno in podjetja ne kontrolira nobena skupina oseb. Konec leta 2003 je bil največji delničar podjetje Luka Koper, ki je v letu 2003 od Slovenske odškodninske družbe odkupilo 14,2% lastniški delež. Pooblaščenice investicijske družbe so imele skupaj nekaj več kot petino delnic, preostale finančne institucije pa so že v letu 2002 svoj delež povečale s 15% na 25%. Porast lastniškega deleža finančnih institucij je bil posledica prodaje delnic s strani fizičnih oseb, katerih skupni delež se je zmanjšal na 25%. Med fizičnimi osebami moram posebej izpostaviti zaposlene v podjetju. Njihov delež je v letu 2002 upadel s 15% na 12%, konec leta 2003 pa je bil samo še 10%, kar nakazuje trend zmanjševanja notranjega lastništva v podjetju. Intereuropa d.d. nima oblikovanega sklada lastnih delnic.

Delež kapitala uskupinjenih podjetij, ki ni v lasti Intereurope d.d., je ob koncu leta 2003 predstavljal 4,5 % kapitala Skupine Intereuropa.

3.1.2. Analiza sedanje kapitalske strukture Skupine Intereuropa

Struktura obveznosti do virov sredstev Skupine Intereuropa med leti 2000 in 2003 ni doživela občutnih sprememb.

Slika 1: Struktura obveznosti do virov sredstev podjetja Intereuropa v obdobju od leta 2000 do leta 2003.



Vir: Intereuropa letna poročila 2000 in 2002, interna gradiva podjetja Intereuropa d.d. in lastni izračuni.

Lastniški kapital, ki vključuje osnovni kapital, rezerve, preneseni čisti poslovni izid iz preteklih let, čisti poslovni izid poslovnega leta, prevrednotevalne popravke in kapital

manjšinskih lastnikov, je v teh letih zajemal med 60% in 65% oziroma slabi dve tretjini virov financiranja podjetja. Takšen delež lastniškega kapitala v strukturi obveznosti do virov sredstev je ustrezal deležu stalnih sredstev v vseh sredstvih. Opozoriti je potrebno na velik delež postavke Prevrednotevalni popravki kapitala, ki je zajemal skoraj 1/3 celotnega lastniškega kapitala. Na tovrstno težavo je na primeru družbe Lek opomnil že Petrič (2000, str. 58), ki je ugotovil, da slovenski računovodski standardi ne odražajo »dejanske velikosti kapitala«. Pomemben delež znotraj lastniškega kapitala sta predstavljala tudi preneseni dobiček prejšnjih let (od 10% do 25% kapitala) in nerazdeljeni čisti dobiček (od 7% do 13% kapitala), kar je odraz uspešnega in dobičkonosnega poslovanja Skupine Intereuropa v zadnjih letih. Povečanje postavke Kapital v letu 2003 je posledica vpisa povečanja osnovnega kapitala zaradi izdaje prednostnih delnic in čistega poslovnega izida v letu 2003.

Dolgoročne rezervacije so se v letu 2001 povečale za 50%, vendar je zaradi povečanja ostalih obveznosti njihov delež upadel. Rezervacije služijo podjetju pri oblikovanju prihrankov za pokrivanje bodočih stroškov in s tem za preprečevanje bodočih izgub. Nekaj manj kot polovica dolgoročnih rezervacij v letu 2001 je bila oblikovana zaradi izdaje garancije pri prodaji delnic Simobila, preostali del pa predvsem iz naslova slabega imena, nastalega ob pripojitvi STC Celje d.d. Znesek iz tega naslova bodo do leta 2006 sorazmerno prenesli med prihodke, prav tako pa do leta 2006 pričakujejo uspešen zaključek prodaje deleža Simobila. V letu 2002 se je delež dolgoročnih rezervacij izdatno povečal, saj so v Intereuropi oblikovali rezervacije za odpravnine presežnih delavcev zaradi vstopa Slovenije v EU. V letu 2003 se je delež rezervacij zmanjšal, saj je podjetje že pričelo z izplačevanjem odpravnin, odkupom let, izvedbo delavnic ter organizacijo prešolanja za presežne delavce.

Dolgoročne obveznosti iz financiranja Skupine Intereuropa so v proučevanem obdobju zajemale pri bankah najeta dolgoročna posojila za opremo in kredite Slovenske razvojne družbe d.d.. Dolgoročne obveznosti do Slovenske razvojne družbe d.d. so se postopoma prenašala na kratkoročne obveznosti iz financiranja, poleg tega pa so prilive od prodaje kapitalskih naložb (predvsem deleža v Banki Koper) uporabljali za vračilo posojil. Po prvi polovici leta 2002 je bila zadolženost Skupine Intereuropa najnižja v zadnjih letih. Zaradi najema novih kreditov za opremo in občutnega povečanja dolgoročnih finančnih obveznosti do bank s strani matične družbe je delež dolgoročnih obveznosti iz financiranja v strukturi kapitala v letu 2003 narastel in ob koncu leta predstavljal 4,5%. Investicijskih posojil v podjetju v letu 2003 niso imeli. Takšen delež dolgoročnega dolga je bil v primerjavi s tujimi podjetji iz logistične in transportne dejavnosti izredno nizek (prikaz v podpoglavju 3.1.3.).

Delež dolgoročnih obveznosti iz poslovanja je v strukturi obveznosti do virov sredstev v podjetju zanemarljiv.

Delež kratkoročnih obveznosti iz financiranja v strukturi virov financiranja je v letu 2003 narastel zaradi povečanja kratkoročnih obveznosti do bank in zato še vedno presega delež dolgoročnih obveznosti iz financiranja.

Kratkoročne obveznosti iz poslovanja sestojijo iz kratkoročnih obveznosti do dobaviteljev, kratkoročnih obveznosti do delavcev, kratkoročnih obveznosti do države, kratkoročnih obveznosti za predujme in drugih kratkoročnih obveznosti. Kratkoročne obveznosti do dobaviteljev so ob koncu leta 2003 predstavljale skoraj 90% vseh kratkoročnih obveznosti iz poslovanja. Delež le-teh v strukturi obveznosti do virov sredstev se je v letu 2003 zmanjšal in predstavljal približno 20%.

3.1.3. Primerjava z evropskimi logističnimi in transportnimi podjetji

Svetovni logistični trg naj bi po ocenah podjetij v panogi v naslednjih letih povprečno dosegal 6% letno rast in leta 2005 naj bi bilo na tem trgu opravljenih za 1500 milijard EUR storitev. Najpomembnejši je trg ZDA, na katerem tudi delujejo največja podjetja, ki hkrati določajo smernice razvoja globalnega logističnega trga. V bodoče se lahko pričakuje nižja rast na trgih tradicionalnih storitev, predvsem špedicije, močno pa naj bi se povečal pomen specializiranih logističnih storitev in logističnega »outsourcinga«. (Primerjava Koncerna Intereuropa s sorodnimi podjetji, 2004, str. 5). Evropska podjetja v tem pogledu zelo zaostajajo za podjetji v ZDA.

Za primerjavo s Skupino Intereuropa sem izbral evropska podjetja, ki uspešno sledijo trendom razvoja logističnega trga, po obsegu sredstev in prometa ter številu zaposlenih pa se izbrana podjetja precej razlikujejo. Pogoji za izbiro podjetja je bilo tudi kotiranje njihovih delnic na borzi. Izbrana podjetja sem razdelil v tri skupine:

1. Logistični velikani: Stinnes in Kuehne&Nagel z več kot 10.000 zaposlenimi, prisotnostjo po celem svetu, klasično logistično ponudbo ter usmeritvijo v nudenje storitev podprtih z informacijskimi tehnologijami.
2. Čisti »logisti«: D.Logistics in Thiel sta hitro rastoča srednje velika ponudnika izključno modernih logističnih storitev.
3. Klasični »logisti«: Savino del Bene in Intereuropa sta manjša do srednje velika »špediterja« v fazi preobrazbe v ponudnike logističnih storitev.

Izbranim podjetjem s področja logistike sem dodal še slovensko podjetje Viator&Vektor (V&V), ki se ukvarja skoraj izključno s transportom, vendar ga kljub temu v Intereuropi smatrajo kot glavnega konkurenta. Podatki o poslovanju podjetij so povzeti iz njihovih letnih poročil.³³

Tabela 1: Sredstva in obveznosti do virov sredstev izbranih logističnih in transportnih podjetij ob koncu leta 2003 (v mio EUR).³⁴

	Intereuropa	Stinnes	K&N	D.Logistics	Thiel	SDB	V&V
Sredstva	245	5681	1602	455	446	176	65
Stalna sredstva	171	2509	305	307	291	34	50
Gibljava sredstva	74	3182	1297	148	155	142	14
Obveznosti do VS	245	5681	1602	455	446	176	65
Kapital	162	1396	588	235	186	64	33
Dolgoročne obv.	16	1337	185	90	72	12	6
Kratkoročne obv.	67	2957	829	130	187	100	25

Vir: Primerjava Koncerna Intereuropa s sorodnimi podjetji, Poslovni izkazi podjetja V&V.

³³ Z izjemo Viator&Vektor, ki ne kotira na borzi in ne objavlja letnih poročil.

³⁴ Vrednosti nisem spreminjal v SIT, saj so pomembna predvsem razmerja med posameznimi postavkami, absolutne vrednosti pa so le posrednega pomena.

Podjetja sem primerjal med seboj glede na strukturo obveznosti do virov sredstev, pokritost stalnih sredstev s kapitalom in dolgoročnimi viri financiranja ter čisto donosnost povprečnega kapitala in sredstev.

Tabela 2: Struktura obveznosti do virov sredstev izbranih logističnih in transportnih podjetij ob koncu leta 2003 (deleži v %).

	Intereuropa	Stinnes	K&N	D.Logistics	Thiel	SDB	V&V
Obveznosti do VS	100	100	100	100	100	100	100
Kapital	66,1	23,7	37,2	51,5	42,8	37,4	50,5
Dolgoročne obv.	6,5	23,5	10,6	21,0	17,3	6,9	10,3
Kratkoročne obv.	27,3	52,9	51,9	27,5	39,9	55,7	39,1

Vir: Primerjava Koncerna Intereuropa s sorodnimi podjetji, Poslovni izkazi podjetja V&V.

Intereuropa ima med vsemi opazovanimi podjetji daleč najvišji delež kapitala v strukturi obveznosti do virov sredstev. Čeprav bi moral pri primerjavi s tujimi podjetji upoštevati razlike v računovodskih standardih in morda tudi vprašljivost pravilnosti vrednotenja sredstev podjetja Intereuropa ob procesu odprave družbene lastnine, lahko ugotovim, da se Intereuropa med vsemi podjetji za financiranje svojega poslovanja v največji meri poslužuje lastniškega kapitala. Takšne razlike lahko delno pojasnim z željo po pokritju stalnih sredstev s kapitalom in drugačno strukturo sredstev preostalih podjetij. Poslovanje ostalih opazovanih podjetij temelji vse bolj na informacijskih tehnologijah, storitev prevoza in skladiščenja pa opravijo manj; zaradi tega je delež stalnih sredstev v strukturi sredstev nižji. Vseeno lahko sklepam, da je delež lastniškega kapitala med obveznostmi do virov sredstev Skupine Intereuropa nad optimalno ravniho. Delež preostalih obveznosti v Intereuropi je zaradi visokega deleža lastniškega kapitala nižji kot pri ostalih podjetjih, opozoriti pa je potrebno predvsem na skromno vlogo dolgoročnih obveznosti. Cilja Intereurope sta postati ponudnik sodobnih logističnih storitev in uvajanje novih trendov v svoje poslovanje. Intereuropa bo torej v prihodnosti z vidika strukture sredstev in tveganosti poslovanja postajala vse bolj primerljiva z ostalimi obravnavanimi podjetji, zato lahko pričakujem premike v isti smeri tudi glede strukture obveznosti do virov sredstev. Ocenjujem, da bo uvajanje novih strategij in storitev vplivalo na zmanjšanje deleža lastniškega kapitala in povečanje zadolženosti podjetja.

Pomemben kazalec finančne stabilnosti je usklajenost vrednosti stalnih sredstev z dolgoročnimi viri financiranja podjetja. Podjetja naj bi za zagotavljanje finančne stabilnosti skušala z dolgoročnimi viri financiranja pokrivati vsa stalna sredstva ter še del zalog in terjatev do kupcev, ki presegajo kratkoročne obveznosti iz poslovanja. Pri pregledu kapitalne strukture podjetja Intereuropa sem ugotovil, da so stalna sredstva skoraj v celoti pokrita že s samim lastniškim kapitalom, zato sem preveril, kakšno je razmerje med kapitalom in stalnimi sredstvi pri preostalih podjetjih.

Tabela 3: Pokritost sredstev izbranih logističnih in transportnih podjetij ob koncu leta 2003 (podatki za sredstva in obveznosti do virov sredstev so v mio EUR).

	Intereuro.a	Stinnes	K&N	D.Logistics	Thiel	SDB	V&V
Stalna sredstva	171	2509	305	307	291	34	50
Gibljiva sredstva	74	3182	1297	148	155	142	14
Kapital	162	1396	588	235	186	64	33
Dolgoročne obv.	16	1337	185	90	72	12	6
Dolgoročni viri fin.	178	2734	773	326	258	76	39
Kapital/Stalna Sredstva	0,95	0,56	1,92	0,77	0,64	1,85	0,65
Dolg. viri fin./Stalna sredstva	1,04	1,08	2,49	1,03	0,88	2,25	0,79

Vir: Primerjava Koncerna Intereuropa s sorodnimi podjetji, Poslovni izkazi podjetja V&V.

Pred pregledom pokritosti stalnih sredstev je potrebno opozoriti na različno strukturo sredstev med posameznimi podjetji. V tabelo sem zato vstavil tudi podatke o gibljivih sredstvih. V Skupini Intereuropa predstavljajo stalna sredstva več kot 70% vseh sredstev. V podjetjih K&N in SDB vrednost gibljivih sredstev večkratno presega vrednost stalnih sredstev, zato omenjeni podjetji z vidika pokritosti stalnih sredstev nista ustrezni za primerjavo. Upošteval nisem niti prevoznega podjetja V&V, kjer stalna sredstva predstavljajo skoraj 80% vseh sredstev. Pri treh preostalih podjetjih, Stinnes, D.Logistics in Thiel, sem lahko ugotovil, da je vrednost stalnih sredstev dokaj dobro usklajena z dolgoročnimi viri financiranja podjetja in da je količnik blizu vrednosti 1. Tudi v primeru Intereurope je ta količnik blizu vrednosti 1 in torej primerljiv s količniki za preostala opazovana podjetja. Z izračunom pokritosti stalnih sredstev z lastniškim kapitalom pa sem ugotovil, da razmerje za Intereuropa občutno presega razmerja v treh podjetjih iz primerjave. Medtem ko je pri tujih podjetjih razmerje med lastniškim kapitalom in stalnimi sredstvi med 1/2 in 3/4, je isto razmerje v Skupini Intereuropa skoraj 1. Podobno kot pri pregledu strukture virov financiranja sem tudi na osnovi primerjave s tujimi podjetji prišel do sklepa, da je delež lastniškega kapitala prevelik oziroma, da je Intereuropa premalo zadolžena.

Na podlagi dosedanjih ugotovitev sklepam, da je delež lastniškega kapitala med viri financiranja Skupine Intereuropa previsok. Preveril sem, kako to vpliva na donosnost kapitala.

Tabela 4: Dobiček (v mio EUR) in donosnost lastniškega kapitala in sredstev izbranih logističnih in transportnih podjetij v letu 2003 (v %).

