

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE**

**Brigita Fojkar**

**Mentor: doc. dr. Neven Borak**

**CENA DELNICE IN OKOLJE PODJETJA**

**Diplomsko delo**

**Ljubljana, 2002**

# KAZALO

UVOD .....	4
1. VLOGA FINANČNIH TRGOV V TRŽNEM GOSPODARSTVU .....	6
1.1 FINANČNI TRG .....	6
1.2 VREDNOSTNI PAPIRJI .....	7
1.3 DELNIŠKA DRUŽBA (D. D.) .....	8
1.3.1 DELNICA .....	8
1.4 BORZA .....	9
1.4.1 OBVEŠČANJE IZDAJATELJEV .....	11
1.4.2 TEČAJNE LISTE .....	12
1.4.3 BORZNI INDEKSI .....	12
2. OKOLJE PODJETJA IN ODNOSI Z JAVNOSTMI .....	14
2.1 KOMUNIKACIJA IN ODNOSI MED LJUDMI .....	14
2.2 OKOLJE PODJETJA .....	16
2.3 ODNOSI Z JAVNOSTMI .....	19
2.3.1 ODNOSI S FINANČNIMI JAVNOSTMI .....	22
2.3.2 KRIZNO KOMUNICIRANJE .....	24
3. ANALIZA PODJETJA IN DELNICE .....	25
3.1 ANALIZA PODJETJA .....	25
3.1.1 TEMELJNA ANALIZA .....	26
3.1.1.1 Kazalniki .....	28
3.1.2 TEHNIČNA ANALIZA .....	30
3.1.3 PREDPOSTAVKA O UČINKOVITEM TRGU .....	32
3.1.4 EKONOMSKI DOBIČEK (ECONOMIC VALUE ADDED; EVA™) .....	34
4. POSLOVNI SISTEM MERCATOR .....	35
4.1 LASTNIŠKA SESTAVA .....	35
4.2 IZRAČUN IN ANALIZA KAZALNIKOV .....	36
4.3 OBJAVE V MEDIJIH IN DELNICE MELR .....	42
4.3.1 POVZETEK ČLANKOV O MERCATORJU .....	43
4.3.2. GIBANJE TEČAJA DELNIC .....	55
4.3.2.1 Primer izračuna dobička za delničarje Mercatorja (za g. Jankovića) .....	57
4.3.2.2 Ponudba borznoposredniških hiš .....	57
4.3.4 EVA™ .....	58
5. ZAKLJUČEK .....	59
LITERATURA: .....	62
PRILOGA .....	69

## KAZALO SLIK

Slika 2.1: Peterokotnik učinkovitosti .....	16
Slika 2.2: Nadgradnja Peterokotnika učinkovitosti .....	20
Slika 2.3: Pristopov komunikacijski model .....	22
Slika 4.1: Lastniška sestava PS Mercator leta 1998 .....	34
Slika 4.2: Lastniška sestava PS Mercator leta 2001 .....	35
Slika 4.3: Kazalnika vodoravne finančne sestave .....	36
Slika 4.4: Koeficient obračanja zalog .....	36
Slika 4.5: Povprečno število dni vezave sredstev .....	37
Slika 4.6: Koeficient obračanja osnovnih sredstev .....	37
Slika 4.7: Stopnja zadolženosti .....	38
Slika 4.8: Mnogokratnik obresti .....	38
Slika 4.9: Dobičkonosnost prodaje .....	39
Slika 4.10: Dobičkonosnost sredstev .....	39
Slika 4.11: Primerjava tržne in knjigovodske cene .....	40
Slika 4.12: Dobiček na delnico (EPS) .....	40
Slika 4.13: Razmerje med tržno vrednostjo delnice in dobičkom na delnico .....	40
Slika 4.14: Donosnost lastniškega kapitala .....	41
Slika 4.15: Pregled gibanja tečaja delnice MELR za obdobje 1998 – 2001 .....	42

