

Vrednotenje lastniškega kapitala slovenskih javnih delniških družb na podlagi diskontiranih denarnih tokov, primerjava 2006–2011

ALEŠ TRUNK

Geodetski inštitut, Slovenija

IGOR STUBELJ

Univerza na Primorskem, Slovenija

V prispevku obravnavamo vrednosti slovenskih javnih delniških družb na podlagi diskontiranih prostih denarnih tokov. Namen raziskave je oceniti vrednosti lastniškega kapitala slovenskih javnih delniških družb, pred finančno-ekonomska krizo in v času krize, na podlagi diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, ter jih primerjati s tržnimi vrednostmi lastniškega kapitala javnih delniških družb. Temeljno vrednost lastniškega kapitala izbranih podjetij (25) smo izračunali z dvostopenjskim modelom. Z metodo parnega t -testa nismo potrdili hipoteze, da so temeljne vrednosti slovenskih javnih delniških družb bližje tržni vrednosti sedaj, v času finančno-ekonomske krize (2011), kot pred njo (2006). Ugotovili pa smo, da je tržna vrednost lastniškega kapitala podjetij v primerjavi s temeljno vrednostjo lastniškega kapitala podjetij manjša v letu 2011 kot v letu 2006. Temeljna vrednost podjetja je pomembna tako za management podjetij kot za zunanje deležnike. Velika odstopanja tržnih in temeljnih vrednosti so podlaga za velike popravke vrednosti, kar znižuje zaupanje v trg kapitala. To negativno vpliva na delovanje finančnih institucij, investiranje posameznikov in podjetij. Obstajajo različni modeli izračunov temeljne vrednosti. Uporabljeni model v raziskavi kaže problematiko vrednotenja podjetij na majhnih in razvijajočih kapitalskih trgih s kratko zgodovino podatkov.

Key words: prosti denarni tok, lastniški kapital, finančno-ekonomska kriza, management, temeljna in tržna vrednost podjetja

Uvod

Vrednotenje podjetja ali ocena vrednosti podjetja predstavlja oblikovanje strokovnega in nepristranskega mnenja o vrednosti celotnega podjetja, njegove posamezne organizacijske enote, sredstva,

lastniškega kapitala ali dolga. Potreba po strokovnem in nepristranskem vrednotenju podjetij izvira iz nespornega dejstva, da se zneski, prikazani v računovodskih evidencah, ki so pod vplivom računovodskih usmeritev, običajno bistveno razlikujejo od dejanskih tržnih vrednosti istih gospodarskih kategorij (Glen 2005). Ključna naloga pri vrednotenju podjetij je, da z uporabo ustreznih metod in tehnik vrednotenja razkrijemo, kolikšna je resnična vrednost podjetja ([Http://www.fires.si/vrednotenje_podjetij.html](http://www.fires.si/vrednotenje_podjetij.html)).

Najpogostejši razlogi za vrednotenje podjetij so: a) nakup ali prodaja celotnega ali dela podjetja oziroma lastniškega deleža, b) izvedba postopkov prevzema, c) izstop in izplačilo delničarja, d) združitve ali pripojitve (izračun menjalnih razmerij), e) odkup podjetja s strani posloводства, f) povečanje ali zmanjšanje (osnovnega) kapitala, g) sanacija, likvidacija ali ocena stečajne mase podjetja, ki je v postopku stečaja, in h) notranja presoja premoženjskega in finančnega stanja podjetja za podporo pri sprejemanju strateških finančnih odločitev ([Http://www.fiduciaria-si.eu/podrocja_svetovanja](http://www.fiduciaria-si.eu/podrocja_svetovanja)).

Za vrednotenje podjetij lahko uporabljajmo različne modele vrednotenja, od preprostih do zelo sofisticiranih. Kateri model vrednotenja izberemo, je odvisno od namena vrednotenja, podatkov, ki jih imamo na voljo, in drugih dejavnikov (Brealey in Myers 2001).

Prispevek je razdeljen v štiri dele. V drugem poglavju so predstavljena teoretična izhodišča vrednotenja podjetij, v tretjem poglavju metodologija, v četrtem delu so prikazane analize in ugotovitve raziskave, v petem poglavju pa podan sklep in priporočila za management in javnost.

Vrednost podjetij in načini vrednotenja

Pogosto se vprašamo, koliko je vredno podjetje, ali je tržna vrednost podjetja precenjena ali podcenjena? Za odgovor na vprašanje je potrebno izračunati temeljno vrednost podjetja, ki odraža sedanjo vrednost vseh pričakovanih koristi za vlagatelje (Damodaran 2006). Pri ocenjevanju temeljne vrednosti podjetij uporabljamo različne modele vrednotenja (npr. model diskontiranega denarnega toka, model primerljivih podjetij, uvrščenih na borzo, model čiste vrednosti sredstev ipd.), odvisno od posameznih dejavnikov vrednotenja (Brigham in Ehrhardt 2005).

Stubelj (2010) navaja, da je vrednotenje podjetij utilitaristična dejavnost. Ocena mora prinesiti korist naročniku storitve. Zaradi velike koristi, ki lahko nastane pri dobri oceni vrednosti, so analitiki in strokovnjaki s področja vrednotenja izoblikovali veliko število modelov, ki temeljijo na različnih predpostavkah. Izhodišče in determinante

vrednotenja se od modela do modela razlikujejo. Pri vseh modelih je bistvena bodoča korist vlagatelja. Poznamo modele, ki temeljijo na dobičku, dividendah, investicijskih priložnostih, prostih denarnih tokovih, ter modele, ki temeljijo na primerjalni analizi.

V zadnjih nekaj letih so številna podjetja propadla, stopnja brezposelnosti se je močno povečala, delniški indeksi so strmoglavili in nekatere države so na robu bankrota zaradi napačnih monetarnih politik centralnih bank. Posledice velike finančne krize so ohromile svetovni ekonomski sistem (Norberg 2009). Tržna vrednost lastniškega kapitala večine slovenskih podjetij, ki kotirajo na borzi, se je tako znižala. V času konjunktura so bile tržne vrednosti podjetij izredno visoke. Veliko razliko med tržno vrednostjo in temeljno vrednostjo lastniškega kapitala je dokazal Stubelj (2010) v svoji raziskavi, kjer je visoke tržne cene utemeljil z naslednjimi dejstvi: tržna vrednost je lahko višja zaradi: a) zviševanja cene delnic vlagateljev, ki imajo interne informacije o podjetju; b) pričakovane visoke prevzemne vrednosti podjetja; c) nakupov delnic po previsoki ceni iz špekulativnih razlogov, z namenom prodaje po višji ceni; d) pomanjkanja investicijskih priložnosti za vlagatelje na slovenskem trgu kapitala. Našteta dejstva so prispevala k izjemnemu znižanju vrednosti v času finančno-ekonomske krize (od 2008 dalje). Vrednost delnic slovenskih podjetij se je veliko bolj znižala kakor vrednost delnic na nekaterih razvitih finančnih trgih. To je razvidno iz borznih indeksov. Slovenski borzni indeks se je v obdobju od 2007 do 2012 znižal za 60 % (<http://www.ljse.si>), medtem ko se je na razvitih finančnih trgih, kot so Dow Jones, NYSE, S&P, znižal le za 15 %; na finančnem trgu NASDAQ se je borzni indeks celo povečal za 8 % glede na leto 2007 (<http://www.marketwatch.com/investing/index/ny>).