	Intereuropa	Stinnes	K&N	D.Logistics	Thiel	SDB	V&V
Dobiček	13,7	174,2	109,5	19,5	42,2	18	1,7
Donosnost kapitala	8,7	12,5	18,6	8,3	22,7	29,3	3,6
Donosnost sredstev	5,6	3,1	6,8	4,2	9,4	10,6	2,5

Vir: Primerjava Koncerna Intereuropa s sorodnimi podjetji, Poslovni izkazi podjetja V&V.

Donosnost sredstev Intereurope je blizu povprečni neponderirani donosnosti sredstev za celotno skupino opazovanih podjetij. Tri podjetja imajo višjo donosnost sredstev, tri pa nižjo donosnost sredstev kot Intereuropa. Z vidika donosnosti lastniškega kapitala so podatki za Intereuropa oziroma njene lastnike manj ugodni. Iz primerjave sem izpustil podjetje V&V, za katerega sem že ugotovil, da ima specifično strukturo sredstev, poleg tega pa tudi pri

donosnosti sredstev odstopa od drugih podjetij. Ugotovim lahko, da ima Intereuropa z izjemo D.Logistics najnižjo donosnost lastniškega kapitala med proučevanimi podjetji. Razlika v donosnosti lastniškega kapitala je velika predvsem med Intereuropo in njej po velikosti in obsegu kapitala primerljivima podjetjema Thiel in SDB.

Ugotovitve vseh treh primerjav s tujimi logističnimi podjetji nakazujejo, da je delež lastniškega kapitala v strukturi obveznosti do virov sredstev v Skupini Intereuropa verjetno previsok. Določena nesorazmerja se sicer lahko pojasnjujejo z razlikami med državami (npr. davčne stopnje) in razlikami v dejavnosti poslovanja, ki naj bi se sčasoma odpravile in predvidoma vplivale na povečano zadolženost Intereurope. Kljub temu lahko na podlagi zgornjih primerjav sklepam, da bi za Intereuropo in njene lastnike bilo verjetno bolje, če bi delež dolga med svojimi viri financiranja nekoliko povečala.

3.2. Določitev optimalne kapitalske strukture Skupine Intereuropa

V modelu, ki sem ga uporabil za določitev optimalne strukture kapitala, sem sledil načelom teorije glavnega toka. Ugotavljal sem, kako zamenjava lastniškega kapitala s cenejšim dolgom in s tem ustvarjeni davčni ščit vplivata na vrednost podjetja. Izračunom iz modela sem dodal vpliv stroškov finančne stiske in stroškov agentov. Odločitev, da sem uporabil model, ki temelji na teoriji glavnega toka, je posledica dejstva, da je omenjena teorija še vedno najširše sprejeta, poleg tega pa je tudi edina izmed obravnavanih teorij, ki omogoča določitev ciljne strukture kapitala.

Za delniške družbe velja, da je optimalno razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom tisto, ki maksimira vrednost delnice; pri istem razmerju tudi celotno podjetje doseže svojo največjo vrednost. Lastništvo kapitala Skupine Intereuropa ni v celoti porazdeljeno le med delničarje, lastniki delnic so zgolj lastniki kapitala Intereurope d.d.. Potrebno pa je upoštevati, da na vrednost delnice posredno vpliva celotno poslovanje Skupine. Poleg tega sem predpostavljal, da je zahtevana donosnost kapitala uskupinjenih podjetij enaka zahtevani donosnosti delnic Intereurope d.d.. Omeniti je sicer potrebno, da obstajajo določene razlike v deležih dolgoročnih virov financiranja med celotno Skupino in matičnim podjetjem, vendar ker izredno velik del kapitala Skupine (več kot 95%) predstavlja kapital delniške družbe Intereuropa d.d., so te razlike v celotnem pogledu zanemarljive. Na podlagi navedenih dejstev lahko sklepam, da bosta posamezna delnica Intereurope d.d. in celotna Skupina Intereuropa dosegli najvišjo vrednost pri isti stopnji zadolženosti.

Vrednost podjetja sem izračunal po metodi diskontiranih prostih denarnih tokov, pri čemer sem kot diskontni faktor uporabil tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC). Diskontiranim prostim denarnim tokovom od začetnega obdobja³⁵ do konca napovedi³⁶ sem prištel diskontirano končno vrednost podjetja. Končna vrednost podjetja je vrednost podjetja po zadnjem letu, za katero sem ocenil pričakovani prosti denarni tok. Izračunal sem jo po Gordonovem modelu (Petrič, 2000, str. 77):

³⁵ Začetno obdobje napovedi je leto 2004.

³⁶ Zadnje leto napovedi je leto 2006. Z vstopom Slovenije v EU leta 2004 bo Intereuropa izpostavljena številnim spremembam in prestrukturiranju poslovnih dejavnosti. Ocenjujem, da naj bi bil do leta 2006 večji del prilagajanja opravljen in da se bodo poslovni rezultati ponovno stabilizirali. V pomoč pri ocenah mi je bil Razvojni načrt do leta 2006, ki so ga pripravili v podjetju. Na osnovi prostega denarnega toka v letu 2006 sem ocenil končno vrednost podjetja.

$$KV = \frac{PDT_n * (1 + g)}{(WACC - g)},$$

kjer je n število obdobji za katera napovedujem proste denarne tokove in vrednost podjetja, PDT_n prosti denarni tok v zadnjem obdobju napovedi in g stopnja rasti prostih denarnih tokov po zadnjem letu napovedi.

Sedanja vrednost podjetja je torej:

$$\text{Vrednost podjetja} = \frac{PDT_1}{(1 + WACC)} + \frac{PDT_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{PDT_{n-1}}{(1 + WACC)^{n-1}} + \frac{PDT_n + KV}{(1 + WACC)^n}.$$

Za izračun tehtanega povprečja stroškov kapitala (WACC), ki sem ga uporabil kot diskontni faktor, moram poznati zahtevano donosnost na lastniški in dolžniški kapital. Pri izračunu moram upoštevati tudi davčno stopnjo, saj obresti, ki jih podjetje plačuje na najeti dolg, veljajo kot odbitna postavka pri davčni osnovi. Tehtano povprečje stroškov kapitala torej vsebuje prilagoditve za stroške dolga, zaradi česar stroškov obresti pri izračunu prostih denarnih tokov nisem odšteval. WACC sem izračunal kot vsoto tehtanih zahtevanih donosnosti posameznih virov financiranja.³⁷

$$WACC = k_e * \left(\frac{E}{E + D} \right) + k_d * (1 - T) * \left(\frac{D}{E + D} \right),$$

kjer je k_e strošek lastniškega kapitala, k_d strošek dolžniškega kapitala, E lastniški kapital, D dolgoročni dolg podjetja in T davčna stopnja, ki se jo obračuna za odmero davka od dobička.

Stroške kapitala in vrednost podjetja sem najprej izračunal pri zadolžitvi Skupine Intereuropa s konca leta 2003, v nadaljevanju pa sem s spreminjanjem deleža dolga poizkušal ugotoviti pri kakšni strukturi kapitala bi celotno podjetje in delnica dosegla najvišjo vrednost. V analizo sem poizkušal vključiti tudi stroške finančne stiske in stroške agentov ter tako določiti optimalno strukturo kapitala Skupine Intereuropa.

3.2.1. Določitev stroškov lastniškega kapitala

Za določitev stroškov lastniškega kapitala obstaja več modelov, najpogosteje uporabljen in verjetno tudi najprimernejši pa je Capital Asset Pricing Model (Joksimovič, 1996, str. 44). Capital Asset Pricing Model (v nadaljevanju CAPM) predpostavlja, da je zahtevana donosnost lastniškega kapitala enaka vsoti donosnosti netveganega dolga in z beto (β) lastniškega kapitala pomnoženi razliki med donosnostjo lastniškega kapitala tržnega portfelja in donosnostjo netveganega dolga:

$$k_e = k_{RF} + \beta_e (k_M - k_{RF}),$$

kjer je k_{RF} strošek netveganega dolga, β_e beta lastniškega kapitala, k_M donosnost lastniškega kapitala tržnega portfelja in $(k_M - k_{RF})$ tržna premija za tveganje.

³⁷ V modelu sem upošteval samo dolgoročne vire financiranja podjetja, torej lastniški kapital in dolgoročni dolg.

V modelu uporabljena beta predstavlja mero za sistematično tveganje lastniškega kapitala in narašča s povečevanjem deleža dolga v strukturi kapitala. Beta lastniškega kapitala odraža povečevanje zahtevane donosnosti na lastniški kapital, ki jo ob povečevanju deleža dolga zahtevajo lastniki kapitala. Takšne zahteve so posledica večjega finančnega tveganja in večjih standardnih odklonov bodočih donosov na lastniški kapital. Beta lastniškega kapitala lahko izrazim tudi s pomočjo bete sredstev in bete dolžniškega kapitala podjetja (hkrati upoštevam tudi davek na dobiček):

$$\beta_e = \beta_a + \frac{D}{E} * (1-T) * (\beta_a - \beta_d),$$

kjer je β_a beta sredstev podjetja in β_d beta dolga podjetja in T davčna stopnja, ki se jo obračuna za odmero davka od dobička.

Beta lastniškega kapitala je enaka beti sredstev samo, če podjetje sploh ni zadolženo; sicer pa je beta lastniškega kapitala večja od bete sredstev, saj je, zaradi večje tveganosti lastniškega kapitala od dolžniškega kapitala, zadnji člen enačbe vedno pozitiven. Beta lastniškega kapitala je večja od bete sredstev zato, ker poleg sistematičnega dela poslovnega tveganja, vsebuje tudi celotno finančno tveganje podjetja (Joksimovič, 1996, str. 50-52).

Z vstavitvijo enačbe za izračun β lastniškega kapitala v enačbo za izračun donosnosti na lastniški kapital in ob predpostavki, da je ob zmernem deležu dolga v kapitalski strukturi Intereurope njegovo tveganje zanemarljivo, sem ugotovil, da je zahtevana donosnost na lastniški kapital:

$$k_e = k_{RF} + (k_M - k_{RF}) * \beta_a * \left(1 + (1 - T) * \frac{D}{E} \right).$$

V nadaljevanju so pojasnjeni načini določanja vrednosti posameznih postavk iz enačbe za izračun donosnosti lastniškega kapitala, ki sem jih uporabil v svojih izračunih.

3.2.2. Donosnost netveganega dolga

V strokovni literaturi je donosnost netveganega dolga določena na podlagi vrednostnih papirjev, ki jih izdaja država, vendar pri tem prihaja do precejšnjih razlik v ročnosti uporabljenih papirjev. Ehrhardt (1994, str. 60) npr. določa donosnost netveganega dolga na podlagi donosnosti zakladnih menic, medtem ko Copeland (1990, str.192) priporoča uporabo desetletnih državnih obveznic.

V svojih izračunih sem donosnost netveganega dolga določil na podlagi desetletnih obveznic Republike Slovenije z oznako RS44, ki so denominirane v SIT. Obveznice RS44, ki so bile izdane v letu 2002, imajo fiksno določeno obrestno mero, ki vključuje pričakovanja o bodoči inflaciji.³⁸ Nakupni tečaj obveznice RS44 je bil 5.1.2004 enak nominalni vrednosti obveznice

³⁸ Donosnost izbranih obveznic do dospelja sem izračunal s pomočjo enačbe, ki jo priporočata Fabozzi in Modigliani (1992, str. 532):

(dnevnik Finance, 6.1.2004). Nominalna letna donosnost obveznice je 6,65%, vendar sem pri nadaljnjih izračunih potreboval realno donosnost. Ob upoštevanju pričakovane letne stopnje inflacije v višini 3,85%, sem realno donosnost obveznice izračunal s pomočjo Fisherjeve formule, kjer n označuje nominalno obrestno mero, i pa stopnjo inflacije:

$$r_f = \frac{(1+n)}{(1+i)} = \frac{1,0665}{1,0385} = 0.0269 = 2,69\%.$$

Realna donosnost netveganega dolga, ki sem jo uporabil v modelu, znaša 2,69%.

3.2.3. Tržna premija za tveganje

Tržna premija za tveganje je razlika med pričakovano donosnostjo tržnega portfelja in donosnostjo netveganega dolga. Zaradi težavnosti in tveganosti napovedi bodočih donosnosti se tržno premijo za tveganje določa na podlagi zgodovinskih podatkov iz razvitejših tržnih gospodarstev, običajno ZDA.

Tabela 5: Aritmetično in geometrično povprečje tržne premije za tveganje v ZDA v različnih obdobjih izračunano glede na dolgoročne državne obveznice (T-Bond) in zakladne menice (T-Bill) v ZDA in izraženo v %.

	Obdobje	T-Bond	T-Bill
Geometrično povprečje tržne premije za tveganje	1963-2003	3,82%	4,85%
	1993-2003	3,57%	6,86%
Aritmetično povprečje tržne premije za tveganje	1963-2003	4,70%	6,09%
	1993-2003	4,87%	8,43%
	2001	5,05%	1,8%
	2002	3,81%	1,2%

Vir: The Damodaran database, 2004 a.

Težava, ki je prisotna pri določanju tržne premije za tveganje je v izbiri med geometričnim in aritmetičnim povprečjem tržne premije. Večina avtorjev zagovarja uporabo aritmetičnega povprečja tržne premije za tveganje. Joksimovič (1996, str. 52) navaja, da naj bi bila uporaba geometričnega povprečja primernejša, če investitorji delnice posedujejo daljše obdobje in tudi dividende porabijo za nakup novih delnic, medtem ko je aritmetično povprečje bolj uporabno, če delničarji svoj portfelj občasno preoblikujejo. V skladu s prevladujočim mnenjem v

$$\frac{P}{M} = \frac{C}{2M} * \frac{1 - \left(1 + \frac{y}{2}\right)^{-2n}}{\frac{y}{2}} + \frac{1}{\left(1 + \frac{y}{2}\right)^{2n}},$$

kjer P označuje nakupni tečaj obveznice, M nominalni tečaj obveznice, C letne obresti, n število let do dospelja, y pa donosnost obveznice. V enačbi sem upošteval realne letne obresti, tako da sem ob izračunu vrednosti za y ugotovil realno donosnost obveznice.

strokovni literaturi in ob upoštevanju dejstva, da je delnica Intereurope d.d. med najbolj prometnimi na slovenskem trgu, sem pri svojih izračunih uporabil aritmetično povprečje tržne premije za tveganje.

Donosnost netveganega dolga, ki sem jo določil v podpoglavju 3.2.3, vpliva tudi na višino tržne premije za tveganje. Za pravilnost izračunov je zato pomembno, da v obeh primerih uporabim čim bolj enotne podatke. Tržno premijo za tveganje lahko namreč izračunam kot razliko med pričakovano donosnostjo tržnega portfelja in donosnostjo dolgoročnih državnih obveznic ali enoletnih zakladnih menic. Podatke, ki sem jih prikazal v Tabeli 6, sem povzel iz ZDA in označujejo razliko med donosnostjo tržnega portfelja 500 podjetij (S&P 500) in dolgoročnimi državnimi obveznicami (T-Bonds) oziroma zakladnimi menicami (T-Bills). Donosnost netveganega dolga za slovenski trg sem določil na podlagi dolgoročne državne obveznice, zato je pravilno, da tudi pri izračunih za trg v ZDA upoštevam razliko med donosnostjo tržnega premoženja in dolgoročnih državnih obveznic.