## UVOD

Približno pred 10 leti smo državljani Slovenije ob denacionalizaciji prejeli certifikate. Le-te je bilo možno vložiti v podjetja ali pooblaščne investicijske družbe, ki so takrat rasle kakor gobe po dežju. Sama nisem dobro vedela, kam naj certifikat vložim oz. kaj naj z njim počnem. Ne vem zakaj, ampak odločila sem se za pooblaščno investicijsko družbo Avanta, kar je bila velika napaka, saj donosi niso bili taki kot bi morda upala. Veliko bolje bi bilo, da bi certifikat vložila v kakšno znano slovensko podjetje, kajti delnice mnogih so se na borzi kar dobro odrezale. Zdaj razmišljam o tem kakor o šoli za prihodnost.

Vem, da bi se odločila drugače, če bi bila bolje seznanjena s poslovanjem na borzi. Priložnost za pridobitev osnovnih informacij o borznem poslovanju sem videla v svoji diplomski nalogi, hkrati pa se mi je zdelo, da je možno združiti to področje z vsaj delom mojega študija na fakulteti. Vse to je pripomoglo k diplomski nalogi z naslovom: Cena delnice in okolje podjetja. Tema je zanimiva tudi zaradi nerazvitega trga kapitala in poprivatizacijskega ravnanja podjetij v Sloveniji.

Z diplomsko nalogo predvsem poskušam preučiti odnos med ceno delnice podjetja in njegovim okoljem. Kar se da natančno opredeljujem deležnike podjetja oz. okolje podjetja in seveda načine vrednotenja delnice.

Z diplomsko nalogo poskušam potrditi (ali ovreči) dve hipotezi.

- Prva hipoteza je: gibanje tečaja delnic je povezano z okoljem podjetja.
- Druga hipoteza pa se glasi: gibanje tečaja delnice je povezano s finančnimi podatki podjetja.

Diplomska naloga se deli na teoretični in praktični del. V prvem podrobneje predstavljam vlogo finančnih trgov v tržnem gospodarstvu, v sklopu tega poglavja pa vrednostne papirje oz. delnice in borzo. Drugo poglavje se osredotoča na okolje in javnosti podjetja, tretje pa pojasnjuje teoretske predpostavke o analizah podjetja in ceni delnice.

V praktičnem delu naloge primerjam ceno delnice z dogajanjem v okolju. Izbrala sem si podjetje Poslovni sistem Mercator in preučevala obdobje od 1. 1. 1998 do 31. 12. 2001. V

prvem delu praktičnega dela naloge izračunavam ekonomske kazalnike, iz katerih je možno sklepati o plačilni sposobnosti podjetja, deležu financiranja poslovanja z dolgovi ... Drugi del sledi člankom o Mercatorju (pomagala sem si z bazo podatkov GVIN) in opisuje dogajanje v tem podjetju. Na spletni strani Ljubljanske borze sem poiskala podatke o gibanju cene delnice podjetja Mercator. Z naštetimi podatki bom naredila vsaj del temeljne analize podjetja.

V praktičnem delu naloge prav tako izračunavam zaslužek nekaterih delničarjev na podlagi pridobljenih podatkov. Zanima me tudi ponudba borzno-posredniških hiš v Sloveniji, predvsem to, ali svojim strankam ali širši javnosti ponujajo analizo vrednostnih papirjev.

Moram pa priznati, da dvomim o poštenosti podatkov, ki jih podjetja navajajo v letnih poročilih. Vem, da so ti podatki sicer revidirani, ampak glede na to, kaj se dogaja v velikih podjetjih po Ameriki, najbrž tudi pri nas nekatere nepravilnosti niso povsem nemogoče.

# 1. VLOGA FINANČNIH TRGOV V TRŽNEM GOSPODARSTVU

Slovenija se je po osamosvojitvi znašla na prehodu v tržno obdobje, kar je povzročilo nestabilne tržne razmere. Država je začela izvajati privatizacijo, in ta še ni povsem končana. Tako smo tudi državljani dobili možnost za solastništvo podjetij. Prehod je bil za nekatera podjetja predstavljal novo priložnost, spet za druge pa propad. V zadnjih desetih letih so namreč nastala mnoga nova podjetja, mnoga pa so zaradi izgube vzhodnega trga propadla. Na pomenu so začele pridobivati menedžerske sposobnosti posameznikov. Za zgled mnogi upravičeno postavljajo zahodne države, ki že dolgo delujejo v tržnih razmerah.