V prispevku je obravnavan problem razlike med tržno in temeljno vrednostjo slovenskih javnih delniških družb, ki je v današnjem času zelo aktualen, saj je finančno-ekonomska kriza razkrila previsoka vrednotenja v preteklem obdobju. Poznavanje temeljne vrednosti je velikega pomena za pravilno odločanje na različnih nivojih (investitorji, zaposleni, država, kupci, dobavitelji, banke ...) (Koller, Goedhart in Wessels 2005).

Metodologija

Raziskava je po svoji naravi kvantitativna. Namen je raziskati in predstaviti vrednosti slovenskih javnih delniških družb pred finančno-ekonomsko krizo in v času krize na podlagi diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, ter jih primerjati s tržnimi vrednostmi podjetij. Zaradi izrednega znižanja tr-

žne vrednosti delnic med finančno-ekonomsko krizo nas zanima, kakšna je bila razlika med temeljno in tržno vrednostjo podjetij pred krizo in kakšna je sedaj.

Uporabili smo sekundarne podatke, ki smo jih pridobili na spletni strani Ljubljanske borze (število delnic in cena delnic) ter v letnih poročilih izbranih slovenskih podjetij, ki smo jih pridobili na spletnih straneh podjetij. Ovrednotili smo vsa podjetja prve kotacije (9 podjetij) in vsa podjetja standardne kotacije (16 podjetij) v obdobjih 2006 in 2011. Tako pridejo v poštev podjetja, ki so kotirala na borzi na dan 31. decembra 2006 in 31. decembra 2011; skupaj jih je 25, vseh delniških družb na borzi pa je 67. Vzorčenje prinaša s seboj napake, ki jih naredimo že pri zbiranju podatkov ali pripravi na vzorčenje – in ki seveda vplivajo na naše rezultate oziroma primernost posploševanja na celotno populacijo (Nastav 2011). Delnice izbranih podjetij predstavljajo skoraj 90 % celotne tržne kapitalizacije vseh delnic v izbranih obdobjih, zato lahko vzorec smatramo kot reprezentativen za slovenski delniški trg.

V preglednici 1 so predstavljena izbrana podjetja, njihova knjigovodska vrednost lastniškega kapitala na dan 31. decembra 2006 (stolpec 2), knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala na dan 31. decembra 2006 (stolpec 3), razmerje dolžniškega in lastniškega kapitala na dan 31. decembra 2006 (stolpec 4), povprečni prosti denarni tok 2006 (izračunan kot povprečje let 2004, 2005 in 2006) (stolpec 5), knjigovodska vrednost lastniškega kapitala na dan 31. decembra 2011 (stolpec 6), knjigovodska vrednost dolžniškega kapitala na dan 31. decembra 2011 (stolpec 7), razmerje dolžniškega in lastniškega kapitala na dan 31. decembra 2011 (stolpec 8) in povprečni prosti denarni tok 2011 (izračunan kot povprečje let 2009, 2010 in 2011) (stolpec 9).

Tržna vrednost lastniškega kapitala slovenskih javnih delniških družb se je v času krize močno znižala. Glede na navedena dejstva predpostavljamo, da so bile tržne vrednosti slovenskih javnih delniških družb pred nastopom krize napihnjene in niso odražale temeljne vrednosti lastniškega kapitala podjetij. Naša temeljna teza je, da v današnjem času, v času krize, temeljna vrednost lastniškega kapitala bolje odraža tržno vrednost lastniškega kapitala kot pred krizo. Veljavnost teze smo preverili s hipotezo, kjer smo trdili, da so temeljne vrednosti slovenskih javnih delniških družb bližje tržni vrednosti sedaj v krizi (2011) kot pred njo (2006).

Z dvostopenjskim modelom diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, smo za vsako izbrano podjetje ocenili temeljno vrednost lastniškega kapitala. Temeljno vrednost

PREGLEDNICA 1 Predstavitev izbranih podjetij (vzorca)

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>Prva kotacija</i>								
Gorenje, d. d.	254	650	2,56	12.101	398	854	2,15	15.280
Intereuropa, d. d.	181	108	0,60	8.804	141	266	1,89	2.823
Krka, d. d.	571	308	0,54	21.154	1.140	394	0,35	52.127
Luka Koper, d. d.	295	72	0,24	7.748	241	237	0,99	-2.276
Mercator, d. d.	648	1.213	1,87	9.141	789	1.859	2,36	19.028
NKBM, d. d.	321	3.937	12,26	143.844	436	5.381	12,35	-25.731
Petrol, d. d.	397	446	1,13	13.884	442	1.095	2,48	28.864
Telekom Slovenije, d. d.	989	482	0,49	46.123	815	760	0,93	41.072
Zavarovalnica Triglav, d. d.	375	1.706	4,54	3.946	489	2.473	5,05	854
<i>Standardna kotacija</i>								
Abanka Vip, d. d.	215	2.682	12,47	73.038	231	4.027	17,41	-18.378
Aerodrom Ljubljana, d. d.	97	12	0,12	4.170	123	6	0,05	1.905
Delo Prodaja, d. d.	23	11	0,47	620	12	27	2,22	-185
Etol, d. d.	61	15	0,24	1.189	23	24	1,04	544
Iskra Avtoelektrika, d. d.	43	126	2,96	2.086	43	133	3,12	5
Istrabenz, d. d.	402	647	1,61	3.511	13	364	27,13	-3.479
Kompas mts, d. d.	49	6	0,12	672	50	7	0,15	2.903
Mlinotest, d. d.	25	16	0,64	589	29	29	0,97	49
Nika, d. d.	4	2	0,51	36	2	1	0,64	-4
Pivovarna Laško, d. d.	303	382	1,26	1.826	125	444	3,54	6.844
Pozavarovalnica Sava, d. d.	102	255	2,49	2.463	148	434	2,93	-3.135
Salus, d. d.	43	27	0,62	2.239	53	34	0,65	4.690
Sava, d. d.	433	242	0,56	2.086	166	445	2,69	6.881
Terme Čatež, d. d.	92	36	0,39	2.208	99	100	1,01	2.914
Unior, d. d.	119	207	1,74	2.045	122	198	1,63	-44
Žito, d. d.	72	47	0,66	1.959	69	52	0,76	-963

OPOMBE Naslovi stolpcev: (1) podjetje, (2) kapital 2006 v 1000 €, (3) obveznosti 2006 v 1000 €, (4) D/E 2006, (5) PPDT 2006 v 1000 €, (6) kapital 2011 v 1000 €, (7) obveznosti 2011 v 1000 €, (8) D/E 2011, (9) PPDT 2011 v 1000 €.

lastniškega kapitala podjetja izračunamo kot sedanjo vrednost ocenjenih pričakovanih prostih denarnih tokov iz poslovanja, diskontiranih na današnjo vrednost z uporabo ocenjenih stroškov lastniškega kapitala (Brigham in Ehrhardt 2005). Dvostopenjski model smo izbrali, ker omogoča uporabo ocenjenih denarnih tokov do nekega časovnega horizonta, od katerega naprej predpostavimo stabilno stopnjo rasti. V skladu s tem smo na podlagi zgodovinskih podatkov ocenili denarne tokove podjetij za naslednja tri leta, v naslednjih letih pa upoštevali stabilno rast denarnih tokov.