Višina tržne premije za tveganje se občutno razlikuje tudi glede na izbrano obdobje merjenja. Literatura večinoma priporoča čim daljša obdobja. Vendar moram pred dokončno izbiro izpostaviti nekatere dogodke in gibanja v zadnjih letih. Delniški trg ZDA in indeks S&P 500 sta v večjem delu devetdesetih let beležila visoko stopnjo rasti vrednosti, ki se je v zadnjih letih desetletja še povečevala.³⁹ Povprečna tržna premija za tveganje (glede na T-bond) je bila zato v obdobju 1990-2000 zelo visoka. V začetku leta 2000 je prenapihnjeni borzni balon počil, kar je povzročilo korenito znižanje cen delnic. Podatki iz Tabele 6 pričajo, da sta donosnost tržnega premoženja in posledično tudi tržna premija za tveganje do konca leta 2002 močno upadli. Čeprav se je vrednost najpomembnejših svetovnih borznih indeksov v letu 2003 povzpela in prevladuje mnenje, da je glavna nevarnost močnega upadanja tržnih donosov minila, so tudi za prihodnja leta predvidene nekoliko bolj umirjene stopnje rasti svetovnega gospodarstva. Slovenski organizirani trg lastniških vrednostnih papirjev je v letu 2002 in tudi drugi polovici leta 2003 doživel visok porast cen in v letu 2004 dosegel svoje najvišje vrednosti, zato lahko v bodoče pričakujem bolj umirjeno gibanje. Tudi vpliv negotovih svetovnih razmer na slovensko gospodarstvo in delovanje podjetij se bo morda povečal in negativno vplival na rast vrednosti. V bližnji prihodnosti torej ni predviden večji poskok rasti donosnosti delnic podjetij, ki kotirajo na borzi. V svojih izračunih sem zato upošteval stopnje donosa in tržne premije, ki presegajo tiste iz leta 2002, vendar so še vedno nekoliko nižje kot so bile v ZDA v zadnjem desetletju. Razliko med donosnostjo tržnega premoženja in dolgoročnih državnih obveznic sem tako ocenil v višini 4,70%.

Pri prenosu tržne premije za tveganje iz ZDA v Slovenijo je potrebno prišteti še premijo za višjo stopnjo naložbenega tveganja v Sloveniji. Kapitalski trg v Sloveniji je še vedno precej zaprt in udeležba tujih investitorjev na njem je majhna, poleg tega pa so tudi slovenski investitorji precej zadržani pri izvozu kapitala na tuje trge vrednostnih papirjev. Sčasoma, predvsem z vstopom Slovenije v EU, se bodo tokovi sprostili in investitorji v slovenska podjetja bodo v še večji meri v izračunu zahtevane stopnje donosa upoštevali tudi politična in poslovna tveganja v državi. Družba Moody's ocenjuje rizičnost naložb v Sloveniji z oznako Aa3 (The Damodaran database, 2004 b).⁴⁰ Na podlagi omenjene oznake in z uporabo

³⁹ V tem obdobju je še bolj porasel indeks Nasdaq, ki vključuje delnice t.i. tehnoloških podjetij, ki kotirajo na borzi v New Yorku.

⁴⁰ Ocena na dan 15.4.03; upoštevati je potrebno, da se tovrstne ocene praviloma spreminjajo šele na daljša obdobja. Najvišja ocena, ki jo prisodi družba Moody's za najmanj tvegane države je Aaa. Slovenija po oceni sodi v zgornjo tretjino lestvice najmanj rizičnih držav. Enako oceno sta dobila Tajvan in Kajmanski otoki.

ustreznih količnikov, lahko premijo za višjo stopnjo naložbenega tveganja v Sloveniji v primerjavi z ZDA ocenim na 1,35%.

Tržna premija za tveganje, ki sem jo uporabil v izračunih, je tako sestavljena iz na podlagi sedanjih in pričakovanih razmer popravljene tržne premije za tveganje za ZDA iz preteklih let in premije za višjo stopnjo naložbenega tveganja v Sloveniji. Skupno znaša tržna premija za tveganje na slovenskem trgu 6,05%.

Omeniti je potrebno, da zaradi tega, ker gre zgolj za razliko med dvema stopnjama donosnosti, pri prenosu vrednosti premije iz ZDA v druge države ni potrebno upoštevati razlik v inflaciji med državama.

3.2.4. Mera za sistematično tveganje – beta (β)

Delnice Intereurope d.d. kotirajo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev že od leta 1998 in teoretično bi beto (β) delnice oziroma podjetja lahko izračunal glede na njeno gibanje v primerjavi s portfeljem delnic na slovenskem trgu. Vendar so v tem obdobju tako delnice Intereurope d.d. kot tudi ostale delnice na slovenskem trgu doživljale velike cenovne spremembe. Trg kapitala pri nas še ni zadostno razvit in ustreznost rezultatov izračunov na podlagi podatkov s slovenskega trga je vprašljiva.

Beta sredstev, ki sem jo uporabil v svojih izračunih, sem zato določil na podlagi bete sredstev izračunane za transportna podjetja iz ZDA. Predpostavil sem torej, da naj bi bila beta sredstev podjetij iz sorodne dejavnosti med državami primerljiva in da lahko tovrstne ugotovitve z določenega trga prenesem tudi v druge države. Beta sredstev, ki sem jo uporabil v svojih izračunih je 0,79.

3.2.5. Davčna stopnja za obdavčitev dobička

Z najemanjem dolga si podjetje ustvarja davčni ščit, saj so obresti, ki jih podjetje plačuje za najeti dolg odbitna postavka pri določanju davčne osnove. Zatorej je potrebno ob ugotavljanju vplivov, ki jih ima spreminjanje višine dolga na posamezne vrednosti in kazalnike, vedno upoštevati tudi spreminjanje višine davčnega ščita. Davčni ščit je odvisen od količine dolga in davčne stopnje za obdavčitev dobička podjetja. Višina najetega dolga vpliva tako na donosnost lastniškega kapitala kot tudi na tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC), zato je za izračun v obeh primerih potrebno tudi poznavanje davčne stopnje za obdavčitev dobička.

Predpisana davčna stopnja za obdavčitev dobička podjetij v Sloveniji je 25% (Zakon o davku od dohodka pravnih oseb, 2004), toda pred uporabo davčne stopnje v nadaljnjih izračunih je potrebno upoštevati dodatne dejavnike.

Zakon o davku od dobička pravnih oseb in predpisi, izdani na njegovi podlagi, prenehajo veljati z dnem uveljavitve Zakona o davku od dohodka pravnih oseb, uporabljajo pa se do 31.12.2004. V Zakonu o davku od dobička pravnih oseb je navedeno:

- Davčnemu zavezancu se prizna davčna olajšava v višini 20% investiranega zneska v opredmetena osnovna sredstva (razen v osebna motorna vozila) in neopredmetena dolgoročna sredstva, vendar največ v višini davčne osnove, če gre za investicije v opredmetena osnovna

sredstva in neopredmetena dolgoročna sredstva v Republiki Sloveniji (Zakon o davku od dobička pravnih oseb, 2003).

- Davčnemu zavezancu se prizna dodatna davčna olajšava (razen v osebna motorna vozila) v višini 20% investiranega zneska v opremo, razen v pohišstvo in pisarniško opremo brez računalniške opreme, in neopredmetena dolgoročna sredstva, vendar največ v višini davčne osnove, če gre za investicije v opremo in neopredmetena dolgoročna sredstva v Republiki Sloveniji (Zakon o davku od dobička pravnih oseb, 2003).

Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb je začel veljati 21.4. 2004, uporablja pa se od 1.1. 2005. V Zakonu o davku od dohodkov pravnih oseb je navedeno:

- Zavezanec lahko uveljavlja zmanjšanje davčne osnove v višini 10% investiranega zneska v opremo, razen v osebna motorna vozila ter razen v pohišstvo in pisarniško opremo brez računalniške opreme, in neopredmetena dolgoročna sredstva, vendar največ v višini davčne osnove, če gre za investicije v opremo in neopredmetena dolgoročna sredstva v Sloveniji (Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb, 2004).
- Predpisano davčno stopnjo, zmanjšano za zgoraj naštete olajšave, lahko uporabim pri izračunu davčnega štita le v primeru, da je pričakovani dobiček pred odhodki za obresti in davki v vseh letih napovedi večji od pričakovanih odhodkov za obresti. Če ta pogoj ni izpolnjen, pomeni, da izdatki za obresti, ki jih podjetje plačuje za določen delež dolga, ne vplivajo na plačilo davka. Izračune bi bilo zato potrebno dodatno prirediti.

Podjetje Intereuropa je v zadnjih 5 letih v povprečju plačevalo davek v višini 19,3 % letnega dobička. V načrtih prihodnjega poslovanja lahko razberem, da v podjetju pričakujejo večjo rast investicij v primerjavi z rastjo dobička, zaradi česar naj bi bile tudi olajšave iz tega naslova večje. Upoštevati pa je potrebno, da se bo z novim Zakonom o davku od dohodkov pravnih oseb delež investicij, ki se lahko uveljavlja za zmanjšanje davčne osnove znižal. Upoštevajoč napoved poslovanja Intereurope in sprejete spremembe zakonodaje sem v izračunih predvidel 19% davčno stopnjo za obdavčitev dobička podjetja.

3.2.6. Stroški dolžniškega kapitala

Intereuropa d.d. najema posojila pri različnih slovenskih bankah. Ves sedanji dolgoročni dolg je bil najet v tuji valuti (EUR) za potrebe financiranja in zavarovanja uvoza ter za potrebe hčerinskih podjetij v tujini. Delež dolgoročnega dolga v Skupini Intereuropa je nizek (nekaj nad 5,5% ob koncu leta 2003), pa tudi glede na ostale poslovne rezultate in kazalce sodi podjetje v prvi bonitetni razred pri slovenskih bankah. Omeniti je potrebno tudi poslovno in kapitalsko povezanost Intereurope z Banko Koper, kar podjetju omogoča najem dolga po še dodatno ugodnejših pogojih. Strošek dolžniškega kapitala pri stopnji zadolženosti ob koncu leta 2003 sem ocenil na 7,09%. Za potrebe sledečih izračunov moram upoštevati realen strošek dolga, zato je potrebno izločiti vpliv inflacije na obrestno mero. Pri določanju netvegane stopnje donosa sem pričakovano stopnjo inflacije ocenil na 3,85; isto stopnjo inflacije sem uporabil tudi za izračun realne obrestne mere, po kateri Intereuropa najema posojila.

$$r_{d1} = \frac{(1+n)}{(1+i)} = \frac{1,0709}{1,0385} = 0,0312 = 3,12\%.$$

Realna obrestna mera na najeti dolgoročni dolg, ki sem jo uporabil v modelu ob stopnji zadolženosti Skupine Intereuropa ob koncu leta 2003, znaša 3,12%, kar je za 1/6 nad netvegano stopnjo donosnosti. Podobni pogoji za najem posojil veljajo tudi za primerljiva večja in stabilna slovenska podjetja.

V simulaciji različnih stopenj zadolženosti Skupine Intereuropa sem predpostavljajal, da bo dodatni najeti dolgoročni dolg uporabljen za odkup delnic podjetja. Delnice Intereurope d.d. kotirajo na Ljubljanski borzi in promet z njimi poteka v SIT. Intereuropa d.d. lahko v ta namen najema tolarska posojila v Sloveniji ali posojila v tuji valuti v tujini in jih potem zamenja v SIT. Z zakonom prepovedano pa je, da bi Intereuropa d.d. najela posojilo v tuji valuti pri banki, locirani v Sloveniji, in nato izposojeni znesek zamenjala v SIT. Intereuropa d.d. do sedaj še ni najemala posojil pri tujih bankah, zato sem predpostavljajal, da se bo zadolžila pri slovenskih bankah.⁴¹

Predpostavljajal sem, da bi se ob večji zadolženosti in večjem finančnem tveganju podjetja obrestna mera povišala. Upošteval sem, da banke pri določanju obrestnih mer uvrščajo podjetja v bonitetne razrede, zaradi česar se obrestna mera spreminja stopničasto. Vendar banke hkrati vsako posojilo ocenjujejo tudi na osnovi projekta, kateremu naj bi bilo posojilo namenjeno, zato sem predvidel naraščanje obrestne mere tudi znotraj posameznih razredov. Obrestno mero sem znotraj posameznih razredov povečeval linearno v odvisnosti od deleža dolga, pri posameznih stopnjah dolga pa sem povečal vpliv deleža dolga na obrestno mero, zaradi česar obrestna mera narašča stopničasto. Pri povečevanju obrestne mere v odvisnosti od deleža dolga sem okvirno sledil spremembam obrestne mere, ki jih je za podjetje Lek izračunal Petrič (2000, priloga xx) z metodologijo vrednotenja opcij.

Tabela 6: Obrestna mera za dolg podjetja Intereuropa (v %).

D/D+E	5% -15%	15% - 20%	20% -
Realni strošek dolga	3,12% + D1*4	r ₁ +D2 *14	r ₂ +D3*30

$$D1 = D_a / D+E ; 5\% < D_a > 15\%,$$

$$D2 = D_b / D+E ; 15\% < D_b > 20\%,$$

$$D3 = D_c / D+E ; 20\% < D_c ,$$

$$r_1 = 3,12\% + D1*4,$$

$$r_2 = r_1 + D2 *14.$$

Vir: Lastne ocene in izračuni, 2004.

3.2.7. Izračun zahtevane donosnosti lastniškega kapitala za Skupino Intereuropa

V podpoglavju 3.2.1 je bilo pojasnjeno, kako s CAPM lahko ocenim donosnost lastniškega kapitala, v nadaljevanju pa so bile predstavljene posamezne vrednosti, ki sem jih vključil v

⁴¹ V izračunih sem upošteval tudi višino posojil, ki bi jo težko oziroma je ne bi mogla zagotoviti ena sama slovenska banka, zato bi Intereuropa morala najeti dolg pri konzorciju slovenskih bank.

svoje izračune. Določil sem donosnost netveganega dolga, tržno premijo za tveganje, davčno stopnjo za določitev davčnega ščita ter beto sredstev podjetja. Za izračun donosnosti lastniškega kapitala z enačbo

$$k_e = k_{RF} + (k_M - k_{RF}) * \beta_a * \left(1 + (1 - T) * \frac{D}{E} \right)$$

sem moral določiti samo še razmerje med vrednostima dolgoročnega dolga in lastniškega kapitala podjetja. Vrednost dolgoročnega dolga in lastniškega kapitala lahko določim na osnovi knjigovodskih ali tržnih vrednosti, v primeru slovenskih podjetij pa je primerno uporabiti tudi ocenjeno vrednost. Zaradi slabše razvitosti trga kapitala lahko namreč ocenjujem, da le-ta ni enaka tržni vrednosti. Ocenjeno vrednost podjetja in ocenjeno donosnost lastniškega kapitala bom predstavil kasneje, saj takšen izračun zahteva nekatere dodatne podatke, na tem mestu pa sem se omejil na uporabo knjigovodskih in tržnih vrednosti.

Potrebno je poudariti, da odločanje o uporabljenih vrednostih vpliva predvsem na vrednost lastniškega kapitala, medtem ko so razlike v vrednosti dolga običajno zanemarljive. Strokovna literatura za določitev ciljne strukture kapitala priporoča uporabo tržne vrednosti, saj le-ta bolje odraža dejansko vrednost lastniškega kapitala. V praksi kljub temu prevladuje uporaba knjigovodskih vrednosti, saj tržna vrednost zaradi dogajanja na kapitalskih trgih običajno doživlja občutna nihanja in bi tovrstni izračuni že na kratek rok bili zelo različni.

Sledi prikaz izračuna zahtevane realne donosnosti na lastniški kapital po CAPM za Skupino Intereuropa glede na stanje dolgoročnega dolga in lastniškega kapitala konec leta 2003 po knjigovodskih in tržnih vrednostih.