## 1.1 FINANČNI TRG

Trg sam pomeni stičišče med ponudbo in povpraševanjem. Ta dva se stalno usklajujeta in prilagajata drug drugemu, čeprav potrebuje ponudba dalj časa, da se odzove na spremembe v povpraševanju. Rezultat prilagajanja (oz. odzivanja) je tržna cena. (Sfiligoj 1999: 23) Trg lahko definiramo različno: glede na prostor, kjer se srečata ponudba in povpraševanje (mestni trg, regionalni trg ...), glede na predmet trgovanja (trg denarja, trg delovne sile ...), glede na obseg prodaje ter delitev na trg prodajalcev in trg kupcev. (Prohaska, 1990: 5)

*»Finančni trgi s finančnimi institucijami predstavljajo mehanizem, ki omogoča prenos prihrankov od tistih ekonomskih subjektov, ki varčujejo (običajno je to prebivalstvo), na tiste, ki investirajo v produktivne namene (običajno je to gospodarstvo).«* (Mramor 1993: 65)

Finančni trg se deli na trg denarja in trg kapitala. Delitev določa rok dospelja nekaterih finančnih instrumentov. O trgu denarja govorimo, ko je rok dospelja eno leto (do 12 mesecev), in o trgu kapitala, ko je rok dospelja več kakor eno leto. (Prohaska, 1990: 11) Nacionalni trg kapitala torej predstavlja srečanje ponudbe in povpraševanja za dolgoročnimi finančnimi sredstvi izključno med prebivalci in v valuti neke države. (Prohaska, 1990: 13)

Finančni trgi spadajo med najbolj tekmovalne. Skoraj vsak posameznik ima manjše (ali večje) prihranke, zanje pa tekmujejo mnoge (finančne) institucije. Mayo pravi, da so finančni trgi

zelo učinkoviti, saj se nove informacije o vrednostnih papirjih zelo hitro pokažejo v ceni teh vrednostnih papirjev. (Mayo, 2000: 14)

Podrobneje bom obravnavala slovenski trg kapitala, kamor spada tudi trg (dolgoročnih) vrednostnih papirjev. Ekonomski subjekti imajo možnost vlagati presežke svojega denarja in tako vložek oplemenititi. Take vložke imenujemo finančne naložbe, in njihova podzvrst so tudi lastniške naložbe. Lastniške finančne naložbe dajejo imetniku pravico do solastništva podjetja in udeležbe pri dobičku. Med take finančne naložbe spada delnica.

## 1.2 VREDNOSTNI PAPIRJI

Osnova vsake ekonomije, ki je vsaj za stopnjo višja od naturalnega gospodarstva, je denar kot plačilno sredstvo. Denar je vse, kar se sprejema v plačilo za blago ali storitve. Ima štiri pomembne funkcije: je namreč menjalni posrednik, hranilec vrednosti, mera vrednosti in plačilno sredstvo. (Mramor 1993: 47-50)

Vrednostni papirji (VP) izvirajo iz plačilne funkcije denarja. Vrednostni papirji (v grobem) so menjalno sredstvo med posamezniki ali gospodarskimi družbami, ki imajo presežek sredstev, in posamezniki ali gospodarskimi družbami, ki imajo primanjkljaj sredstev. (Svilan 1990: 36)

Definicije vrednostnih papirjev so si različne in hkrati podobne. Pri mnogih sem zasledila naslednjo definicijo: »*Vrednostni papir je tržna finančna oblika oziroma listina, ki predstavlja pravno evidenco določenega razmerja, na podlagi katerega ima imetnik listine pravico do določenega zahtevka, ki ga je mogoče izvrševati in prenašati le na podlagi te listine.*« (Svilan 1990: 40)