S programom za statistično obdelavo podatkov SPSS – Statistical Package for the Social Sciences, smo prikazali frekvenčne porazdelitve vzorca, kjer smo preučili značilnosti različnih spremenljivk, ki so vključene v raziskavo, prikazali opisne statistike (povprečje, standar-

dni odklon) in uporabili metodo bivariatne analize ter metodo parnega t -testa, s pomočjo katerih smo preverili razliko med tržno in temeljno vrednostjo leta 2006 in 2011.

Hipotezo smo preverili s primerjavo tržne in ocenjene temeljne vrednosti izbranih podjetij v letu 2006 in 2011. Izračunali smo količnik med temeljno in tržno vrednostjo podjetij ter s parnim t -testom ugotovili, ali obstaja statistično značilna razlika v povprečju izračunanega količnika leta 2006 in 2011. Poleg tega nas je zanimalo, katero povprečje je višje.

Analize in ugotovitve

V raziskavi smo ocenili strošek lastniškega kapitala izbranih podjetij, s pomočjo katerega smo ocenili/izračunali sedanjo vrednost ocenjenih pričakovanih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu izbranih podjetij. Tržno vrednost lastniškega kapitala smo izračunali na podlagi podatkov o številu izdanih delnic in tržne cene delnic v obravnavanih obdobjih. Raziskavo smo zaključili s primerjavo ocenjene temeljne vrednosti lastniškega kapitala s tržno vrednostjo lastniškega kapitala podjetij pred nastopom finančno-ekonomske krize in v času krize.

Ocena stroška lastniškega kapitala izbranih podjetij

Strošek lastniškega kapitala oziroma zahtevano donosnost lastniškega kapitala smo ocenili s CAPM (Capital Asset Pricing Model – Model vrednotenja dolgoročnih naložb). Na podlagi modela smo ocenili zahtevano donosnost lastniškega kapitala kot vsoto netvegane stopnje donosa in premije za tržno tveganje, pomnožene s faktorjem β (Damodaran 2006). CAPM je v praksi najbolj uporabljen model za oceno stroškov lastniškega kapitala (Brigham in Ehrhardt 2005).

Slovenski finančni trg sodi med majhne in nerazvite finančne trge, s kratko zgodovino, zato smo se odločili za oceno stroškov lastniškega kapitala z modelom CAPM, kjer smo si pomagali z določenimi podatki iz razvitih finančnih trgov. Za oceno stroškov lastniškega kapitala po modelu CAPM potrebujemo tri spremenljivke:

$$r_s = r_{rf} + \beta \times RP_m, \quad (1)$$

kjer je r_s strošek lastniškega kapitala, r_{rf} netvegana stopnja donosa, β mera specifičnega tveganja (relativno tveganje podjetja glede na trg) in RP_m tržna premija za tveganje.

V preglednicah 2 in 3 predstavljamo ocenjen/napovedan strošek lastniškega kapitala na dan 31. decembra 2006 (za leta 2007, 2008,

PREGLEDNICA 2 Ocena/napoved stroškov lastniškega kapitala na dan 31. decembra 2006

Podjetje	βl	Strošek lastniškega kapitala*			
		2007	2008	2009	2010–
<i>Prva kotacija</i>					
Gorenje, d. d.	3,87	29	27	27	26
Intereuropa, d. d.	0,89	12	10	10	9
Krka, d. d.	2,05	18	17	17	16
Luka Koper, d. d.	0,73	11	9	9	8
Mercator, d. d.	1,92	18	16	16	15
NKBM, d. d.	4,34	31	30	30	30
Petrol, d. d.	0,94	12	11	10	10
Telekom Slovenije, d. d.	1,52	15	14	14	13
Zavarovalnica Triglav, d. d.	3,74	28	26	26	26
<i>Standardna kotacija</i>					
Abanka Vipra, d. d.	4,41	32	30	30	29
Aerodrom Ljubljana, d. d.	1,12	13	12	11	11
Delo Prodaja, d. d.	0,84	11	10	10	9
Etol, d. d.	0,73	11	9	9	9
Iskra Avtoelektrika, d. d.	3,04	24	22	22	22
Istrabenz, d. d.	1,12	13	12	11	11
Kompas mrs, d. d.	0,90	12	10	10	10
Mlinotest, d. d.	0,91	12	10	10	10
Nika, d. d.	0,51	10	8	8	7
Pivovarna Laško, d. d.	1,23	14	12	12	11
Pozavarovalnica Sava, d. d.	2,15	19	17	17	17
Salus, d. d.	1,29	14	13	12	12
Sava, d. d.	1,20	13	12	12	11
Terme Čatež, d. d.	0,77	11	10	9	9
Unior, d. d.	1,60	16	14	14	13
Žito, d. d.	0,92	12	10	10	10
Netvegana stopnja donosa*		3,75	2,35	2,25	2,45

OPOMBE * V odstotkih. Tržna premija za tveganje znaša 7,28 %.

2009 in od 2010 dalje) in na dan 31. decembra 2011 (za leta 2012, 2013, 2014 in od 2015 dalje).

Glede na velikost in razvitost slovenskega finančnega trga smo za netvegano stopnjo donosa uporabili realno netvegano stopnjo donosa na ameriškem trgu, kjer smo vzeli donosnost do dospelja tridesetletne inflacijsko indeksirane obveznice (WTP30A29).

Mero specifičnega tveganja (β) smo določili na podlagi ameriškega trga. Zreli ameriški trg omogoča spremljanje podjetij oziroma panog

PREGLEDNICA 3 cena/napoved stroškov lastniškega kapitala na dan
31. decembra 2011