Knjigovodska vrednost kapitala na dan 30.12.2002 je znašala 38,047 milijarde SIT, dolgoročni dolg pa je na isti dan znašal 2,644 milijarde SIT.⁴² Zahtevana realna donosnost lastniškega kapitala Skupine Intereuropa na osnovi knjigovodskih vrednosti je bila:

$$k_e = 2,69\% + 6,05\% * 0,79 * \left(1 + (1 - 0,17) * \frac{2,644}{38,047} \right) = 7,745\%.$$

Tržna cena delnice podjetja Intereuropa d.d. na dan 30.12.2003 je bila 5430 SIT, iz česar sledi, da je ob 7902413 izdanih delnicah tržna vrednost lastniškega kapitala bila 42,910 milijarde SIT. V mojih izračunih moram upoštevati vrednost kapitala Skupine Intereuropa, zato sem moral navedeni vrednosti prišteti še vrednost dela kapitala uskupinjenih podjetij, ki ni v lasti Intereurope d.d.. Omenjeni del kapitala Skupine ne kotira na trgu, zato sem moral upoštevati njegovo knjigovodsko vrednost. Konec leta 2003 je bila knjigovodska vrednost dela kapitala uskupinjenih podjetij, ki ni v lasti Intereurope d.d., 1,989 milijarde SIT. Celotna

⁴² Pri določanju vrednosti lastniškega kapitala nisem upošteval vrednosti prednostnih delnic, ki so bile izdane v letu 2003. Tovrstna odločitev temelji na dveh razlogih. Prednostne delnice v knjigovodskih izkazih predstavljajo del lastniškega kapitala, čeprav so zaradi zajamčene dividende po nekaterih svojih lastnostih bolj sorodne dolžniškemu kapitalu. Poleg tega prednostne delnice ne kotirajo na trgu vrednostnih papirjev in bi bilo njihovo tržno vrednost v nadaljevanju nemogoče določiti. Poudariti je tudi potrebno, da je vrednost prednostnih delnic z nominalno vrednostjo 0,1 milijarde SIT v primerjavi s celotnim lastniškim kapitalom zanemarljiva.

vrednost tako izračunanega kapitala Skupine Intereuropa je 44,899 milijarde SIT.⁴³ V nadaljevanju sem to vrednost upošteval kot tržno ceno Skupine Intereuropa, saj je opazno, da tržna vrednost delnic predstavlja izredno velik del izračunane vsote. Za tržno vrednost dolga sem predpostavljal, da se ne razlikuje od njegove knjigovodske vrednosti. Zahtevana realna donosnost lastniškega kapitala Skupine Intereuropa na osnovi tržne vrednosti je bila:

$$k_e = 2,69\% + 6,05\% * 0,79 * \left(1 + (1 - 0,17) * \frac{2,644}{44,899} \right) = 7,703\%.$$

Zahtevana realna donosnost kapitala ob koncu leta 2003 je v obeh primerih znašala nekaj nad 7,7%, razlika pa je bila le 0,04 odstotne točke. Izračuna sta prikazana zato, da opozorita na vprašanje odločanja med knjigovodskimi in tržnimi vrednostmi ter delno tudi na vpliv različnih deležev dolga in kapitala na zahtevano donosnost lastniškega kapitala. V nadaljevanju sem določil še zahtevano donosnost, ki temelji na ocenjeni vrednosti podjetja in lastniškega kapitala. Takšno zahtevano realno donosnost lastniškega kapitala sem uporabil tudi v svojem modelu za ugotavljanje optimalne kapitalske strukture Skupine Intereuropa.

3.2.8. Napoved prihodnjega poslovanja Skupine Intereuropa

Napoved bodočega poslovanja Skupine Intereuropa temelji na v podjetju izdelanem razvojnem načrtu do leta 2006 ter podatkih in mnenjih pristojnih iz področja financ v podjetju.⁴⁴

Pred predstavitvijo napovedi prihodnjega poslovanja Intereurope je potrebno omeniti in pojasniti dogodke in procese, ki so v podjetju potekali v bližnji preteklosti in dogodke, ki bodo zagotovo vplivali na bodoče delovanje Skupine. Leta 2002 je Intereuropa z izdajo novih delnic in zamenjavo le-teh za delnice ciljne družbe prevzela družbo STTC Maribor d.d.. V letu 2003 je bila družba STTC Maribor vključena v Skupino Intereuropi. V zadnjem obdobju so bila dodatno uskupinjena štiri nova podjetja, v katerih je Intereuropa d.d. postala večinski lastnik, medtem ko sta dve nekoč uskupinjeni podjetji pridobili status pridruženih družb. Koncern sedaj vključuje petnajst slovenskih in tujih podjetij, v katerih je Intereuropa d.d. lastnik večinskega deleža kapitala. Intereuropa d.d. je v letu 2003 izdala 54482 prednostnih delnic z nominalno vrednostjo 2000 SIT. Dogodki so zanimivi zaradi načina financiranja naložb in posledičnega povečanja kapitala družbe kot tudi za proučevanje predvidene rasti Skupine Intereuropa, ki v srednjeročnem razvojnem načrtu predvideva tudi prevzemanje sorodnih družb. Omeniti je potrebno tudi prodajo lastniških deležev, ki jih je Intereuropa imela v Banki Koper in operaterju mobilne telefonije Simobilu. Finančna sredstva iz tega naslova bo Intereuropa v celoti prejela do leta 2006 (Banka Koper) oziroma 2007 (Simobil), oba dogodka pa močno vplivata na poslovne izkaze podjetja. Prihodki iz prodaje obeh lastniških deležev bodo uporabljeni tudi za ublažitev nihanja dobička v letih, ko je in bo Intereuropa izpostavljena obsežnejšemu prestrukturiranju. Prestrukturiranje in spremembe v poslovanju Intereurope so povezane predvsem z vstopom Slovenije v Evropsko Unijo leta 2004. Prihodki od carinskih storitev so v letu 2003 predstavljali 18% čistih prihodkov od

⁴³ Tako kot pri knjigovodski vrednosti tudi pri določanju tržne vrednosti lastniškega kapitala in dolga prednostnih delnic nisem upošteval.

⁴⁴ Natančnejše podatke o načrtovanem poslovanju podjetja Intereuropa sem dobil v pogovoru z g. Vrabcem, članom uprave za področje financ, računovodstva, notranje revizije in kontrolinga ter informatike in g. Keranovičem, vodjem sektorja za kontroling.

prodaje Skupine Intereuropa. Z ukinitvijo meje med Slovenijo in preostalimi državami EU bo obseg carinskih storitev močno upadel. Intereuropa se zato pospešeno preusmerja na druga področja delovanja, kljub temu pa je pričakovati kratkoročno zmanjšanje dobička iz poslovanja ter obsežnejše odpuščanje delavcev.

3.2.9. Poslovanje podjetja

V skladu z razvojnim načrtom je v podjetju predvideno nadaljevanje rasti prodaje. Med leti 1998 in 2000 je bila nominalna rast prodaje v povprečju 22% na leto, v letu 2003 je bila rast prodaje nekoliko nižja in je znašala 5% glede na prejšnje leto, do leta 2006 pa naj bi letna realna rast prodaje v povprečju bila 6,7%. Zmanjšanje rasti prodaje je posledica počasnejše gospodarske rasti v svetu in pri nas ter prestrukturiranja podjetja v luči vstopa v EU. Razmere se bodo odražale tudi v nihanju višine dobička iz poslovanja. V podjetju se zavedajo, da takšne spremembe in občasni nižji izkazani dobički negativno vplivajo na odnos lastnikov in potencialnih investorjev do podjetja, zato je v razvojnem načrtu predvideno uravnoteženo gibanje dobička s povečanjem dobička iz financiranja. Dobiček iz financiranja bo v nekaterih letih nadpovprečno visok predvsem zaradi že omenjene prodaje lastniških deležev v podjetjih, v katerih je bila Intereuropa kapitalsko udeležena.

Predvidena letna realna rast bilance stanja do leta 2006 je v povprečju 6%. V tem obdobju naj bi se med sredstvi povečala stalna sredstva, medtem ko naj bi se obseg gibljivih sredstev celo nekoliko zmanjšal. Izrazit skok v količini sredstev je bil v letu 2002, ko je bilo prevzeto podjetje STTC Maribor. V letu 2003 je Skupina Intereuropa dosegla 5,6% realno rast sredstev.

3.2.10. Dividendna politika

Odločitev o delitvi dobička ima občuten vpliv na tržno vrednost podjetja in odnos investorjev do delnice podjetja. Špekulativni investitorji, ki delnice podjetja kupijo za krajše obdobje, pričakujejo predvsem visoke kapitalske dobičke in dividendni donosi zanje niso osnovnega pomena. Vlagatelji, ki se odločajo za dolgoročnejši nakup delnice, pa pričakujejo redna izplačila iz ustvarjenega dobička. Načeloma je za podjetje, ki ustvarja višjo donosnost od zahtevane donosnosti lastniškega kapitala bolje, da se celoten dobiček zadrži v podjetju. V primeru, da je ustvarjena donosnost nižja od zahtevane, pa je bolje, da se dobiček izplača v obliki dividend oziroma porabi za odkup delnic (Hagstrom, 1994, str. 80-81). Vendar določen del lastnikov kapitala, predvsem fizične osebe, pričakuje in potrebuje redne donose od investiranega kapitala, zato je za podjetje bolje, da redno izplačuje del ustvarjenega dobička v obliki dividend.⁴⁵

Redna izplačila dividend zagotavljajo tudi določeno stabilnost oziroma blažijo morebitne padce tržne cene delnice. Podjetja, katerih izplačila dividend so redna in stabilna skozi daljše obdobje, namreč zagotavljajo investorjem določen donos tudi v primeru upadanja vrednosti delnic na kapitalskih trgih. Lynch (1990, str. 204-205) je opazoval dogajanje v letu 1987, ko je bil v ZDA izrazit trend negativnega gibanja vrednosti lastniških vrednostnih papirjev. Ugotovil je, da so se cene delnic podjetij, ki so izplačevala visoke dividende, znižale občutno

⁴⁵ Ob koncu leta 2003 je bilo v lasti fizičnih oseb 25% lastniškega kapitala podjetja Intereuropa d.d.

manj kot cene delnic podjetij, ki so izplačevala nizke dividende oziroma dividend sploh niso izplačevala.

Podjetje Intereuropa d.d. že dalj časa svojim delničarjem redno izplačuje dividende. Višino dividende na delnico določajo na osnovi dveh kriterijev. Za izplačila dividend namenijo največ 50% ustvarjenega dobička posameznega poslovnega leta, saj preostanek potrebujejo za financiranje investicij v podjetju. Hkrati želijo zagotavljati stabilno rast dividend. V letih izjemno uspešnega poslovanja zato izplačajo manj kot 50% ustvarjenega dobička. V letih, ko je dobiček iz poslovanja nižji, pa zagotavljajo zadostno količino sredstev za izplačilo dividend s povečanjem dobička iz financiranja, predvsem z odprodajo kapitalskih deležev v drugih podjetjih.

Pričakujem, da se bo dividendna politika Intereurope v prihodnjih letih nadaljevala v skladu z načrtanimi smernicami. V letih ob vstopu v EU bo zaradi prestrukturiranja in naglega zmanjšanja obsega carinskih storitev dobiček nekoliko nižji, zato sem predvidel izplačila v višini 50% ustvarjenega čistega dobička poslovnega leta. V letu 2006, ko naj bi se prilagajanje novim razmeram v glavnem umirilo, pričakujem ponovno višji ustvarjeni dobiček in posledično nižji delež namenjen za izplačila dividend.

3.2.11. Investicijska politika

V Razvojnem načrtu podjetja Intereuropa je predvideno, da bodo do leta 2006 za naložbe v povprečju na leto namenili 5,5 milijarde SIT. Obseg naložb po posameznih letih bo odvisen od potreb po nadomeščanju obstoječih sredstev, priložnosti za nove projekte oziroma širitev obsega poslovanja in razpoložljivih virov financiranja.

Podjetje Intereuropa je po mnenju g. Radovana Vrabca, člana uprave za področje financ, v obdobju rasti, ki naj bi jo zagotavljali tako z organsko rastjo obstoječih podjetij kot tudi s prevzemi novih podjetij. Na ozemlju nekdanje Jugoslavije, na katerem ima Skupina Intereuropa 5 konsolidiranih družb, novi prevzemi niso predvideni. Morebitne tarče prevzema so nekatera podjetja v Sloveniji in preostalih delih Evrope.⁴⁶

Intereuropa bo finančna sredstva za izpeljavo načrtovanih naložb črpala predvsem iz notranjih virov. Glavni vir finančnih sredstev v podjetju so zadržani dobički.⁴⁷ V primeru, da notranji viri ne zadostujejo za financiranje načrtovanih naložb, se v podjetju odločijo za pridobivanje zunanjih virov financiranja.

3.2.12. Napoved strukture virov financiranja

Zunanje vire financiranja Intereuropa pridobiva predvsem z najemanjem posojil pri slovenskih bankah. V načrtih podjetja je predvideno, da naj bi v naslednjih letih za nekatere potrebe najeli dolgoročna namesto sedanjih kratkoročnih posojil. Pričakujem lahko torej

⁴⁶ V letu 2003 je Intereuropa d.d. postala večinski lastnik v treh zahodnoevropskih in enem ukrajinskem podjetju. Podjetja so bila oziroma bodo uskupinjena v prvi polovici leta 2004.

⁴⁷ Pri predstavitvi in napovedi dividendne politike sem pojasnil, da Intereuropa vsaj 50% ustvarjenega dobička zadrži v podjetju.

določeno povečanje deleža dolgoročnih finančnih obveznosti znotraj strukture obveznosti do virov sredstev. Takšna usmeritev se je v letu 2003 že začela udejanjati.

Za povečanje lastniškega kapitala z izdajo novih lastniških vrednostnih papirjev so se prvič odločili v letu 2002. Obsežnejšo naložbo so financirali z lastniškim kapitalom zato, ker bi v primeru pridobitve iste vsote kapitala z zadolževanjem omajali svojo finančno stabilnost. Hkrati so izkoristili izredno ugodne razmere na trgu, kjer je delnica Intereurope d.d. dosegla v letu 2002 izredno visoko vrednost. Nova izdaja delnic je bila namenjena izključno vnaprej znanim vlagateljem. V podjetju ocenjujejo, da bi bila odprta ponudba novih delnic povezana s previsokimi stroški in zaradi možnosti špekulacij podvržena prevelikemu tveganju. Leta 2003 se je osnovni kapital podjetja povečal z izdajo 54482 prednostnih delnic.⁴⁸

Nove izdaje delnic do leta 2006 niso predvidene. Lastniški kapital naj bi tudi v naslednjih letih predstavljal več kot 60% obveznosti do virov sredstev Skupine, v prihodnjih letih pa naj bi se povečeval predvsem z zadržanimi dobički. V podjetju ocenjujejo, da mora lastniški kapital predstavljati vsaj 55% vseh obveznosti do virov sredstev. Nižji delež lastniškega kapitala bi po njihovi oceni lahko vplival na nastanek likvidnostnih težav oziroma bi potisnil Intereuropeo v nižji bonitetni razred pri najemanju posojil. Nevarnost nastanka likvidnostnih težav je povečana zaradi neenakomernega finančnega toka podjetja, v odnosu do bank pa mora biti Intereuropa pozorna, ker je matična družba izdala veliko garancij za bančna posojila hčerinskim družbam. Izdane garancije so zajete v izvenbilančnih sredstvih.