Vrednostni papirji morajo za uspešno opravljanje svoje vloge v gospodarstvu zadostiti temeljnim finančnim načelom. Ta so: načelo varnosti naložbe (ta je ponavadi premosorazmerna z boniteto izdajatelja), načelo rentabilnosti (končni donos mora biti večji od vložka) in načelo likvidnosti (zamenljivost oz. unovčljivost VP). (Štravs in drugi 1995: 38)

Glavne značilnosti VP so: načelo pisnosti, načelo inkorporacije (pravica velja samo z listino), načelo o vsebini premoženjskopравnih obveznosti in načelo obveznosti izpolnitve. (Veselinovič 1995: 36)

VP ima ceno oz. v denarju izraženo vrednost. Ob izdaji ima nominalno vrednost, ko pa pride VP na borzo, se njegova vrednost spreminja v skladu s ponudbo in povpraševanjem. Cena, vzpostavljena na trgu, je tržna cena oz. tečaj. (Štravs in drugi 1995: 39)

### **1.3 DELNIŠKA DRUŽBA (D. D.)**

Delniška družba spada med kapitalske družbe, katere lastniki (delničarji) ne odgovarjajo za njene obveznosti s svojim premoženjem. Prav tako spada med javne družbe, če njene delnice kotirajo na borzi. Za njeno ustanovitev je potrebno veliko denarja, značilna pa je za države z razvitim tržnim gospodarstvom. (Mramor 1993: 114)

Za delniške družbe je torej »značilno:

- *da ima družba svoj kapital, ki je določen in izražen v denarju (osnovni kapital) in katerega minimalna višina je običajno zakonsko določena;*
- *da je osnovni kapital razdeljen na dele (delnice);*
- *da je vsak delničar udeležen v osnovnem kapitalu z enim ali več deleži in z vplačilom teh deležev se ustvari osnovni kapital, ki pa je običajno enak premoženju družbe (delniškemu kapitalu) samo ob ustanovitvi;*
- *da delničar odgovarja le za vplačilo svojega deleža in po vplačilu tega deleža ne odgovarja tretjim osebam za družbine obveznosti (omejena odgovornost delničarjev).«*  
(iz nemškega prava v Veselinovič 1995: 42)

#### **1.3.1 DELNICA**

Delnica je oblika vrednostnega papirja, ki spada med lastniške VP. Delnica je torej »listina oz. prenosni pravni dokument, ki dokazuje določeno obliko stvarnega razmerja, iz katerega izhajajo za imetnika delnice določene premoženjske ali članske pravice v določeni organizaciji, ki je izdajatelj delnice.« (Svilan 1990: 72)



Izdajatelj delnic je lahko le gospodarska družba (delniška družba), ki ji je izdaja delnic pomeni način trajnega pridobivanja sredstev. Kapitala tako ni treba vračati ali zanj plačevati obresti. Delnice se ob prvem nakupu kupijo po nominalni oz. nazivni vrednosti, ki se ob borzni kotaciji lahko močno poveča ali zmanjša. Vlagatelj (kupec delnic) dobi za svoj (trajni) vložek premoženjske in članske pravice. (Štravs in drugi 1995: 49)

Delničar je upravičen do dividend oz. do udeležbe pri dobičku. Dobiček za delničarja pomeni tudi povečanje tržne vrednosti delnice. Dividenda je del dobička delniške družbe, ki se izplača delničarjem. Višina se določi na skupščini delničarjev (ponavadi) ob zaključku poslovnega leta. Lastništvo delnic pa delničarje upravičuje tudi do pravic odločanja v delniški družbi. Delnica za vlagatelje predstavlja neko tveganje, vendar (ob uspešnem poslovanju) tudi višji donosi. (Štravs in drugi 1995: 49)