Podjetje	βl	Strošek lastniškega kapitala*			
		2012	2013	2014	2015-
<i>Prva kotacija</i>					
Gorenje, d. d.	2,42	21	20	20	20
Intereuropa, d. d.	2,09	19	18	17	18
Krka, d. d.	1,25	13	11	11	12
Luka Koper, d. d.	1,49	15	13	13	13
Mercator, d. d.	4,38	36	34	34	34
NKBM, d. d.	3,62	30	29	26	29
Petrol, d. d.	3,52	29	28	28	28
Telekom Slovenije, d. d.	1,32	13	12	12	12
Zavarovalnica Triglav, d. d.	5,46	43	42	42	42
<i>Standardna kotacija</i>					
Abanka Vipa, d. d.	4,97	40	38	38	39
Aerodrom Ljubljana, d. d.	1,06	11	10	10	10
Delo Prodaja, d. d.	3,64	30	29	29	29
Etol, d. d.	1,36	14	12	12	12
Iskra Avtoelektrika, d. d.	4,20	34	33	33	33
Istrabenz, d. d.	26,77	199	197	197	197
Kompas mts, d. d.	1,21	13	11	11	11
Mlinotest, d. d.	1,31	13	12	12	12
Nika, d. d.	1,61	15	14	14	14
Pivovarna Laško, d. d.	2,79	24	23	23	23
Pozavarovalnica Sava, d. d.	2,56	22	21	21	21
Salus, d. d.	1,48	14	13	13	13
Sava, d. d.	3,45	29	27	27	28
Terme Čatež, d. d.	2,17	20	18	18	18
Unior, d. d.	3,20	27	26	26	26
Žito, d. d.	1,19	12	11	11	11
Netvegana stopnja donosa*		6,69	5,29	5,09	4,39

OPOMBE * V odstotkih. Tržna premija za tveganje znaša 5,66 %.

za tudi do 90 let. Uporabili smo zgodovinske panožne bete ameriških podjetij. Podjetja, ki delujejo v istih panogah, imajo podobno operativno tveganje (poslovni vzvod), upoštevati pa moramo različne finančne strukture podjetij in s tem različna finančna tveganja (finančni vzvod). Panožne bete brez finančnega vzvoda za ameriški trg smo pridobili na spletni strani <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/> in upoštevali finančni vzvod slovenskih podjetij.

Tržno premijo za tveganje pričakujejo investitorji, ki so pripra-

vljeni investirati v bolj tvegane investicije. Izračuna se kot razlika med pričakovano donosnostjo investicij na delniškem trgu in netvegano donosnostjo (Damodaran 2006). Uporabili smo tržno premijo za tveganje na podlagi zgodovinskih podatkov na ameriškem trgu z upoštevanjem dodatne premije za tveganje za slovenski trg (<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>).

OCENA TEMELJNE VREDNOSTI LASTNIŠKEGA KAPITALA IZBRANIH PODJETIJ

Za vrednotenje podjetij z dvostopenjskim modelom diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, je potrebno napovedati tudi proste denarne tokove, ki pripadajo lastniškemu kapitalu.

Pretekle proste denarne tokove, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, smo odčitali iz letnih poročil podjetij. Ocenjene vrednosti na dan 31. decembra 2006 so v evrih in so predstavljene v preglednici 4.

Naša napoved rasti prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, izhaja iz predpostavke, da nobeno podjetje na dolgi rok ne more rasti hitreje kot gospodarstvo, v katerem posluje. Stabilna stopnja rasti je pomemben faktor pri računanju vrednosti z modelom diskontiranih denarnih tokov, saj močno vpliva na rezultat. Tako smo našo napoved rasti določili kot seštevek napovedane gospodarske rasti in inflacije. Od četrtega leta naprej smo predpostavili, da je realna stopnja rasti gospodarstva enaka 0 %, podjetje pa mora kljub temu ohranjati stopnjo rasti vsaj v višini inflacije, če ne izgublja vrednosti. Na takšen način smo ocenili minimalne proste denarne tokove, ki bodo pripadli lastniškemu kapitalu, na podlagi katerih smo izračunali temeljno vrednost lastniškega kapitala podjetij.

Za oceno bodoče stopnje rasti smo uporabili Jesenske napovedi gospodarskih gibanj, ki jih vsako leto pripravi in javno objavi Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (UMAR 2007 in 2012). Iz Jesenske napovedi gospodarskih gibanj smo odčitali napoved realne gospodarske rasti (spremembe bruto domačega proizvoda) in napoved inflacije za prihodnja tri leta. Tako smo za leto 2006 uporabili Jesensko napoved gospodarskih gibanj 2007 (UMAR 2007), za leto 2011 pa Jesensko napoved gospodarskih gibanj 2012 (UMAR 2012). Od četrtega leta naprej pa smo predpostavili, da mora vsako podjetje, ki hoče ohraniti temeljno vrednost, rasti s stopnjo rasti vsaj v višini inflacije, zato smo upoštevali priporočeno inflacijo v Evropski uniji v višini 2 %.

Z dvostopenjskim modelom diskontiranih prostih denarnih tokov,

PREGLEDNICA 4 Ocenjena temeljna vrednost lastniškega kapitala podjetij na dan 31. decembra 2006

Podjetje	(1)				(2)
	2007	2008	2009	2010–	
<i>Prva kotacija</i>					
Gorenje, d. d.	13.323	14.323	15.296	15.602	58.567
Intereuropa, d. d.	9.693	10.420	11.129	11.351	142.358
Krka, d. d.	23.291	25.037	26.740	27.275	179.567
Luka Koper, d. d.	8.531	9.170	9.794	9.990	143.346
Mercator, d. d.	10.064	10.819	11.555	11.786	82.138
NKBM, d. d.	158.372	170.250	181.827	185.464	625.389
Petrol, d. d.	15.286	16.433	17.550	17.901	216.287
Telekom Slovenije, d. d.	50.781	54.590	58.302	59.468	500.980
Zavarovalnica Triglav, d. d.	4.344	4.670	4.988	5.088	19.720
<i>Standardna kotacija</i>					
Abanka Vipa, d. d.	80.415	86.446	92.325	94.171	313.007
Aerodrom Ljubljana, d. d.	4.591	4.935	5.271	5.376	57.067
Delo Prodaja, d. d.	682	734	784	799	10.424
Etol, d. d.	1.309	1.407	1.503	1.533	21.994
Iskra Avtoelektrika, d. d.	2.296	2.468	2.636	2.689	12.580
Istrabenz, d. d.	3.865	4.155	4.438	4.526	48.079
Kompas mts, d. d.	739	795	849	866	10.723
Mlinotest, d. d.	649	698	745	760	9.393
Nika, d. d.	40	43	46	46	826
Pivovarna Laško, d. d.	2.010	2.161	2.308	2.354	23.308
Pozavarovalnica Sava, d. d.	2.712	2.915	3.113	3.176	20.104
Salus, d. d.	2.465	2.650	2.830	2.886	27.677
Sava, d. d.	2.297	2.469	2.637	2.689	27.206
Terme Čatež, d. d.	2.431	2.614	2.792	2.847	39.269
Unior, d. d.	2.252	2.421	2.585	2.637	21.313
Žito, d. d.	2.157	2.319	2.476	2.526	31.023

OPOMBE Naslovi stolpcev: (1) prosti denarni tok, ki pripada lastniškemu kapitalu v 1000 €, (2) ocenjena temeljna vrednost lastniškega kapitala podjetij na dan 31. decembra 2006 v 1000 €.

ki pripadajo lastniškemu kapitalu, smo na dan 31. decembra 2006 ovrednotili lastniški kapital vseh petindvajset izbranih javnih delniških družb, ki skupaj predstavljajo skoraj 90 % celotne tržne kapitalizacije na dan 31. decembra 2006 in na dan 31. decembra 2011. Ocenjene vrednosti na dan 31. decembra 2011 so v evrih in so predstavljene v preglednici 5.