3.2.13. Ocena vrednosti podjetja

Na podlagi napovedi prihodnjega poslovanja Intereurope sem izdelal napoved bilance stanja (Priloga 2) in izkaza uspeha (Priloga 3) za Skupino Intereuropa za posamezna leta do 2006. Obe napovedi sta prikazani v 1000 SIT v stalnih cenah na osnovi cen iz leta 2003. Na osnovi omenjenih računovodskih izkazov sem nato s pomočjo računalniškega programa Finplan ocenil predvidene proste denarne tokove podjetja (Priloga 1). Z modelom, opisanim v začetku podpoglavja 3.2.1., sem ocenil zahtevano donosnost lastniškega kapitala, WACC, vrednost podjetja in ceno delnice. Pri izračunih sem uporabil iteracijski postopek, saj je za določitev vrednosti podjetja potrebno poznavanje zahtevane donosnosti lastniškega kapitala, le-ta pa je odvisna od ocenjene vrednosti podjetja oziroma ocenjene vrednosti lastniškega kapitala.

S pomočjo metode prostih denarnih tokov sem ocenil, da je bila ob količini dolga iz konca leta 2003 vrednost lastniškega kapitala 45,619 milijarde SIT, realna zahtevana donosnost kapitala pa 7,699% letno.⁴⁹ Ocene lahko primerjam z izračuni na osnovi tržnih in knjigovodskih vrednosti iz podpoglavja 3.2.8.. Ocenjena vrednost lastniškega kapitala konec leta 2003 je bila od njegove knjigovodske vrednosti višja za 7,527 milijarde SIT, od tržne vrednosti lastniškega kapitala pa le za 0,720 milijarde SIT. Na podlagi omenjenih ocen bi lahko sklepal, da je bila delnica Intereurope d.d. konec leta 2003 nekoliko podcenjena. Ob tem je seveda ponovno potrebno upoštevati, da sem pri določanju tržne cene Skupine Intereuropa upošteval knjigovodsko vrednost deleža kapitala uskupinjenih podjetij, ki ni v lasti Intereurope d.d.. Ocenjeno zahtevano donosnost kapitala sem tako kot tržno in

⁴⁸ Prednostne delnice dajejo imetnikom pravico do fiksne dividende v višini 0,88% njihove nominalne vrednosti, nimajo glasovalne pravice ter niso uvrščene v organizirano trgovanje na trgu vrednostnih papirjev.

⁴⁹ Tako kot pri knjigovodski in tržni vrednosti tudi pri oceni vrednosti lastniškega kapitala prednostnih delnic nisem upošteval. Od ocenjene vrednosti podjetja sem za izračun vrednosti lastniškega kapitala odštel vrednost celotnega dolga in nominalno vrednost prednostnih delnic.

knjigovodsko določil s CAPM in uporabljeni podatki se razlikujejo le v vrednosti lastniškega kapitala. Zato je ocenjena zahtevana donosnost nekoliko nižja (0,046 odstotne točke) od zahtevane donosnosti na knjigovodsko vrednost kapitala, napram zahtevani donosnosti izračunani na osnovi tržne vrednosti kapitala pa je razlika izredno majhna (0,004 odstotne točke).

3.2.14. Spreminjanje strukture kapitala

Cilj pričujočega dela je določitev optimalnega razmerja med dolgoročnim dolgom in lastniškim kapitalom Skupine Intereuropa. Spreminjal sem razmerje med dolgoročnim dolgom in lastniškim kapitalom in ugotavljal, kako to vpliva na WACC, vrednost podjetja ter vrednost lastniškega kapitala oziroma ceno delnice.

Konec leta 2003 je bil delež dolgoročnega dolga v vsoti dolgoročnega dolga in lastniškega kapitala dokaj nizek, saj je predstavljal le 5,3%. Načinov za spreminjanje razmerja med omenjenima viroma financiranja je več. Podjetje lahko porabi zadržane dobičke oziroma notranje vire financiranja za odkup delnic, lahko zgolj najema dodaten dolg, najhitreje pa se razmerje spreminja, če podjetje najeti dolg porabi za odkup delnic. V nadaljevanju sem prikazal spremembe finančnih kazalcev do katerih bi prišlo, če bi Intereuropa najemala dodaten dolg in ga uporabila za odkup že izdanih delnic.

Predpostavil sem, da bo Intereuropa najemala dolgoročni dolg in odkupovala delnice v letu 2003. Predpostavil sem, da bo najeti dolg imel neskončno ročnost in da bo Intereuropa plačevala obresti na posojilo v neskončnost. Prikazal sem izračune za različne količine dolga ter določil količino dolga in razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom, pri katerem bi bil WACC najnižji, vrednost podjetja in cena delnice pa najvišji.

V svojih izračunih sem moral upoštevati, da bo odkup že izdanih delnic vplival na zmanjšanje njihovega skupnega števila. Predpostavil sem, da bo Intereuropa odkup delnic opravila naenkrat. Novo število delnic Intereurope sem izračunal tako, da sem od števila delnic s konca leta 2003 odštél količnik med najetim dolgoročnim dolgom, namenjenim za odkup delnic, in ceno delnice:

$$N_1 = N_0 - \frac{\Delta D}{p_0},$$

kjer N_1 pomeni število delnic po odkupu, N_0 število delnic pred odkupom, ΔD vrednost dolga, najetega za odkup delnic in p_0 ceno delnice ob odkupu.

Pri izračunih sem upošteval spreminjanje stroškov lastniškega kapitala in dolgoročnega dolga v skladu s pojasnili iz uvodnega dela poglavja 3.2..

V Tabeli 7 sem prikazal finančne kazalce, ki vplivajo na vrednost delnice in WACC-a pri različnih deležih dolgoročnega dolga v vsoti dolgoročnega dolga in lastniškega kapitala. Najprej sem prikazal rezultate za delež dolga, ki ga je imela Skupina Intereuropa ob koncu leta 2003, v nadaljevanju pa sem dolg povečeval za 1 milijardo SIT. V tabelo sem vključil

tudi rezultate za količine dolga, pri katerih se spreminja obrestna mera,⁵⁰ z debelejšim tiskom pa so označeni rezultati za obseg dolga, pri katerem sta vrednost podjetja in cena delnice najvišji, WACC pa najnižji. Za potrditev pravilnosti ugotovitev sem ob deležu dolga, ki sem ga ocenil za optimalnega, prikazal izračune tudi ob manjših spremembah povečevanja zadolženosti podjetja.

Tabela 7: Vrednost podjetja in tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC) v odvisnosti od obsega zadolžitve (D/D+E).

D (v 1000 SIT)	D/D+E	E (v 1000 SIT)	W (v 1000 SIT)	r dolg (v %)	r kapital (v %)	WACC (v %)	št.delnic	P (v 1000 SIT)	W (d.d.) (v 1000 SIT)
2643799	0,0526	45614856	60029140	3,12	7,6898	7,4270	7902413	5521,063	43629722
3643799	0,0718	45111570	60154186	3,1376	7,7763	7,4158	7721288	5537,258	42754768
4643799	0,0913	44187161	60250374	3,1693	7,8684	7,4158	7540164	5550,404	41850956
5643799	0,1109	43230115	60314453	3,2052	7,9646	7,4015	7359039	5559,834	40915035
6393799	0,1256	42490751	60341270	3,2334	8,0397	7,3991	7223196	5564,275	41167020
6643799	0,1305	42240153	60346128	3,2430	8,0653	7,3987	7177915	5565,225	39946710
6893799	0,1355	41985331	60347213	3,2470	8,0914	7,3986	7132634	5565,657	39697795
7143799	0,1404	41723130	60341023	3,2539	8,1178	7,3992	7087353	5565,069	39441605
7393799	0,1454	41453505	60327511	3,2633	8,1446	7,4004	7042071	5563,433	39178093
7643799	0,1504	41176401	60306622	3,2749	8,1719	7,4022	6996790	5560,722	38907204
8643799	0,1707	39991765	60147856	3,3392	8,2863	7,4164	6815666	5538,481	37748438
9643799	0,1916	38687473	59871763	3,412	8,4100	7,4412	6634541	5497,342	36472345

Vir: Lastni izračuni, 2004.

Na osnovi mojih predvidevanj in ocen sem ugotovil, da bi bil WACC podjetja najnižji, vrednost delnice pa najvišja pri dodatni dolgoročni zadolžitvi Skupine Intereuropa za 4,25 milijarde SIT. Delež dolgoročnega dolga bi pri takšni dodatni zadolžitvi predstavljal 13,55% v vsoti dolgoročnega dolga in lastniškega kapitala, skupni dolgoročni dolg podjetja pa bi se povešal na 6,894 milijarde SIT. WACC bi se zaradi zamenjave dražjega lastniškega kapitala s cenejšim dolgoročnim dolgom in davčnega štita sicer znižal, vendar le za 0,028 odstotne točke, saj bi se zaradi višje zadolženosti povešala tako strošek lastniškega kapitala kot tudi strošek dolga. Povprečna realna obrestna mera za celotni najeti dolgoročni dolg bi bila 3,25%, kar je za 0,13 odstotne točke višje od obrestne mere, po kateri bi Intereuropa lahko najemala dolg pri stopnji zadolženosti, ki jo je imela konec leta 2003. Realni strošek lastniškega kapitala bi se povešal za 0,4 odstotne točke na 8,09%. Vrednost podjetja bi se ob omenjeni dodatni zadolžitvi povečala za 0,318 milijarde SIT oziroma za 0,53% glede na ocenjeno vrednost ob koncu leta 2003. Vrednost lastniškega kapitala bi se zaradi odkupa 769779 delnic seveda znižala, vendar bi se cena delnice povešala le za 44,6 SIT na delnico oziroma za 0,8% glede na njeno ocenjeno vrednost s konca leta 2003.

3.2.15. Stroški finančne stiske

Stroški finančne stiske se pojavijo, če podjetje ne zmore izvrševati izplačil, ki izhajajo iz pogodbenih obveznosti. V skrajnem primeru lahko to privede tudi do stečaja podjetja. Kakor je bilo omenjeno že v pregledu razvoja teorije strukture kapitala (poglavje 2.2.), se stroški

⁵⁰ Določitev obrestnih mer je bila predstavljena v podpoglavju 3.2.7..

finančne stiske izmerijo kot zmnožek dejanskih stroškov, ki bi nastali v primeru finančne stiske ali stečaja, in verjetnosti, da se take razmere resnično pojavijo.

Stroški finančne stiske se pri višjem deležu dolga v strukturi virov financiranja v veliki meri odražajo že v višji obrestni meri za posojila. V svojih izračunih sem predpostavil, da se obrestna mera stalno spreminja v odvisnosti od deleža dolga, pri določenih stopnjah pa sem določil še hitrejšo naraščanje obrestne mere.

Intereuropa je do sedaj redno izpolnjevala obveznosti, ki izvirajo iz njenega financiranja, ob večjem povišanju deleža dolga pa bi ji lahko pretile določene nevarnosti. Finančni tok podjetja je namreč precej neenakomeren, tako znotraj posameznega leta (medsezonska gibanja) kot tudi med posameznimi leti. Izplačevanje obresti bi lahko pri večji količini dolga v posameznih obdobjih povzročalo likvidnostne težave oziroma bi od podjetja zahtevalo predhodno oblikovanje ustreznih rezerv, ki pa imajo nizko donosnost. Omeniti je potrebno, da posojila znotraj Skupine Intereuropa najemajo predvsem hčerinske družbe, krovna družba pa nastopa kot garant. Vprašanje je, če bi lahko hčerinske družbe redno izpolnjevale svoje obveznosti tudi ob višji stopnji dolga, morebitna obsežnejša nesposobnost pa bi lahko povzročala težave tudi na ravni Skupine.

Finančna stiska bi vplivala na oteženo pridobivanje posojil. Intereuropa bi morala najemati posojila pod slabšimi pogoji, kar bi zagotovo vplivalo na načrtovana razvoja in rasti podjetja. Glede na to, da je Intereuropa v fazi rasti in da je v obdobju prestrukturiranja in prilagajanja spremembam ob vstopu v EU, bi otežkočeno pridobivanje novih posojil lahko imelo občutne posledice.

Likvidnostne težave bi lahko imele neposreden vpliv tudi na poslovanje. Intereuropa pri izvajanju svojih storitev sodeluje s številnimi podizvajalci in zunanjimi partnerji. V primeru neizpolnjevanja poslovnih obveznosti, ki bi bilo posledica finančne stiske, bi se sodelovanje s partnerji lahko poslabšalo. Prav tako bi takšne razmere lahko vplivale tudi na odnos kupcev, ki bi se bali, da storitve ne bodo v celoti in kvalitetno opravljene.

V Skupini Intereuropa ocenjujejo, da mora v izogib nevarnostim finančne stiske in za ohranjanje ugodnih pogojev zadolževanja lastniški kapital predstavljati vsaj 55% vseh virov financiranja. Z uporabljenim modelom sem izračunal, da bi podjetje doseglo najvišjo vrednost pri 86,5% deležu lastniškega kapitala v vsoti lastniškega kapitala in dolgoročnega dolga. Konec leta 2003 sta dolgoročni dolg in lastniški kapital predstavljala 68,6% obveznosti do virov sredstev. Ob nespremenjeni vrednosti ostalih virov financiranja bi obseg kapitala, ki sem ga glede na obseg dolga ocenil kot optimalnega, predstavljal 59,3% ($86,5\% \times 0,686$) vseh virov financiranja. Razmerje med kapitalom in dolgoročnim dolgom, ki sem ga z uporabljenim modelom ocenil kot optimalnega, podjetju zagotavlja finančno stabilnost, hkrati pa dopušča tudi možnost dodatnega zadolževanja pod ugodnimi pogoji v primeru izrednih dogodkov in potreb. Upoštevati je potrebno tudi, da v Intereuropi nameravajo nadomestiti del kratkoročnega dolga z dolgoročnim dolgom. Posledično bi ob ocenjenem optimalnem razmerju dolgoročnih virov financiranja lastniški kapital predstavljal celo nekoliko višji delež med skupnimi viri financiranja. To bi Intereuropi zagotavljalo še večjo finančno prilagodljivost.

3.2.16. Stroški agentov

V opisu razvoja teorije glavnega toka (poglavje 2.2.) sem pojasnil, da se stroške agentov ločuje na stroške agentov lastniškega kapitala in stroške agentov dolžniškega kapitala.

Intereuropa ne izdaja lastnih dolžniških vrednostnih papirjev in se zadolžuje le pri bankah. Tudi za posojila, ki naj bi jih podjetje uporabilo za odkup lastnih delnic, sem predpostavil, da bodo najeta pri bankah. Banke pred odobritvijo posojila proučijo namen posojila oziroma projekt, za katerega naj bi bilo posojilo namenjeno in na osnovi tega določijo obrestno mero. Na podlagi tega sklepam, da so stroški agentov dolžniškega kapitala že vračunani v obrestno mero. Ob takšni predpostavki stroški agentov dolžniškega kapitala nimajo dodatnega vpliva na določitev optimalne strukture kapitala.

Teoretična pojasnila o obstoju stroškov agentov lastniškega kapitala izhajajo iz ZDA, zato je potrebno predstaviti nekatere razlike med podjetji in poslovnim okoljem v ZDA in v Sloveniji. Glavna razlika je v načinu izvajanja upravljalске in nadzorne funkcije v podjetju. Podjetja v ZDA so s tega stališča organizirana po anglosaksonskem modelu, medtem ko slovenska podjetja sledijo germanskemu modelu, v katerem je izvajanje omenjenih funkcij ločeno na dva organa družbe; upravo in nadzorni svet. Nadzorni svet naj bi zastopal interese lastnikov in nadzoroval delo uprave. Lastniki podjetja imajo seveda tudi druge možnosti za nadzor dela uprave; zahtevajo lahko redna revizorska poročila, lahko pa tudi omejijo pooblastila uprave. Na tem mestu moram žal opozoriti tudi na pogosto precej pasivno spremljanje delovanja podjetja s strani lastnikov kapitala v slovenskih podjetjih. Zaradi različnih dejavnikov, npr. težje izpeljave prevzemov in slabo razvitega trga managerjev, v slovenskih podjetjih povečevanje deleža dolga ni najbolj pripraven način omejevanja stroškov agentov lastniškega kapitala. Sklepam torej, da stroški agentov lastniškega kapitala ne vplivajo neposredno na določitev optimalne strukture kapitala Skupine Intereuropa.