## **1.4 BORZA**

Delnice se po prvotnem odkupu prodajajo na borzi vrednostnih papirjev. Borza je mesto, kjer se srečata ponudba in povpraševanje po nekem standardiziranem blagu. Borza sama ne sodeluje pri nakupu oz. prodaji, njena glavna naloga pa je, da ureja prodajo in nakup borznega blaga. Zagotavlja namreč prostor trgovanja ter strokovno, operativno osebje in komunikacijske naprave za nemoten potek poslovanja. (Štravs in drugi 1995: 30)

Ob prvi ponudbi na trgu VP (ko se podjetja ustanavlja) se delnice prodajajo na primarnem trgu. Vrednostne papirje lahko prodaja organizacija sama ali pa za to najame podjetje, ki se ukvarja prav s primarno prodajo vrednostnih papirjev. (Mayo 2000: 26) Borza VP je organizirani del sekundarnega trga VP, ki ponovno trguje z nekim VP. Sekundarni trg obstaja od prvega nakupa neke delnice do njene zapadlosti. Na sekundarnem trgu se VP »le« prodaja, medtem ko »traja« primarni trg od odločitve za izdajo VP do same prve prodaje. (Veselinovič 1995: 84) Naloga sekundarnega trga VP je tudi, da vlagateljem omogoča likvidnost njihovih naložb tako, da je možno na sekundarnem trgu hitro »zamenjati« neki VP za gotovino. (Mayo 2000: 26)

Trg vrednostnih papirjev ima (oz. bo imel) najmanj tri različne segmente:

- organizirani trg, kamor spadajo: borzni trg, za javne in prosto prenosljive papirje; izvenborzni trg za javne in prenosljive papirje (ki ne bodo izpolnili vseh pogojev) in izvenborzni trg za javne, omejeno prenosljive papirje;
- povsem neurejen trg delnic, ki so nastale iz notranjega preoblikovanja ob lastninskem preoblikovanju;
- poseben segment trga med pooblaščenimi investicijskimi družbami. (Veselinovič 1995: 16)

Borza ima svoja načela borznega poslovanja, ki naj bi veljala na vsaki borzi: transparentnost (trgovanje na borzi je jasno in javno), likvidnost (sposobnost ublažitve nenadnih nihanj obsega ponudbe oz. povpraševanja), varnost (mora biti večja kakor pri neorganiziranem poslovanju), poštenost (zagotavlja enake možnosti poslovanja) in učinkovitost (izhaja že iz same organiziranosti borze). (Veselinovič 1995: 88)

Poslovanje na borzi poteka takole: vlagatelj za poslovanje na borzi pooblasti člana borze oziroma borznega posrednika. Ta na Ljubljanski borzi kupi oziroma proda vrednostne papirje v skladu z naročilom vlagatelja. Prenos lastništva in denarna poravnava potekata prek Klirinško-depotne družbe, katere temeljna naloga je vodenje registra nematerializiranih VP. ([www.ljse.si](http://www.ljse.si))

Na Ljubljanski borzi je mogoče kupiti VP v kotaciji A in B, prostega trga in kratkoročne VP, ki jih ponujajo izdajatelji VP. Izdajateljem se ponujajo številne prednosti borzne kotacije; *»zagotavljanje likvidnosti, možnost hitrejše konsolidacije lastniške strukture po izvedeni masovni privatizaciji, večji ugled in publiciteta podjetja, spremljanje dnevnega vrednotenja VP, financiranje, večja tržna stabilnost, večja zaščita pred manipulacijami ...«* ([www.ljse.si](http://www.ljse.si))

Ljubljanska borza ima dobro organizirano spletno stran<sup>1</sup>, kjer so dostopni podatki o borznem poslovanju, izdajateljih, investitorjih in članih borze. Na spletu je dostopen letni imenik za leto 2001. Prav tako so dostopni statistični podatki in analize posameznih VP, tudi za delnico Mercatorja MELR (v .pdf obliki). Za posamezni VP je na spletni strani<sup>2</sup> možen izris grafa ali tabele za obdobje, ki ga lahko sami določimo. Prav te grafe bom uporabila pri opazovanju gibanja tečaja delnice.