Najvišjo ocenjeno vrednost lastniškega kapitala ima NKBM, d. d.

PREGLEDNICA 5 Ocenjena temeljna vrednost lastniškega kapitala podjetij na dan 31. decembra 2011

Podjetje	(1)				(2)
	2012	2013	2014	2015-	
<i>Prva kotacija</i>					
Gorenje, d. d.	15.478	15.556	15.976	16.295	85.155
Intereuropa, d. d.	2.860	2.874	2.952	3.011	18.144
Krka, d. d.	52.805	53.069	54.502	55.592	549.872
Luka Koper, d. d.	-2.305	-2.317	-2.379	-2.427	-20.290
Mercator, d. d.	19.275	19.372	19.895	20.293	59.184
nkBM, d. d.	-26.065	-26.195	-26.903	-27.441	-96.441
Petrol, d. d.	29.239	29.385	30.178	30.782	111.283
Telekom Slovenije, d. d.	41.606	41.814	42.943	43.801	409.926
Zavarovalnica Triglav, d. d.	865	869	893	911	2.134
<i>Standardna kotacija</i>					
Abanka Vipa, d. d.	-18.617	-18.710	-19.216	-19.600	-50.454
Aerodrom Ljubljana, d. d.	1.930	1.939	1.992	2.031	23.483
Delo Prodaja, d. d.	-187	-188	-193	-197	-691
Etol, d. d.	551	554	569	580	5.301
Iskra Avtoelektrika, d. d.	5	5	5	5	15
Istrabenz, d. d.	-3.524	-3.542	-3.637	-3.710	-1.793
Kompas mts, d. d.	2.941	2.956	3.036	3.096	31.639
Mlinotest, d. d.	49	49	51	52	488
Nika, d. d.	-4	-4	-4	-4	-30
Pivovarna Laško, d. d.	6.933	6.967	7.156	7.299	33.180
Pozavarovalnica Sava, d. d.	-3.176	-3.191	-3.278	-3.343	-16.524
Salus, d. d.	4.751	4.775	4.904	5.002	42.094
Sava, d. d.	6.970	7.005	7.194	7.338	27.068
Terme Čatež, d. d.	2.952	2.967	3.047	3.108	17.992
Unior, d. d.	-45	-45	-46	-47	-187
Žito, d. d.	-975	-980	-1.007	-1.027	-10.643

OPOMBE Naslovi stolpcev: (1) prosti denarni tok, ki pripada lastniškemu kapitalu v 1000 €, (2) ocenjena temeljna vrednost lastniškega kapitala podjetij na dan 31. decembra 2011 v 1000 €.

(625.389.209,89 EUR), najnižjo pa Nika, d. d. (826.123,21 EUR). Na dan 31. decembra 2011 smo ravno tako ocenili petindvajset podjetij, vendar je pri devetih podjetjih ocenjena temeljna vrednost lastniškega kapitala negativna zaradi negativnih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu. Rezultat v teh zadnjih primerih ni smiselno. Negativne proste denarne tokove imajo podjetja s slabšimi rezultati poslovanja in podjetja, ki ne morejo dobiti novih posojil za

refinanciranje starih posojil. Najvišjo ocenjeno vrednost ima podjetje Krka, d. d. (549.871.933,66 EUR), najnižjo ocenjeno pozitivno vrednost pa ima podjetje Iskra Avtoelektrika, d. d. (15.413,86 EUR).

TRŽNE VREDNOSTI LASTNIŠKEGA KAPITALA PODJETIJ

Tržno vrednost lastniškega kapitala posameznih izbranih podjetij smo izračunali kot zmnožek števila izdanih delnic in tržne vrednosti delnice.

Pri izračunu smo upoštevali vse delnice, ki jih imajo podjetja, in nismo delali razlik med prednostnimi in navadnimi delnicami. Za ceno delnice smo izbrali vrednost zaključnega tečaja na dan 31. decembra 2006 oziroma na dan 31. decembra 2011. V preglednici 6 smo predstavili izračunane tržne vrednosti lastniškega kapitala na dan 31. decembra 2006 in 31. decembra 2011.

PRIMERJAVA TRŽNE VREDNOSTI LASTNIŠKEGA KAPITALA PODJETIJ Z OČENJENO TEMELJNO VREDNOSTJO PODJETIJ

Namen raziskave je raziskati in predstaviti vrednosti lastniškega kapitala slovenskih javnih delniških družb na podlagi diskontiranih prostih denarnih tokov, ki pripadajo lastniškemu kapitalu, ter jih primerjati s tržnimi vrednostmi lastniškega kapitala podjetij. Predvsem nas je zanimalo, glede na močan padec vrednosti delnic med finančno-ekonomsko krizo, kakšna je razlika med temeljno in tržno vrednostjo lastniškega kapitala podjetij pred krizo in kakšna je sedaj, zato smo izračunali količnik med temeljno in tržno vrednostjo lastniškega kapitala podjetij na dan 31. decembra 2006 in na dan 31. decembra 2011. Bližje kot je količnik 1, manjša je razlika med ocenjeno temeljno vrednostjo in tržno vrednostjo. Naša temeljna teza je, da v današnjem času, v času krize, temeljna vrednost lastniškega kapitala bolj odraža tržno vrednost kot pred krizo, torej je v povprečju količnik med ocenjeno temeljno in izračunano tržno vrednostjo lastniškega kapitala podjetij bližje vrednosti 1 na dan 31. decembra 2011 kot na dan 31. decembra 2006. V primeru, da je količnik enak 1, temeljna vrednost odraža natanko tržno vrednost lastniškega kapitala podjetja:

$$k = \frac{\text{temeljna}}{\text{tržna}}, \quad (2)$$

kjer je k količnik med ocenjeno temeljno in izračunano tržno vrednostjo lastniškega kapitala podjetij, »temeljna« ocenjena temeljna vrednost lastniškega kapitala podjetja in »tržna« izračunana tržna vrednost lastniškega kapitala podjetja.