3.2.17. Dodatni dejavniki, ki vplivajo na optimalno strukturo kapitala

V strokovni literaturi so omenjeni številni dejavniki, ki vplivajo na strukturo kapitala podjetja, vendar jih ne moremo uvrstiti v sklop posamezne teorije. Obsežen pregled posameznih dejavnikov na politiko pridobivanja virov financiranja v podjetju sta pripravila Harris in Raviv (1991, str. 327-349), v nadaljevanju pa sem izpostavil samo nekatere dejavnike, ki vplivajo na strukturo kapitala Intereurope.⁵¹

Stabilnost poslovanja

Intereuropa tesno sodeluje z Luko Koper, ki je skupaj s svojimi strankami glavni uporabnik njenih storitev, od leta 2003 pa tudi največji lastnik delnic Intereurope d.d.. Bližina tovrnega pristanišča zagotavlja velik obseg povpraševanja po logističnih, špediterskih in transportnih storitvah. Pričakujem, da se bo z vstopom Slovenije v EU pomen koprškega pristanišča še povečal, kar bo pozitivno vplivalo na poslovanje proučevanega podjetja. Intereuropa poleg tega uspešno sodeluje pri razvoju slovenskega logističnega grozda, znotraj katerega naj bi podjetja povečala svoj promet in izboljšala svoje pogajalske položaje. Omeniti je potrebno tudi, da ima Skupina Intereuropa hčerinska podjetja v desetih tujih državah. Čeprav so to

⁵¹ Pojasnitev vpliva posameznih dejavnikov na strukturo kapitala je prikazal tudi Mramor (1993, str. 153-155).

predvsem države Vzhodne Evrope, torej področja, za katera je še vedno značilna določena gospodarska in politična nestabilnost, to omogoča Intereuropi večjo razpršitev prodaje in posledično manjše tveganje poslovanja. Ugodni obeti za prihodnost in pričakovana stabilnost prodaje podjetju omogočajo višjo zadolžitev.

Možnost prevzema

Skupina Intereuropa ima, kakor že omenjeno, pomembno vlogo na območju strateško izredno pomembnega pristanišča, poleg tega pa predvsem na Balkanu tudi uspešno razvejano mrežo svojih podjetij. V zadnjih letih Intereuropa posluje uspešno in izkazuje visoke dobičke. Navedena dejstva lahko vplivajo na to, da bi Intereuropa lahko postala tarča prevzema večjega tujega podjetja. V podpoglavju 3.1.3. sem predstavil nekatera večja logistična podjetja, ki bi glede na svojo velikost in kapital lahko izpeljala prevzem. Ocenjujem, da za podjetje Intereuropa obstaja možnost prevzema. Za podjetja z nižjim deležem dolga velja, da so za prevzeme bolj privlačna kot visoko zadolžena podjetja. Prevzemno podjetje lahko namreč po prevzemu podjetja z nizkim deležem dolga najame dodatna posojila in odkupi del lastniškega kapitala. Tržna vrednost preostalega dela lastniškega kapitala se na ta način poveča. Glede na ugotovljeno ocenjujem, da bi bilo za lastnike podjetja bolje, da bi povečali delež dolga v podjetju.

Razmere na trgu dolga

Svetovno gospodarstvo je trenutno v obdobju umirjene rasti. Takšne razmere vplivajo na manjše povpraševanje po kapitalu ter poizkuse spodbujanja gospodarstva. Obrestne mere so zaradi tega sedaj na nizkih ravneh, kar pomeni, da so razmere za zadolževanje ugodne. Intereuropa bi lahko izkoristila ugodne pogoje na dolžniškem trgu in povečala delež dolga v strukturi kapitala.

Na podlagi opravljenih izračunov sem sklepal, da bi bilo za Intereuropo bolje, če bi povečala delež dolga v svoji strukturi kapitala. Do enakih ugotovitev sem prišel tudi z analizo posameznih dejavnikov, ki vplivajo na stopnjo zadolžitve podjetja.

3.2.18. Napake in pomankljivosti uporabljenega modela

S pomočjo uporabljenega modela sem ugotovil, da bi lahko Intereuropa s povečanjem deleža dolgoročnega dolga povečala vrednost lastniškega kapitala in ceno delnice. Potrebno pa je opozoriti na nekatere slabosti modela in stranske učinke, ki bi jih povzročilo odkupovanje delnic s strani podjetja.

Uporabljeni model temelji na številnih predpostavkah in subjektivnih ocenah. Ocenjeni optimalni delež dolga je v prvi vrsti odvisen od stroškov lastniškega kapitala in stroškov dolgoročnega dolga. V interesu bank in podjetja je, da obrestna mera za najeti dolg podjetja ostane poslovna skrivnost. Poleg tega bi tudi v primeru, da bi v podjetju razkrili vse pogoje pod katerimi sedaj najemajo posojila, bilo težko oceniti, kako bi se stroški dolga povečevali z zviševanjem deleža dolga. V Sloveniji namreč ni podjetja iz sorodne dejavnosti in primerljive velikosti z občutno višjim deležem dolga v strukturi virov financiranja, da bi ga lahko uporabil za zgled. Upoštevam lahko osnovne kriterije, ki jih banke uporabljajo za uvrstitev v

posamezne bonitetne razrede oziroma sklepam o stopnji rasti obrestne mere na podlagi različnih modelov za določanje stroškov dolga, vendar so take napovedi premalo natančne in le slab približek realnim vrednostim.⁵²

Vprašljiva je tudi uporabnost CAPM za določanje stroška lastniškega kapitala, predvsem z vidika njegovega naraščanja z večanjem dolga v strukturi kapitala podjetja. V CAPM strošek lastniškega kapitala narašča zaradi povečevanja vrednosti bete lastniškega kapitala, ki je odvisna od višine deleža dolga. Uporabljeno enačbo za izračun bete lastniškega kapitala je oblikoval Hamada (1972, str. 446), ki je ugotovil, da je pri zadolženih podjetjih sistematično tveganje v povprečju večje kot pri nezadolženih podjetjih in da se strošek kapitala povečuje z višanjem deleža dolga. Številni avtorji kljub temu ugotavljajo, da je zelo težko oceniti, kolikšen vpliv ima spreminjanje deleža dolga na strošek lastniškega kapitala (Brigham in Davies, 2002, str. 534-536). Pomanjkljivost CAPM je tudi v predvidevanju, da imetniki lastniških vrednostnih papirjev zaznajo vsako spremembo deleža dolga v strukturi kapitala in na to odgovorijo s spremembo zahtevane donosnosti kapitala. Takšna predpostavka je nerealna celo za najrazvitejše trge kapitala, za slovenski trg pa lahko sklepam, da pogosto tudi občutnejše spremembe v višini finančnega vzvoda podjetja ne vplivajo na zahtevano donosnost lastniškega kapitala. Ob upoštevanju omenjenih pogojev in povečevanju deleža dolga, bi bil, glede na sedanje rezultate, izračunani WACC nižji, vrednost podjetja pa bi bila višja.

V modelu tudi nisem upošteval popolnoma racionalnega obnašanja vlagateljev in dosedanjih izkušenj s trgov vrednostnih papirjev. Predpostavljal sem, da bi Intereuropa d.d. svoje delnice odkupovala po ocenjeni vrednosti s konca leta 2003. Nedvomno je potrebno priznati, da bi napoved podjetja o odkupu lastnih delnic vplivala na povišanje njihove cene, saj bi vlagatelji sklepali, da so v podjetju prepričani v podcenjenost delnice. Intereuropa d.d. bi zato delnice morala odkupovati po ceni, ki bi bila višja od cene delnice pred napovedjo oziroma začetkom odkupovanja.

Poleg tega v celoten postopek odkupa delnic nisem vključil stroškov odkupa. Nedvomno bi strokovna priprava projekta in tudi sama tehnična izvedba odkupa delnic povzročili določene stroške. Večji del stroškov projekta bi bil fiksni in neodvisni od višine odkupa delnic, zato ne bi imel večjega vpliva na izračunano optimalno višino deleža dolga, bi pa lahko postavil pod vprašaj upravičenost izvedbe celotnega projekta.

Odkup delnic bi vplival tudi na lastniško strukturo podjetja. Nedvomno bi določena vrsta lastnikov bila pripravljena prodajati delnice v večji meri kot drugi lastniki. Velika verjetnost je, da bi spremenjena lastniška struktura vplivala na bodoče poslovanje podjetja. Posledice takšnih dogodkov pa je težko napovedati, saj se ne da določiti, kateri lastniki bi prodali svoje delnice in kakšna bi bila nova lastniška struktura.

3.3. Določitev strukture kapitala Intereurope z vidika teorije vrstnega reda

Teorija vrstnega reda je bila predstavljena v poglavju 2.3.. V skladu s to teorijo podjetje nima opredeljene ciljne strukture kapitala, temveč izbira vire financiranja po določenem vrstnem

⁵² Petrič (2000, priloga xx) je za določitev obrestne mere pri naraščajočih stopnjah dolgoročnega dolga uporabil metodologijo za vrednotenje opcij.

redu. Struktura kapitala v danem trenutku je zato odsev kumulativne potrebe po zunanjih virih financiranja v preteklem obdobju.

Radovan Vrabc, član uprave za področje financ, je potrdil, da pri izbiri virov financiranja novih investicij sledijo načelom, ki so v skladu s teorijo vrstnega reda. Podjetje črpa kapital iz zadržanih dobičkov, po potrebi pa nato še z dodatnim zadolževanjem pri bankah. Podjetje se je že odločilo za izdajo novih delnic, ki so jih uporabili za prevzem podjetja STTC Maribor. Financiranje tako obsežne investicije z zadolževanjem bi namreč lahko omejilo finančno fleksibilnost podjetja. V letu 2003 se je Intereuropa d.d. odločila za izdajo prednostnih delnic, vendar je bila le-ta po obsegu in vrednosti precej manjša od izdaje navadnih delnic iz predhodnega leta. Do leta 2006 izdaje novih delnic ne načrtujejo, saj pričakujejo, da bodo lahko potrebne vire financiranja zagotovili z zadržanimi dobički in zadolževanjem. Za novo povečanje lastniškega kapitala z izdajo vrednostnih papirjev bi se v bližnji prihodnosti odločili le v skrajnem primeru.

Ob koncu leta 2003 je Skupina Intereuropa med obveznostmi do virov sredstev imela po knjigovodskih vrednostih 64,2% lastniškega kapitala, 20,1% kratkoročnega dolga in 4,4% dolgoročnega dolga. Omenil sem že, da se zaradi obsežnejšega povečanja lastniškega kapitala v letu 2002 takšna struktura kapitala še vedno nekoliko razlikuje od dolgoročnega povprečja.⁵³ Sočasno pa je potrebno poudariti, da je bil delež dolga v zadnjih letih vedno zelo nizek. Takšno stanje se lahko pojasnjuje s teorijo vrstnega reda, saj je Intereuropa v zadnjih letih izkazovala izredno visoke dobičke, posledično in v skladu z dividendno politiko podjetja tudi visoke zadržane dobičke in zatorej so bile potrebe po zadolževanju majhne. V skladu s teorijo vrstnega reda naj bi sedanja struktura kapitala odražala potrebe po zunanjem financiranju v preteklem obdobju, zato je delež dolga nizek.

Do leta 2006 načrtujejo v podjetju investicije, ki bodo potrebne tako za prestrukturiranje poslovanja kot tudi za nadaljno rast podjetja. V omenjenem obdobju bodo, kljub višjim dobičkom iz financiranja zaradi odprodaje deležev v Banki Koper in Simobilu, čisti dobički nekoliko upadli, zato lahko pričakujem, da se bo podjetje posluževalo zunanjih virov financiranja. Intereuropa v bližnji prihodnosti ne načrtuje nove izdaje delnic, temveč bo potreben kapital pridobivala z zadolževanjem. Pričakujem, da se bo delež dolga v strukturi kapitala Skupine Intereuropa povečal.

3.4. Določitev strukture kapitala Intereurope na osnovi teorije tempiranja trga

Teorija tempiranja trga pojasnjuje, da je kapitalska struktura odvisna predvsem od preteklega gibanja vrednosti lastniškega kapitala in je torej lahko opredeljena predvsem kot kumulativni izid preteklih poizkusov tempiranja trga lastniškega kapitala. Visoko (nizko) stopnjo dolga imajo zato podjetja, ki so finančne vire potrebovala v času, ko so ocenjevala, da so njihovi lastniški vrednostni papirji podcenjeni (precenjeni).

Teorija se je razvila na osnovi študije politike kapitalske strukture podjetij v ZDA in predpostavlja hiter, varen in poceni dostop do svežega lastniškega kapitala. Omenjene lastnosti ne veljajo za Intereuropa in kapitalski trg v Sloveniji. Podjete Intereuropa se je in bi se tudi v prihodnje v primeru izdaje novih delnic odločila za zaprt in vnaprej določen krog lastnikov novih delnic. Odprta izdaja delnic bi namreč lahko bila zanimiva za špekulante in bi

⁵³ Razmerje med lastniškim kapitalom in dolgom je bilo v letu 2002 višje kot v prejšnjih letih.

vplivala na tržno vrednost ter posredno lahko tudi na samo poslovanje podjetja. Zaradi majhnosti kapitalskega trga in pomanjkanja primernih finančnih institucij je možnost pridobivanja svežega kapitala omejena oziroma zahteva dolgotrajna pogajanja, zato se je zelo težko hitro prilagajati gibanjem tržne cene delnic in lastniškega kapitala. Poleg tega visoki transakcijski stroški vplivajo na to, da so ekonomsko upravičene le obsežnejše izdaje delnic, s katerimi bi si Intereuropa zagotovila relativno velik delež kapitala in zato občutno vplivajo na strukturo kapitala podjetja. Zahteva po tako obsežni izdaji delnic onemogoča nadaljnje izdaje delnic v naslednjih letih in zahteva prilagoditev kapitalske strukture s povečanim zadolževanjem.⁵⁴

Nedvomno pa gibanje vrednosti delnice podjetja in trenutni pogoji na finančnih in kapitalskih trgih v posameznih primerih vplivajo na odločitve podjetja o virih financiranja. Potrditev takšne trditve je tudi izdaja novih delnic Intereurope v letu 2002, ko so v podjetju poleg drugih ugodnih razmer želeli izkoristiti tudi takratno visoko tržno ceno delnice.

Na podlagi ugotovljenega lahko sklepam, da dogajanje na kapitalskih trgih vpliva na odločitve Intereurope o kapitalski strukturi, vendar to ni glavni dejavnik. Kapitalske strukture Skupine Intereuropa ne morem označiti zgolj kot kumulativni izid preteklih poizkusov tempiranja trga lastniškega kapitala.

Teorija tempiranja trga ne predvideva obstoja ciljnega razmerja med lastniškim kapitalom in dolgom, zato tukajšnjih ugotovitev ne morem vključiti v model za določevanje optimalne strukture kapitala Skupine Intereuropa.

⁵⁴ Tudi v primeru, da podjetje ne sledi neki ciljni strukturi kapitala, predstavlja veliko povečanje deleža kapitala po izdaji novih delnic tako velik premik, da ga je potrebno vsaj nekoliko ublažiti in uskladiti razmerja med obveznostmi do virov sredstev.