<sup>1</sup> Spletni naslov: [www.ljse.si](http://www.ljse.si)

<sup>2</sup> Stran: [www.ljse.si/StrSlo/Izdajate/SezIzdaj/paper.asp?id=MELR](http://www.ljse.si/StrSlo/Izdajate/SezIzdaj/paper.asp?id=MELR)

### 1.4.1 OBVEŠČANJE IZDAJATELJEV

Izdajatelji vrednostnih papirjev so s kotacijo na borzi sprejeli tudi nekatere obveznosti. Tako morajo najkasneje v dveh mesecih po končanem poslovnem letu obvestiti javnost o nerevidiranih letnih nekonsolidiranih računovodskih izkazih. ([www.ljse.si/StrSlo/Izdajate.htm](http://www.ljse.si/StrSlo/Izdajate.htm))

Dolžnost izdajateljev je tudi predložiti revidirano letno poročilo, takoj ko ga potrdi nadzorni svet (najkasneje v 30 dneh po prejemu revizorskega poročila in najkasneje v šestih mesecih po preteku poslovnega leta). Izdajatelji so dolžni poskrbeti za objavo povzetka revidiranega letnega poročila v dnevniku, ki izhaja na območju cele Slovenije, ali ustrezno v elektronski obliki. ([www.ljse.si/StrSlo/Izdajate.htm](http://www.ljse.si/StrSlo/Izdajate.htm))

Polletno poročilo o svojem poslovanju morajo predložiti najkasneje v dveh mesecih po končanem polletnem obračunskem obdobju, sem spada tudi objava povzetka v dnevniku. ([www.ljse.si/StrSlo/Izdajate.htm](http://www.ljse.si/StrSlo/Izdajate.htm))

Izdajatelji so dolžni obveščati javnost o: vseh okoliščinah in dogodkih, ki niso splošno znani in lahko vplivajo na ceno njihovih vrednostnih papirjev; sem spadajo:

- podatki v zvezi z zasedanjem skupščine (sklic skupščine, sklep skupščine o delitvi dobička in vsebina vseh sprejetih sklepov);
- poslovni ali drugi dogodki, ki vplivajo na pravni in finančni položaj družbe (prekinitve poslovanja, spremembe v upravi ali lastništvu, pomembne pogodbe, investicije, dezinvesticije ...);
- okoliščine, ki lahko vplivajo na kapitalsko sestavo (povečanje ali zmanjšanje kapitala, izdaja novih vrednostnih papirjev ali odpoklic že izdanih papirjev ...);
- statusne spremembe izdajatelja (pripojitev družbi ali druge družbe izdajatelju, spojitve z drugo družbo, preoblikovanje izdajatelja v drugo družbo ...). ([www.ljse.si/StrSlo/Izdajate.htm](http://www.ljse.si/StrSlo/Izdajate.htm))

O tiskovni konferenci so izdajatelji dolžni obvestiti borzo vsaj en dan prej; če je tiskovna konferenca med trgovanjem, se začasno ustavi trgovanje z vrednostnim papirjem izdajatelja (zaradi enakomerne obveščenosti vlagateljev). ([www.ljse.si/StrSlo/Izdajate.htm](http://www.ljse.si/StrSlo/Izdajate.htm))

Kršitev dolžnosti obveščanja se kaznuje z naslednjimi sankcijami (odvisno od resnosti kršitve): interni opomin, opomin v okviru članov Ljubljanske borze, javni opomin ali skrajni ukrep, ki je začasna ali trajna izključitev vrednostnih papirjev iz borzne kotacije<sup>3</sup>. ([www.ljse.si/StrSlo/Izdajate.htm](http://www.ljse.si/StrSlo/Izdajate.htm))

#### **1.4.2 TEČAJNE LISTE**

Tečajna gibanja na borzi lahko nastanejo zaradi (pre)velikega povpraševanja po neki delnici. Ob prevelikem povpraševanju cena delnice narašča, dokler se povpraševanje ne ustali, takrat začne cena padati in postopek se ponovi ... (Jerovšek 1991: 38)