PREGLEDNICA 6 Tržne vrednosti lastniškega kapitala podjetij 2006 in 2011

Podjetje	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Prva kotacija</i>						
Gorenje, d. d.	12.200	26,50	323.300	15.907	5,00	79.534
Intereuropa, d. d.	7.902	25,66	202.776	7.902	0,43	3.398
Krka, d. d.	3.543	781,39	2.768.162	35.426	52,90	1.874.042
Luka Koper, d. d.	14.000	47,17	660.380	14.000	7,10	99.400
Mercator, d. d.	3.765	214,91	809.214	3.765	147,00	553.508
NKBM, d. d.	5.839	37,00	216.061	39.123	3,16	123.629
Petrol, d. d.	2.086	494,27	1.031.196	2.086	155,10	323.585
Telekom Slovenije, d. d.	6.535	304,33	1.988.942	6.535	62,98	411.604
Zavarovalnica Triglav, d. d.	5.684	37,71	214.336	22.735	10,00	227.351
<i>Standardna kotacija</i>						
Abanka Vipa, d. d.	5.500	47,37	260.513	7.200	16,00	115.200
Aerodrom Ljubljana, d. d.	3.797	57,49	218.262	3.797	10,30	39.104
Delo Prodaja, d. d.	667	17,95	11.981	667	24,00	16.019
Etol, d. d.	255	204,47	52.063	255	72,00	18.333
Iskra Avtoelektrika, d. d.	1.608	17,95	28.869	1.608	15,10	24.286
Istrabenz, d. d.	5.180	17,95	92.981	5.180	3,09	16.006
Kompas mrs, d. d.	595	4,57	2.717	595	6,00	3.568
Mlinotest, d. d.	2.389	7,51	17.943	2.570	2,50	6.425
Nika, d. d.	190	15,44	2.933	190	18,00	3.419
Pivovarna Laško, d. d.	8.748	39,86	348.681	8.748	11,02	96.399
Pozavarovalnica Sava, d. d.	7.863	28,31	222.572	9.363	5,81	54.396
Salus, d. d.	135	630,11	85.065	122	240,00	29.160
Sava, d. d.	2.007	230,97	463.554	2.007	12,00	24.084
Terme Čatež, d. d.	598	187,78	112.277	497	178,00	88.470
Unior, d. d.	2.338	8,35	19.516	2.838	12,00	34.061
Žito, d. d.	356	167,75	59.684	356	85,00	30.242

OPOMBE Naslovi stolpcev: (1) število delnic 2006 v 1000, (2) tržna cena delnice 2006 v €, (3) tržna vrednost lastniškega kapitala 2006 v 1000 €, (4) število delnic 2011 v 1000, (5) tržna cena delnice 2011 v €, (6) tržna vrednost lastniškega kapitala 2011 v 1000 €.

V nadaljnji analizi smo izključili podjetja z negativno ocenjeno temeljno vrednostjo lastniškega kapitala v letu 2011, saj primerjava negativno ocenjene temeljne vrednosti z izračunano tržno vrednostjo ni smiselna. Izključena podjetja so: Luka Koper, d. d., NKBM, d. d., Abanka Vipa, d. d., Delo Prodaja, d. d., Istrabenz, d. d., Nika, d. d., Pozavarovalnica Sava, d. d., Unior, d. d., in Žito, d. d.

Analize nadaljujemo s šestnajstimi podjetji. Iz preglednice 7 lahko razberemo, da je pri devetih količnik v letu 2011 bližje 1 (Gorenje, d. d., Krka, d. d., Petrol, d. d., Telekom Slovenije, d. d., Aerodrom Ljubljana, d. d., Pivovarna Laško, d. d., Salus, d. d., Sava, d. d., in Mercator, d. d.), v ostalih sedmih podjetjih pa je količnik v letu 2006 bližje 1. V preglednici 7 so predstavljeni izračunani količniki med ocenjeno temeljno in izračunano tržno vrednostjo lastniškega kapi-

PREGLEDNICA 7 Količnika in oddaljenost od vrednosti 1

Podjetje	k_{2006}	k_{2011}	$ v _{2006}$	$ v _{2011}$
<i>Prva kotacija</i>				
Gorenje, d. d.	0,181	1,071	0,819	0,071
Intereuropa, d. d.	0,702	5,339	0,298	4,339
Krka, d. d.	0,065	0,293	0,935	0,707
Mercator, d. d.	0,102	0,107	0,898	0,893
Petrol, d. d.	0,210	0,344	0,790	0,656
Telekom Slovenije, d. d.	0,252	0,996	0,748	0,004
Zavarovalnica Triglav, d. d.	0,092	0,009	0,908	0,991
<i>Standardna kotacija</i>				
Aerodrom Ljubljana, d. d.	0,261	0,601	0,739	0,399
Etol, d. d.	0,422	0,289	0,578	0,711
Iskra Avtoelektrika, d. d.	0,436	0,001	0,564	0,999
Kompas mts, d. d.	3,946	8,868	2,946	7,868
Mlinotest, d. d.	0,524	0,076	0,476	0,924
Pivovarna Laško, d. d.	0,067	0,344	0,933	0,656
Salus, d. d.	0,325	1,444	0,675	0,444
Sava, d. d.	0,059	1,124	0,941	0,124
Terme Čatež, d. d.	0,350	0,203	0,650	0,797

tala podjetij na dan 31. decembra 2006 (k_{2006}) in na dan 31. decembra 2011 (k_{2011}).

Razlika med temeljno in tržno vrednostjo podjetij

V našem vzorcu izbranih podjetij jih devet potrjuje našo tezo, da v času krize (2011) temeljna vrednost lastniškega kapitala bolj odraža tržno vrednost lastniškega kapitala kot pred krizo (2006). Veljavnost teze smo preverjali s hipotezo, kjer smo trdili, da so temeljne vrednosti lastniškega kapitala slovenskih javnih delniških družb bližje tržni vrednosti lastniškega kapitala sedaj, v krizi (2011), kot pred njo (2006). Zanimalo nas je, ali lahko na podlagi naše analize vzorca sklepamo na celotno populacijo delniških družb.

V nadaljnji analizi smo od vsakega količnika odšteli 1 ter izračunali absolutno vrednost, rezultate pa predstavili v preglednici 7:

$$|k - 1| = |v|, \quad (3)$$

kjer je k količnik med ocenjeno temeljno in izračunano tržno vrednostjo podjetij na dan 31. decembra 2006 in na dan 31. decembra 2011 in $|v|$ oddaljenost količnika od vrednosti 1.

$|v|$, oddaljenost količnika od vrednosti 1, nam pove, kako močno temeljna vrednost odraža tržno vrednost lastniškega kapitala podje-

tja. Manjša kot je $|v|$, bolj temeljna vrednost odraža tržno vrednost lastniškega kapitala podjetja in obratno. V primeru $|v| = 0$, temeljna vrednost odraža natanko tržno vrednost lastniškega kapitala.

Preverili smo, ali se povprečje $|v|_{2011}$ razlikuje od povprečja $|v|_{2006}$ in ali je ta razlika statistično značilna, saj tako lahko zavrnilo ali ne zavrnilo našo hipotezo. V našem primeru imamo opravka z istimi enotami, vendar v različnih situacijah (pred krizo in v času krize), zato smo s programom SPSS uporabili parni t -test za preizkušanje domnev o aritmetičnih sredinah za odvisna vzorca, saj gre za situacijo prej/potem. Želeli smo dokazati, da je povprečje $|v|_{2011}$ manjše od povprečja $|v|_{2006}$, to pomeni, da bo razlika med njima negativna. S tem bi dokazali, da temeljne vrednosti lastniškega kapitala slovenskih javnih delniških družb bolj odražajo tržne lastniškega kapitala vrednosti sedaj, v krizi (2011), kot pred njo (2006). Na tej osnovi smo tudi oblikovali ničelno domnevo (razlika med povprečjem $|v|_{2011}$ in povprečjem $|v|_{2006}$ je enaka o ali pa pozitivna) in alternativno domnevo (razlika med povprečjem $|v|_{2011}$ in povprečjem $|v|_{2006}$ je negativna):

$$H_0: \mu_d \geq 0 \text{ in}$$

$$H_1: \mu_d < 0,$$

kjer μ_d predstavlja aritmetično sredino razlik v vrednosti za vsak par prej/potem.