4. Sklep

Ugotavljam, da natančna teoretična razlaga, kako naj podjetja oblikujejo svojo kapitalno strukturo na nepopolnih trgih, še ni bila podana. Med različnimi pogledi in pristopi k razlagi obravnavanega problema je najbolj uveljavljena teorija glavnega toka, ki se je razvila z vključevanjem tržnih nepopolnosti v Modigliani-Millerjevo teorijo iz leta 1958. Dokazal sem, da tudi teorija glavnega toka vsebuje določene nepopolnosti in da ne uspeva pojasniti vpliva vseh dejavnikov, ki se odražajo pri oblikovanju strukture kapitala v podjetjih.

Proučevanje in raziskave so se in se še vedno nadaljujejo tako v smeri dograjevanja teorije glavnega toka, kot tudi oblikovanja popolnoma novih teorij. Izmed kasnejših poizkusov samostojne pojasnitve oblikovanja strukture kapitala ima največ zagovornikov teorija vrstnega reda, ki dobro pojasnjuje dejansko obnašanje številnih podjetij. Management podjetij, ki so bila do sedaj vključena v raziskave, je v večini primerov priznaval, da se za posamezne vire financiranja odločajo po vrstnem redu, ki ga predvideva omenjena teorija. Kljub temu tudi avtor Myers priznava, da teorija ne more podati odgovora na številna pomembna vprašanja.

Raziskave v zadnjem obdobju vse bolj proučujejo vpliv dogajanja na kapitalnih trgih. Med različnimi teorijami, ki so se razvile na takšni osnovi, sem natančneje predstavil teorijo tempiranja trga, ki pojasnjuje kako se struktura kapitala oblikuje zgolj v odvisnosti od gibanj vrednosti na finančnih in kapitalnih trgih. Ocenjujem, da omenjena teorija ne zmore pojasniti vseh dejavnikov strukture kapitala in lahko doseže določene pojasnjevalne sposobnosti šele v povezavi z drugimi celovitejšimi teorijami, predvsem pa je njena uporabnost majhna v gospodarstvih, kjer finančni in kapitalni trg nista ustrezno razvita.

Ob pregledu kapitalne strukture Skupine Intereuropa sem ugotovil, da je delež dolgoročnega dolga v primerjavi s sorodnimi podjetji v tujini izredno nizek. Določena odstopanja so lahko sicer pojasnjena z razlikami v računovodskih standardih in knjigovodskimi načeli med državami, vendar kljub temu lahko sklepam, da je zadolženost Skupine Intereuropa nizka.

Na osnovi razvojnega načrta in mnenja izvedencev v podjetju sem izdelal napoved poslovanja in poslovne izkaze do leta 2006. Upošteval sem pričakovana gospodarska gibanja in politične spremembe, ki bodo vplivale na Intereuropo v naslednjih letih. Ocenil sem, da bo podjetje do leta 2006 opravilo večji del prilagajanja novim razmeram in zaključilo določen investicijski cikel. Na podlagi izdelane napovedi sem izračunal vrednost podjetja in ugotovil, da je ocenjena vrednost ob koncu leta 2003 bila precej višja od njene knjigovodske vrednosti, nekoliko pa je presegala tudi tržno vrednost Skupine Intereuropa v istem obdobju. Omenjene izračune sem uporabil za določitev zahtevane realne donosnosti lastniškega kapitala, ki sem jo ocenil na 7,69%.

Spreminjal sem razmerje med dolgoročnim dolgom in lastniškim kapitalom podjetja, pri čemer sem upošteval ocenjeno zahtevano realno donosnost lastniškega kapitala in ocenjene stroške dolga. Ugotovil sem, da bi Skupina Intereuropa in posamezna delnica družbe Intereuropa d.d. dosegli najvišjo vrednost pri 13,6% deležu dolgoročnega dolga v vsoti dolgoročnega dolga in lastniškega kapitala Skupine. Skupina Intereuropa bi ob ocenjenih stroških kapitala takšno strukturo dosegla, če bi se dodatno zadolžila za 4,25 milijarde SIT in najeti dolgoročni dolg porabila za odkup delnic. Ob predpostavki, da se obseg ostalih obveznosti do virov sredstev ne bi spreminjal, bi delež dolgoročnega dolga med vsemi

obveznostmi do virov sredstev znašal 9,3%.

Poleg omenjenih izračunov sem proučil tudi stroške finančne stiske in stroške agentov. V podjetju ocenjujejo, da je za stabilno poslovanje in v izogib nevarnosti finančne stiske potrebno delež lastniškega kapitala obdržati nad 55% med obveznostmi do virov sredstev. Ob nespremenjenih ostalih postavkah v strukturi obveznosti do virov sredstev in odkupom delnic z najetim dolgoročnim dolgom v višini 4,25 milijarde SIT, bi delež kapitala med vsemi obveznostmi predstavljal 59,3%, kar bi podjetju dopuščalo možnost dodatnega zadolževanja brez večjega tveganja. Pregled stabilnosti prodaje podjetja, možnosti prevzema Intereurope in sedanjih razmer na dolžniškem trgu je prav tako potrdil, da bi morala Intereuropa povečati delež dolga v strukturi virov financiranja. Na podlagi ugotovljenega sklepam, da bi Intereuropa dosegla optimalno strukturo kapitala, če bi lastniški kapital predstavljal 59,3%, dolgoročni dolg pa približno 9,3% vseh obveznosti do virov sredstev.

Glede na vrstni red, po katerem se v podjetju odločajo za pridobivanje finančnih sredstev ter ob upoštevanju načrtovanih investicij za bodoče obdobje, ugotavljam, da se bo Skupina Intereuropa v prihodnje verjetno morala dodatno zadolževati in povečati delež dolga v strukturi virov financiranja. Notranji viri namreč ne bodo zadostovali za financiranje predvidenega obsega investicij. Pričakujem lahko, da se bo struktura kapitala Skupine Intereuropa v prihodnjem obdobju približevala strukturi kapitala, ki sem jo v modelu ocenil kot optimalno.

5. Literatura

1. Asquith Paul, Mullins David W.: Equity Issues and Offering Dillution. Journal of Financial Economics, B.k., 1986, 15, str. 61-89.
2. Baker Malcolm, Wurgler Jeffrey: Market Timing and Capital Structure. The Journal of Finance, New York, 2002, 57, str. 1-32.
3. Baxter N.: Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital. The Journal of Finance, New York, 1967, 4, str. 395-403.
4. Baumol William J.: The Stock Market and Economic Efficiency. Fordham University Press, New York, 1965. 378 str.
5. Brigham F.Eugene, Davies Phillip R.: Intermediate Financial Management. Seventh Edition. Thomson Learning - South Western, Forth Worth, 2001. 988 str.
6. Chirinko R.S., Singha A.R.: Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure: a Critical Comment. Journal of Financial Economics, B.k., 2000, 58, str. 417-425.
7. Copeland Tom: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. New York: John Wiley & Sons, 1990. 428 str.
8. Copeland Thomas E., Weston J.Fred : Financial Theory and Corporate Policy. Third Edition. Addison-Wesley Publishing Company, Reading Massachusetts, 1992. 946 str.
9. DeAngelo Harry, Masulis Ronald W.: Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. Journal of Financial Economics, B.k., 1980, 8, str. 3-29.
10. D'Mello Ranjan, Ferris Stephen P.: The Information Effects of Analyst Activity at the Announcement of New Equity Issues. Financial Management, B.k., 2000, 29, str. 78-95.
11. Donaldson Gordon: New Framework for Corporate Debt Capacity. Business Review, Boston Harvard, 1961, str. 117-131.
12. Donaldson Gordon: Managing Corporate Wealth: The Operation of a Comprehensive Financial Goal System. Praeger, New York, 1984.
13. Ehrhardt Michael C.: The Search for Value: Measuring the Company's Cost of Capital. Business School Press, Boston Harvard, 1994. 232 str.
14. Fama Eugene F., French Kenneth: Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. Review of Financial Studies, B.k., 2002, 15, str. 1-33.
15. Fabozzi J. Franco, Modigliani Franco.: Capital Markets: Institutions and Instruments. Prentice-Hall, New York, 1992. 726 str.
16. Frank Murray Z., Goyal Vidhan K.: Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. Journal of Financial Economics, B.k., 2003, 67, str. 217-248.

17. Hagstrom R.G.: The Warren Buffet Way. John Wiley & Sons, New York, 1994, 180 str..
18. Hamada Robert S.: The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks. Journal of Finance, New York, 1972, 27, str. 439-446.
19. Harris Milton, Raviv Arthur: The Theory of Capital Structure. Journal of Finance, New York, 1991, 46., str. 297 -355.
20. Hovakimian Armen, Hovakimian Mantha, Tehranian Rayan: Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues. Journal of Financial Economics, B.k., 2004, 71, str. 517-540.
21. Jalilvand A., Harris R.S.: Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study. Journal of Finance, New York, 1984, 39, str. 127-145.
22. Joksimović Boris: Optimalna struktura kapitala slovenskega podjetja. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 106 str.
23. Jensen Michael C., Meckling William: Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structure. B.k., Journal of Financial Economics, 1976, 3, str. 305-360.
24. Kuhelj Krajnovič Edita: Analiza dejavnikov optimalne strukture kapitala podjetja, magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 107 str.
25. Leland H.E.: Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure. The Journal of Finance, New York, 1998, 4, str. 1213-1243.
26. Lynch P.: One Up On Wall Street. Penguin Books, New York, 1990. 130 str.
27. Marsh Paul: The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study. The Journal of Finance, New York, 1982, 37, str. 121-144.
28. Martinčević Borut: Intereuropa, Poročilo o vrednotenju. Ljubljana: Nova Ljubljanska banka, 2002. 17 str.
29. Masulis Ronald W.: The Effects of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers. Journal of Financial Economics, B.k., 1980, str. 139-177.
30. Miller Merton H.: Debt and Taxes. Journal of Finance, New York, 1977, 5, str. 261-275.
31. Miller Merton H.: The Modigliani-Miller Propositions after Thirty Years. Journal of Applied Corporate Finance, B.k., 1989, 2, str. 6-18.
32. Mlakar Sebastijan: Optimalna struktura kapitala Poslovnega sistema Mercator d.d., Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 51 str.

33. Modigliani Franco, Miller Merton: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, Nashville, 1958, 48, str. 261-297.
34. Modigliani Franco, Miller Merton: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, Nashville, 1963, 53, str. 433-443.
35. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002, II., 191 str.
36. Mramor Dušan, Valentinčič Aljoša: When Maximizing Shareholder's Wealth is Not The Only Choice. *East. Europ. econ., B.k.*, 39, 2001, 6, str. 64-93.
37. Myers Stewart C.: Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, B.k., 1977, 5, str. 147-176.
38. Myers Stewart C.: The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, New York, 1984, 39, str. 575-592.
39. Myers Stewart C.: Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, B.k., 2001, 15, 2, str. 81-102.
40. Myers Stewart C., Majluf Nicholas S.: Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have. *Journal of Financial Economics*, B.k., 1984, 13, str. 187-221.
41. Petrič Matjaž: Analiza strukture kapitala podjetja Lek, d.d., Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 105 str.
42. Rajan Raghuram G., Zingales Luigi: What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, New York, 1995, 50, str. 1421-1460.
43. Ross S.A.: The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, Homewood, 1977, Spring, str. 23-40.
44. Shyam-Sunder Lakshmi, Myers Stewart C.: Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, B.k., 1999, 51, str. 219-244.
45. Smith Clifford W., Watts Ross L.: The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*, B.k., 1992, 32, str. 263-292.
46. Titman Sheridan: The Modigliani and Miller Theorem and the Integration of Financial Markets. *Financial Management*, New York, 31, 2002, 1, str. 101-115.
47. Wald J.K.: How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison. *The Journal of Financial Research*, New York, 22, 1999, 2, str. 161-187.

6. Viri

1. The Damodaran database. [URL:<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>], 16.4.04 (a).
2. The Damodaran database. [URL:http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Homa_Page/datafile/ctryprem.html], 16.4.04 (b).
3. Denar in trg. Ljubljana: Finance, 3.1.04, str. 14.
4. Intereuropa bo prevzem STTC financirala z izdajo novih delnic. Ljubljana: Finance, 23.4.02, str. 5.
5. Intereuropa prevzela družbo STTC Maribor. Ljubljana: Finance , 23.4.02., str 5.
6. Interna gradiva podjetja Intereuropa d.d., 2002 – 2004.
7. Intereuropa: Letno poročilo 2000, Koper, Intereuropa, maj 2001, 82 str.
8. Intereuropa: Letno poročilo 2002, Koper, Intereuropa, 2003, 112 str.
9. Izvleček iz cenika, Ljubljana : Nova Ljubljanska banka, 1.5.2003, 4 str.
10. Intereuropa, Logistics&Transport : Publikum, avgust 2002, 32 str. [URL:<http://www.publikum.si>], 3.9.2003.
11. Zakon o davku od dobička pravnih oseb (Uradni list RS, št. 14/2003).
12. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (Uradni list RS, št. 40/2004).

Priloge

Priloga 1: Denarni tok za vrednotenje (v 1000 SIT v stalnih cenah na osnovi cen iz leta 2003).

Denarni tok za vrednotenje

000 SIT	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Realizacija	Realizacija	Realizacija	Realizacija	Realizacija	Realizacija	Realizacija
Poslovni izid iz poslovanja		1.769.094	2.564.271	2.915.442	1.974.741	2.691.357	3.185.619
<i>Davčna stopnja za obdavčitev dobička</i>		17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Davek na poslovni izid iz poslovanja		(300.746)	(435.926)	(495.625)	(335.705)	(457.530)	(541.555)
Poslovni izid iz poslovanja po davkih		1.468.348	2.128.345	2.419.817	1.639.036	2.233.827	2.644.064
Amortizacija		2.286.772	2.512.964	2.748.902	3.090.179	3.115.906	3.513.266
Sprememba v dolgoročnih rezervacijah		726.354	1.947.307	94.265	128.735	11.605	838.096
Sprememba v neto obratnem kapitalu		(232.109)	(2.180.389)	(650.307)	1.476.761	902.735	532.720
Neto izredni prihodki in ostali odhodki		601.594	179.284	506.261	419.864	419.860	419.802
Obresti na potrebne kratkoročne finančne naložbe po davkih		0	0	0	0	0	0
Denarni tok iz poslovanja		4.850.959	4.587.511	5.118.938	6.754.575	6.683.933	7.947.948
Naložbe v neopredmetena dolgoročna sredstva		(7.430)	(1.099.476)	3.573	(52.306)	(100.389)	(313.202)
Naložbe v opredmetena osnovna sredstva		(2.115.018)	(8.242.380)	(5.839.703)	(4.868.705)	(4.420.887)	(5.164.434)
Denarni tok iz investiranja		(2.122.448)	(9.341.856)	(5.836.130)	(4.921.011)	(4.521.276)	(5.477.636)
Prosti denarni tok		2.728.511	(4.754.345)	(717.192)	1.833.564	2.162.657	2.470.312
Finančni prihodki iz deležev po davkih		2.067.957	3.597.354	972.345	1.017.278	1.038.671	1.076.890
Finančni prihodki po davkih		811.210	821.991	493.064	519.144	591.420	599.634
Odpisi finančnih naložb po davkih		(237.176)	(51.573)	(0)	(0)	(0)	(0)
Sprememba v dolgoročnih finančnih naložbah		(3.386.190)	(1.016.472)	532.055	(538.195)	(413.822)	(735.586)
Sprememba presežnih kratkoročnih finančnih naložb		0	0	0	0	0	0
Denarni tok iz finančnih naložb		(744.199)	3.351.300	1.997.464	998.227	1.216.269	940.938
Denarni tok investitorjem		1.984.312	(1.403.045)	1.280.272	2.831.790	3.378.927	3.411.250

Viri: Letna poročila Intereuropa d.d., Interna gradiva Intereuropa d.d., lastni izračuni v računalniškem paketu Finplan.