V program SPSS smo vstavili podatke iz preglednice 7 in s parnim t -testom preverili naše domneve. Program SPSS nam postreže s tremi preglednicami.

V preglednici 8 so prikazane opisne statistike spremenljivk $|v|_{2011}$ in $|v|_{2006}$ (ocena povprečja, velikost vzorca, ocena standardnega odklona in ocena standardne napake povprečja). V preglednici 9 je prikazana korelacija med spremenljivkama $|v|_{2011}$ in $|v|_{2006}$. V preglednici 10 je prikazana vrednost t -testa, ki jo izračunamo kot:

$$t = \frac{\text{povprečje}}{\text{ocena standardne napake povprečja}} = \frac{0,417}{0,409} = 1,019. \quad (4)$$

Zanima nas, ali je test pokazal statistično značilne razlike. V preglednici 10 je izračunana točna stopnja značilnosti za dvostranski test, ki znaša 0,324. Glede na to, kako smo oblikovali naši domnevi, imamo enostranski test, zato je potrebno opraviti določene preračune. Preveriti je potrebno, ali sta kritično območje in vrednost t -testa na isti strani. Naše kritično območje je na levi strani, medtem ko je vrednost t -testa na desni, zato:

$$\text{stat. značilnost}_{1\text{-stranska}} = 1 - \frac{\text{stat. značilnost}_{2\text{-stranska}}}{2} = 0,838. \quad (5)$$

PREGLEDNICA 8 Opisna statistika spremenljivk $|v|_{2011}$ in $|v|_{2006}$

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$ v _{2011}$	1,286	16	2,013	0,503
$ v _{2006}$	0,869	16	0,584	0,146

OPOMBE Naslovi stolpcev: (1) spremenljivka, (2) povprečje, (3) velikost vzorca, (4) ocena standardnega odklona, (5) ocena standardne napake povprečja.

PREGLEDNICA 9 Korelacija med spremenljivkama $|v|_{2011}$ in $|v|_{2006}$

(1)	(2)	(3)	(4)
$ v _{2011}$ in $ v _{2006}$	16	0,726	0,001

OPOMBE Naslovi stolpcev: (1) spremenljivka, (2) velikost vzorca, (3) korelacija, (4) statistična značilnost.

PREGLEDNICA 10 Parni t-test ($|v|_{2011}$ in $|v|_{2006}$)

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$ v _{2011}$ in $ v _{2006}$	0,417	1,639	0,409	1,019	0,324

OPOMBE Naslovi stolpcev: (1) spremenljivka, (2) povprečje, (3) ocena standardnega odklona, (4) ocena standardne napake povprečja, (5) t , (6) statistična značilnost (2-stranska).

Glede na rezultat statistične značilnosti (1-stranska), ki znaša 0,838 (kar je več kot 0,05), podamo ustrezen sklep: pri stopnji značilnosti 0,05 ne moremo zavrniti ničelne domneve. Ne moremo trditi, da je povprečje spremenljivke $|v|_{2011}$ manjše od povprečja $|v|_{2006}$. Na podlagi rezultata lahko zavrnemo hipotezo, ker ne moremo trditi, da temeljne vrednosti lastniškega kapitala slovenskih javnih delniških družb bolj odražajo tržne vrednosti lastniškega kapitala sedaj, v krizi (2011), kot pred njo (2006).

Velikost količnika v času pred krizo in v času krize

Dodatno smo testirali, ali je povprečje količnikov (temeljna/tržna vrednost lastniškega kapitala podjetij) višje v letu 2011, s ciljem preveriti, ali so količniki (temeljna/tržna vrednost lastniškega kapitala podjetij) v povprečju višji sedaj, v času krize (2011), kot pred krizo (2006). Ponovno imamo opravka z istimi enotami, vendar v različnih situacijah (pred krizo in v času krize), zato smo s programom SPSS uporabili parni t -test za preizkušanje domnev o aritmetičnih sredinah za odvisna vzorca, saj gre za situacijo prej/potem. Želeli smo dokazati, da je povprečje k_{2011} (količnik 2011) večje kot povprečje k_{2006} (količnik 2006), kar pomeni, da bo razlika med njima pozitivna. S tem bi dokazali, da je tržna vrednost podjetij v primerjavi s temeljno vrednostjo podjetij manjša v času krize (2011) kot pred njo

PREGLEDNICA 11 Opisna statistika spremenljivk k_{2011} in k_{2006}

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
k_{2011}	1,319	16	2,389	0,597
k_{2006}	0,500	16	0,937	0,234

OPOMBE Naslovi stolpcev: (1) spremenljivka, (2) povprečje, (3) velikost vzorca, (4) ocena standardnega odklona, (5) ocena standardne napake povprečja.

PREGLEDNICA 12 Korelacija med spremenljivkama k_{2011} in k_{2006}

(1)	(2)	(3)	(4)
k_{2011} in k_{2006}	16	0,884	0,000

OPOMBE Naslovi stolpcev: (1) spremenljivka, (2) velikost vzorca, (3) korelacija, (4) statistična značilnost.

PREGLEDNICA 13 Parni t -test (k_{2011} in k_{2006})

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
k_{2011} in k_{2006}	0,820	1,621	0,405	2,023	0,061

OPOMBE Naslovi stolpcev: (1) spremenljivka, (2) povprečje, (3) ocena standardnega odklona, (4) ocena standardne napake povprečja, (5) t , (6) statistična značilnost (2-stranska).

(2006). Na tej osnovi smo oblikovali ničelno domnevo (razlika med povprečjem k_{2011} in povprečjem k_{2006} je enaka o ali pa negativna) in alternativno domnevo (razlika med povprečjem k_{2011} in povprečjem k_{2006} je pozitivna):

$$H_0: \mu_d \leq 0 \text{ in}$$

$$H_1: \mu_d < 0,$$

kjer μ_d predstavlja aritmetično sredino razlik v vrednosti za vsak par prej/potem.

Ponovno smo v program SPSS vstavili podatke iz preglednice 7, in s parnim t -testom preverili naše domneve. V preglednici 11 so prikazane opisne statistike spremenljivk k_{2011} in k_{2006} . V preglednici 12 je prikazana korelacija med spremenljivkama k_{2011} in k_{2006} . V preglednici 13 je prikazan vrednost t -testa, ki jo izračunamo kot:

$$t = \frac{\text{povprečje}}{\text{ocena standardne napake povprečja}} = \frac{0,820}{0,405} = 2,023. \quad (6)$$

Zanimalo nas je, ali je test pokazal statistično značilne razlike. V preglednici 13 je izračunana točna stopnja značilnosti za dvostranski test, ki znaša 0,061. Glede na to, kako smo oblikovali naši domnevi, imamo enostranski test. Zato je potrebno opraviti določene preračune. Preveriti je potrebno, ali sta kritično območje in vrednost t -testa na isti strani.

V našem primeru je kritično območje na desni strani, ravno tako vrednost t -testa, zato:

$$\text{stat. značilnost}_{1\text{-stranska}} = \frac{\text{stat. značilnost}_{2\text{-stranska}}}{2} = 0,031. \quad (7)$$

Glede na rezultat statistične značilnosti (1-stranska), ki znaša 0,031 (kar je manj kot 0,05), podamo ustrezen sklep: pri stopnji značilnosti 0,05 zavrnilo ničelno domnevo in sprejmemo alternativno domnevo, da je povprečje k_{2011} večje kot povprečje k_{2006} . Trdimo torej, da je tržna vrednost lastniškega kapitala podjetij v primerjavi s temeljno vrednostjo lastniškega kapitala podjetij manjša v času krize (2011) kot pred krizo (2006), kar pomeni, da je bil lastniški kapital podjetij v času pred krizo precenjen oziroma v času krize podcenjen.

Sklep

Tržna vrednost lastniškega kapitala slovenskih javnih delniških družb se je z nastopom finančno-ekonomske krize močno znižala. Predpostavili smo, da so bile tržne vrednosti lastniškega kapitala slovenskih javnih delniških družb pred nastopom finančno-ekonomske krize napihnjene in niso odražale temeljne vrednosti lastniškega kapitala. Želeli smo potrditi našo temeljno tezo, da v današnjem času, v času krize, temeljna vrednost lastniškega kapitala podjetij bolj odraža tržno vrednost lastniškega kapitala kot pred finančno-ekonomsko krizo. Veljavnost teze smo preverjali s hipotezo, kjer smo trdili, da so temeljne vrednosti lastniškega kapitala slovenskih javnih delniških družb bližje tržni vrednosti lastniškega kapitala sedaj, v krizi (2011), kot pred njo (2006). Iz rezultatov prvega t -testa smo našo hipotezo zavrnilo. Ugotovili pa smo z drugim parnim t -testom, da so količniki (temeljna/tržna vrednost lastniškega kapitala podjetij) v povprečju višji sedaj, v času krize (2011), kot pred krizo (2006), torej da je tržna vrednost lastniškega kapitala podjetij v primerjavi s temeljno vrednostjo lastniškega kapitala podjetij manjša v času krize (2011) kot pred krizo (2006). To pomeni, da je bil lastniški kapital podjetij v času pred krizo precenjen oziroma v času krize podcenjen.

Podobne raziskave v slovenskem prostoru nismo zasledili. Naša raziskava je jasen prikaz vrednotenja lastniškega kapitala slovenskih javnih delniških družb. Raziskava pokaže, da je vrednotenje lastniškega kapitala podjetij zahtevna naloga, ki ima opravka s prihodnostjo, ki je nepredvidljiva. Problem vrednotenja so tudi predpostavke in odločitve ocenjevalca ter možna nepristranskost ocenjevalca, kar vnaša subjektivnost v oceno vrednosti. Zaradi navedenega lahko ocena vrednosti odstopa od temeljne vrednosti, kar pa vpliva

na obnašanje vseh deležnikov podjetja. Pomembno je, da ocenjevalec upošteva vse relevantne informacije, ki so pomembne za oceno vrednosti. Na podlagi informacij naredi najboljšo možno oceno vrednosti spremenljivk, ki vstopajo v model vrednotenja. Vse svoje odločitve mora utemeljiti. Uporabniki ocene morajo oceno vrednosti interpretirati, z upoštevanjem vseh predpostavk in omejitev. Po Normanu (2008) se odpira tudi vprašanje etike. Raziskava se sooči tudi s problematiko vrednotenja na majhnih in razvijajočih kapitalskih trgih, s kratko zgodovino podatkov. Pri vrednotenju si pomagamo s podatki zrelih kapitalskih trgov, kar zahteva še dodatne predpostavke.

Raziskava je pomemben prispevek k znanosti in stroki, saj opozarja na iracionalno obnašanje investitorjev, ki s črednim nagonom in željo po zaslužku lahko vplivajo na gibanje cen delnic, kar podpira tezo o neučinkovitosti kapitalskih trgov. Opozarja tudi na vprašanje etičnosti ravnanja deležnikov podjetja, ki s svojim neetičnim ravnanjem zmanjšujejo učinkovitost delovanja kapitalskega trga. Razlogi visokih cen delnic in velikega odstopanja tržne vrednosti delnic od temeljne vrednosti delnic so lahko tudi: povečano povpraševanje vlagateljev, ki imajo interne informacije o podjetju, pričakovane visoke prevzemne vrednosti podjetja, nakupi delnic po previsoki ceni iz špekulativnih razlogov, z namenom prodaje po višji ceni, in pomanjkanje investicijskih priložnosti za vlagatelje na slovenskem trgu kapitala.

Izjemno velik popravek cen delnic, ki se je zgodil zaradi zunanjega dejavnika, finančno-ekonomske krize, je bil zelo škodljiv za slovenski kapitalski trg in finančne institucije na njem. Predvsem zaradi velikega znižanja zaupanja je ogrozil delovanje finančnih institucij, investiranje posameznikov in podjetij. Zaradi izrednega pomena delovanja finančnega sistema in vpliva na gospodarstvo bi morali regulatorji znati zaznati in preprečiti velike razlike med temeljnimi in tržnimi vrednostmi podjetij (Stubelj 2009).

To področje bi bilo smiselno še raziskovati, in sicer v smeri pravočasnega zaznavanja napihovanja tržnih cen delnic in aplikacije učinkovitih mehanizmov, ki bi napihovanje tržnih cen delnic preprečili.

Literatura

- Brealey, R. A., in S. C. Myers. 2001. *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill.
- Brigham, E. F., in M. C. Ehrhardt. 2005. *Financial Management: Theory and Practice*. Mason, OH: South-Western.
- Damodaran, A. 2006. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2. izd. Hoboken, NJ: Wiley.

- Glen, A. 2005. *Handbook of Corporate Finance*. Harlow: Prentice Hall.
- Koller, T., M. Goedhart in D. Wessels. 2005. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Hoboken, NJ: Wiley.
- Nastav, B. 2011. *Statistika v ekonomiji in financah*. Koper: Fakulteta za management.
- Norberg, J. 2009. *Financial Fiasco: How America's Infatuation with Homeownership and Easy Money Created the Economic Crisis*. Washington, DC: Cato Institute.
- Norman, P. 2008. *Plumbers and Visionaries: Securities Settlement and Europe's Financial Market*. Chichester: Wiley.
- Stubelj, I. 2009. »Strošek lastniškega kapitala podjetja: primer ocene za izbrane slovenske delniške družbe.« *Management* 4 (1): 21–38.
- . 2010. Vrednotenje podjetij na podlagi pričakovanih dobičkov. Koper: Fakulteta za management.
- UMAR. 2007. »Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2007.« Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj, Ljubljana. http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/publikacije/analiza/jeseno7/jn_07.pdf
- . 2012. »Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2012.« Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj, Ljubljana. http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/napovedi/jesen/2012/JNGG_2012.pdf