Priloga 2: Bilanca stanja (v 1000 SIT v stalnih cenah na osnovi cen iz leta 2003) ; (na naslednjih treh straneh).

Bilanca stanja

000 SIT	dec 00	dec 01	dec 02	dec 03	dec 04	dec 05	dec 06
	Realizacija	Realizacija	Realizacija	Realizacija	Realizacija	Realizacija	Realizacija
Stalna sredstva	29.000.416	32.222.282	40.067.906	42.623.079	44.992.106	46.811.298	49.511.254
Neopredmetena dolgoročna sredstva	168.298	175.357	1.274.503	1.270.031	1.321.791	1.421.636	1.733.994
Opredmetena osnovna sredstva	24.671.985	24.500.602	30.230.348	33.322.048	35.101.120	36.406.645	38.058.657
Zemljišča in zgradbe	24.671.985	24.500.602	24.282.888	27.024.534	28.822.017	29.829.241	31.722.405
Zemljišča	3.547.622	3.746.961	3.059.414	4.655.123	5.047.863	5.465.110	6.321.044
Zgradbe	21.124.363	20.753.641	21.223.474	22.369.411	23.774.154	24.364.131	25.401.361
Proizvajalne naprave in stroji	0	0	71.175	71.175	75.462	79.901	84.056
Druge naprave in oprema	0	0	4.946.522	5.125.710	5.047.963	5.041.432	4.863.974
Osnovna sredstva, ki se pridobivajo	0	0	929.763	1.100.629	1.155.678	1.456.071	1.388.223
Predujmi za pridobitev opredmetenih osnovnih sredstev	0	0	24.292	0	10.254	10.858	11.423
Opredmetena osnovna sredstva v gradnji ali izdelavi	0	0	905.471	1.100.629	1.145.424	1.445.213	1.376.800
Dolgoročne finančne naložbe	4.160.133	7.546.323	8.563.055	8.031.000	8.569.195	8.983.017	9.718.603
Deleži v podjetjih v skupini	0	0	0	0	0	0	0
Dolgoročne finančne terjatve do podjetij v skupini	0	0	0	0	0	0	0
Deleži v pridruženih podjetjih	0	0	0	0	0	0	0
Dolgoročne finančne terjatve do pridruženih podjetij	0	0	0	0	0	0	0
Drugi dolgoročni deleži	4.160.133	7.546.323	6.574.121	6.017.324	6.473.573	6.764.121	7.064.231
Druge dolgoročne finančne terjatve	0	0	1.988.674	2.013.416	2.095.362	2.218.636	2.654.112
Lastni deleži	0	0	260	260	260	260	260
Gibljiva sredstva	15.832.792	15.535.545	15.812.626	16.143.786	14.576.043	14.285.790	14.832.535
Zaloge	87.747	76.682	20.347	22.347	21.045	20.987	25.641
Material	0	0	20.347	22.347	21.045	20.987	25.641
Nedokončana proizvodnja	0	0	0	0	0	0	0

Proizvodi in trgovsko blago	87.747	76.682	0	0	0	0	0
Predujmi za zaloge	0	0	0	0	0	0	0
Poslovne terjatve	11.615.538	12.049.454	12.178.118	12.406.134	10.893.525	10.765.477	10.841.011
Dolgoročne poslovne terjatve	406	42.051	37.000	35.000	32.541	32.145	32.541
Kratkoročne poslovne terjatve	11.615.132	12.007.403	12.141.118	12.371.134	10.860.984	10.733.332	10.808.470
Kratkoročne poslovne terjatve do kupcev	11.615.132	12.007.403	11.927.793	12.142.360	10.650.331	10.523.110	10.554.326
Kratkoročne poslovne terjatve do podjetij v skupini	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne poslovne terjatve do pridruženih podjetij	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne poslovne terjatve do drugih	0	0	213.325	228.774	210.653	210.222	254.144
Kratkoročno nevplačani vpoklicani kapital	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne finančne naložbe	3.013.360	2.548.308	3.018.414	3.146.522	3.016.240	3.059.114	3.115.741
Kratkoročni deleži v podjetjih v skupini	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročni deleži v pridruženih podjetjih	0	0	0	0	0	0	0
Lastni deleži	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne finančne naložbe do drugih	3.013.360	2.548.308	3.018.414	3.146.522	3.016.240	3.059.114	3.115.741
Kratkoročni depoziti	0	0	0	0	0	0	0
Dobroimetje pri bankah, čeki in gotovina	1.116.147	861.101	595.747	568.783	645.233	440.212	850.142
Aktivne časovne razmejitve	783.243	511.297	473.664	444.664	440.526	400.655	400.623
SKUPAJ SREDSTVA	45.616.451	48.269.124	56.354.196	59.211.529	60.008.675	61.497.743	64.744.412
Kapital	26.752.503	30.453.735	36.886.780	38.046.849	38.803.056	39.535.298	40.879.681
Kapital navadnih delničarjev	25.534.793	29.236.025	35.669.070	36.720.175	37.676.382	38.608.624	40.619.871
Vpoklicani kapital	7.210.700	7.210.700	7.902.413	7.902.413	7.902.413	7.902.413	7.902.413
Kapitalske rezerve	0	0	2.039.668	2.039.668	2.039.668	1.039.668	1.039.668
Rezerve iz dobička	517.358	481.263	1.659.005	1.659.005	1.659.005	1.659.005	1.659.005
Zakonske rezerve	517.358	481.263	1.659.005	1.659.005	1.659.005	1.659.005	1.659.005
Rezerve za lastne deleže	0	0	0	0	0	0	0
Statutarne rezerve	0	0	0	0	0	0	0
Druge rezerve iz dobička	0	0	0	0	0	0	0
Preneseni čisti poslovni izid	2.674.471	3.869.214	5.936.474	8.204.133	9.824.131	11.144.690	12.771.091
Čisti poslovni izid poslovnega leta	2.494.385	4.064.802	4.521.464	3.304.910	2.641.119	3.252.802	3.637.648
Prevrednotovalni popravki kapitala	12.637.879	13.610.046	13.610.046	13.610.046	13.610.046	13.610.046	13.610.046

Kapital prednostnih delničarjev	0	0	0	108.964	108.964	108.964	108.964
Manjšinski deleži	1.217.710	1.217.710	1.217.710	1.217.710	1.017.710	817.710	150.846
Rezervacije	1.228.753	1.955.107	3.902.414	2.887.715	3.016.450	3.028.055	3.366.151
Rezervacije za pokojnine in podobne obveznosti	0	0	0	0	0	0	0
Rezervacije za davčne obveznosti	0	0	0	0	0	0	0
Druge rezervacije	1.228.753	1.955.107	3.902.414	2.887.715	3.016.450	3.028.055	3.366.151
Finančne in poslovne obveznosti	15.673.723	14.903.954	13.073.736	14.910.491	15.200.036	15.743.159	16.973.949
Dolgoročne finančne in poslovne obveznosti	2.235.707	1.806.668	2.315.686	2.643.799	2.598.118	2.628.721	2.563.564
Dolgoročne obveznosti na podlagi obveznic	0	0	0	0	0	0	0
Dolgoročne finančne obveznosti do bank	2.227.056	1.801.835	2.236.598	2.563.548	2.515.474	2.541.665	2.474.653
Dolgoročne poslovne obveznosti na podlagi predujmov	0	0	0	0	0	0	0
Dolgoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev	0	0	68.183	70.546	72.989	76.532	80.454
Dolgoročne menične obveznosti	0	0	0	0	0	0	0
Dolgoročne fin. in poslovne obveznosti do podjetij v skupini	0	0	0	0	0	0	0
Dolgoročne fin. in poslovne obveznosti do pridruženih podjetij	0	0	0	0	0	0	0
Dolgoročne fin. in poslovne obveznosti do drugih	8.651	4.833	10.905	9.705	9.655	10.524	8.457
Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti	13.438.016	13.097.286	10.758.050	12.266.692	12.601.918	13.114.438	14.410.385
Kratkoročne obveznosti na podlagi obveznic	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne finančne obveznosti do bank	0	0	1.210.898	2.944.058	2.999.456	3.145.875	3.197.644
Kratkoročne poslovne obveznosti na podlagi predujmov	0	0	191.632	191.506	190.544	201.474	220.145
Kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev	8.931.435	8.785.769	6.854.119	6.972.123	7.015.456	7.268.457	8.475.110
Kratkoročne menične obveznosti	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne fin. in poslovne obveznosti do podjetij v skupini	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne fin. in poslovne obveznosti do pridruženih podjetij	0	0	0	0	0	0	0
Kratkoročne fin. in poslovne obveznosti do drugih	4.506.581	4.311.517	2.501.401	1.659.005	1.896.462	1.998.632	2.017.486
Pasivne časovne razmejitev	1.413.081	956.328	2.491.266	3.566.474	2.989.133	3.191.231	3.524.631
SKUPAJ OBVEZNOSTI IN KAPITAL	45.068.060	48.269.124	56.354.196	59.211.529	60.008.675	61.497.743	64.744.412

Viri: Letna poročila Intereuropa d.d., Interna gradiva Intereuropa d.d., lastni izračuni v računalniškem paketu Finplan.

Priloga 3: Izkaz uspeha (v 1000 SIT v stalnih cenah na osnovi cen iz leta 2003) ; (na naslednjih dveh straneh).

Izkaz poslovnega izida

000 SIT	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Realizacija	Realizacija	Realizacija	Realizacija	Realizacija	Realizacija	Realizacija
Čisti prihodki od prodaje	40.536.474	41.635.221	46.932.877	46.264.771	50.741.332	54.769.312	59.114.721
Proizvodi in storitve - domači trg	40.536.474	41.635.221	46.932.877	46.264.771	50.741.332	54.769.312	59.114.721
Blago in material - domači trg	0	0	0	0	0	0	0
Proizvodi in storitve - tuji trg	0	0	0	0	0	0	0
Sprememba vrednosti zalog proizvodov in nedok. proizvodnje	0	0	0	0	0	0	0
Usredstveni lastni proizvodi in lastne storitve	1.827	1.499	67	0	0	0	0
Drugi poslovni prihodki	577.400	662.399	584.143	185.143	298.564	310.522	357.846
Prihodki od porabe in odprave dolgoročnih rezervacij	577.400	662.399	584.143	185.143	298.564	310.522	357.846
Drugi prihodki povezani s poslovnimi učinki	0	0	0	0	0	0	0
Prevrednotovalni poslovni prihodki	0	0	0	0	0	0	0
Kosmati donos od poslovanja	41.115.701	42.299.119	47.517.087	45.449.914	51.039.896	55.079.834	59.472.567
Stroški blaga, materiala in storitev	27.964.772	29.321.781	32.386.185	32.269.253	36.623.744	39.586.684	43.798.484
Nabavna vrednost prodanega blaga in stroški materiala	3.360.785	3.177.469	3.244.410	2.809.632	3.564.112	3.365.210	4.102.363
Stroški storitev	24.603.987	26.144.312	29.141.775	29.459.621	33.059.632	36.221.474	39.696.121
Stroški dela	8.147.371	8.367.044	9.417.866	8.540.596	8.915.810	9.254.877	8.479.519
Stroški plač	5.798.717	5.916.810	6.678.472	5.820.953	6.247.858	6.541.122	6.789.542
Stroški socialnih zavarovanj	1.409.969	1.412.087	1.454.219	1.468.667	1.452.631	1.566.234	1.565.441
Drugi stroški dela	938.686	1.038.147	1.285.175	1.250.976	1.215.321	1.147.521	124.536
Odpisi vrednosti	3.066.623	2.626.323	2.865.148	2.990.506	3.309.855	3.326.461	3.767.379
Amortizacija in prevrednotovalni poslovni odhodki	2.682.918	2.286.772	2.512.964	2.748.902	3.090.179	3.115.906	3.513.266
Amortizacija neopredmetenih dolgoročnih sredstev	444	371	330	899	546	544	844
Amortizacija opredmetenih osnovnih sredstev	2.682.474	2.286.401	2.512.634	2.748.003	3.089.633	3.115.362	3.512.422
Zgradbe	0	0	0	0	0	0	0
Proizvajalne naprave in stroji	2.682.474	2.286.401	2.512.634	2.748.003	3.089.633	3.115.362	3.512.422
Druge naprave in oprema	0	0	0	0	0	0	0
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	383.704	339.551	352.184	241.604	219.676	210.555	254.113
Drugi poslovni odhodki	200.915	214.877	283.617	234.117	215.746	220.455	241.566

Poslovni izid iz poslovanja	1.736.020	1.769.094	2.564.271	2.915.442	1.974.741	2.691.357	3.185.619
Finančni prihodki iz deležev	281.436	2.491.515	4.334.162	1.171.500	1.225.636	1.251.411	1.297.457
Finančni prihodki iz deležev v podjetjih v skupini	281.436	528.041	981.752	1.171.500	1.225.636	1.251.411	1.297.457
Finančni prihodki iz deležev v pridruženih podjetjih	0	0	0	0	0	0	0
Drugi finančni prihodki iz deležev	0	1.963.474	3.352.410	0	0	0	0
Finančni prihodki iz dolgoročnih terjatev	0	0	23.816	0	0	0	0
Finančni prihodki iz obresti	0	0	0	0	0	0	0
Prevrednotovalni finančni prihodki	0	0	0	0	0	0	0
Drugi finančni prihodki iz dolgoročnih terjatev	0	0	23.816	0	0	0	0
Finančni prihodki iz kratkoročnih terjatev	1.514.081	977.361	966.534	594.053	625.474	712.554	722.451
Finančni prihodki iz obresti	0	0	0	0	0	0	0
Prevrednotovalni finančni prihodki	0	0	0	0	0	0	0
Drugi finančni prihodki iz kratkoročnih terjatev	1.514.081	977.361	966.534	594.053	625.474	712.554	722.451
Odpisi dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb	407.860	285.755	62.136	0	0	0	0
Finančni odhodki za obresti in iz drugih obveznosti	1.085.931	779.676	2.595.117	1.309.129	1.149.641	1.242.140	1.328.605
Finančni odhodki za obresti	0	700.963	1.136.485	1.306.934	1.147.326	1.239.684	1.326.007
Drugi finančni odhodki	1.085.931	78.713	1.458.632	2.195	2.315	2.456	2.598
Poslovni izid iz rednega delovanja	2.037.747	4.172.539	5.231.530	3.371.866	2.676.210	3.413.182	3.876.922
Davek iz dobička iz rednega delovanja	404.385	709.331	889.350	573.217	454.955	580.240	659.076
Čisti poslovni izid iz rednega delovanja	1.633.362	3.463.208	4.342.180	2.798.649	2.221.255	2.832.942	3.217.846
Izredni prihodki	1.469.221	1.044.906	233.471	614.326	514.326	514.321	514.251
Izredni odhodki	372.365	320.095	17.467	4.373	8.466	8.466	8.466
Izredni odhodki brez prevrednotovalnega popravka kapitala	372.365	320.095	17.467	4.373	8.466	8.466	8.466
Izredni odhodki za prevrednotovalni popravek kapitala	0	0	0	0	0	0	0
Poslovni izid zunaj rednega delovanja	1.096.856	724.811	216.004	609.953	505.860	505.855	505.785
Davek iz dobička zunaj rednega delovanja	235.834	123.217	36.720	103.692	85.996	85.995	85.983
Drugi davki, ki niso izkazani v drugih postavkah	0	0	0	0	0	0	0
Čisti poslovni izid manjšinskih lastnikov	0	0	0	0	0	0	0
Čisti poslovni izid obračunskega obdobja	2.494.385	4.064.802	4.521.464	3.304.910	2.641.119	3.252.802	3.637.648

Viri: Letna poročila Intereuropa d.d., Interna gradiva Intereuropa d.d., lastni izračuni v računalniškem paketu Finplan.