Ljubljanska borza po končanem trgovanju vsak dan izda tečajnico. Ta je uradni dokument, ki se objavlja na podlagi doseženih tečajev in prometa. ([www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj.htm](http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj.htm))

#### **1.4.3 BORZNI INDEKSI**

Borzi indeksi so pripomoček pri napovedovanju gibanja na borzi vrednostnih papirjev, povedo nam namreč, kako so se v povprečju spreminjali tečaji vseh vrednostnih papirjev ali v neki skupini. Med najbolj znane indekse sodi Dow Jones, ki ga sestavljajo tečaji 30 poglobitnih ameriških industrijskih podjetij. Izračunavajo ga na newyorški borzi na Wall Streetu. (Jerovšek 1991: 95)

Ljubljanska borza objavlja naslednje indekse:

- SBI 20: slovenski borzni indeks, ki zajema splošna gibanja tečajev delnic na Ljubljanski borzi (tehtana osnova). Zajema delnice 20 izdajateljev<sup>4</sup> borznega trga.
- SBI 20 NT: netehtani slovenski borzni indeks, ki zajema redne delnice istih podjetij.
- IPT: indeks prostega trga.
- PIX: indeks pooblaščenih investicijskih družb.
- BIO: indeks obveznic
- Panožni indeksi: panoge so: hrana in pijača, farmacija, kemija, nafta in plin, transport, trgovina. ([www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj.htm](http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj.htm))

<sup>3</sup> Več v Pravilniku v knjigi Borzni priročnik, avtor Draško Veselinovič: 467-485)

<sup>4</sup> Izdajatelji so: Aerodrom Ljubljana, Delo Prodaja, Droga, Emona Obala Koper, Etol, Gorenje, Interevropa, Istrabenz, Kolinska, Krka, Pivovarna Laško, Lek - razred A, Luka Koper, Mercator, Merkur, Petrol, Sava, Pivovarna Union, Terme Čatež, Žito.

Indeks SBI 20 je naslednik indeksa SBI in je tehtan s tržno kapitalizacijo delnic. Delež vsake delnice je premosorazmeren z velikostjo izdaje delnic, zgornja meja posameznega izdajatelja je 10 odstotkov. Izdajatelji delnic morajo za uvrstitev v SBI 20 izpolnjevati pogoje, in sicer velikost tržne kapitalizacije, absolutna dnevna vrednost prometa, povprečno število poslov ... ([www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj.htm](http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj.htm))

Panožni indeksi izražajo osnovne informacije o gibanju tečajev delnic znotraj posamezne panoge. Prav tako morajo izdajatelji za uvrstitev v indeks izpolnjevati naslednje pogoje: tržna kapitalizacija vsaj dve milijardi tolarjev, najmanj 1,5 posla na en trgovalni dan, trgovanje vsaj 50 odstotkov trgovalnih dni tri mesece pred revizijo indeksa, delnica mora biti na organizirani trg uvrščena vsaj 20 trgovalnih dni. Mercator je uvrščen tudi v panožni borzni indeks trgovine<sup>5</sup>. ([www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj.htm](http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj.htm))

---

<sup>5</sup> Poleg Mercatorja sestavljajo indeks trgovine še: Merkur, Salus - serija B, Kompas MTS, Živila, Emona Obala in Delo Prodaja.

## 2. OKOLJE PODJETJA IN ODNOSI Z JAVNOSTMI

Najbolj osnovna definicija okolja je, da je to vse, kar nas obkroža. Isto velja za okolje gospodarske družbe. Res pa je, da se gospodarske družbe dejansko ne ukvarjajo z vsemi dejavniki (oz. se niso sposobne), ki družbo obkrožajo. Podjetja se morajo odločiti za tiste dele okolja, ki jih bodo upoštevala. Zelo preprosto povedano: okolje podjetja se »upravlja« z odnosi z javnostmi.

Osnovna teza tega poglavja je predpostavka o *trikotniku uspešnosti* (Gruban in drugi, 1997: 35), ki je osnova odnosov z javnostmi. Kote trikotnika tvorijo organizacija in okolje ter odnos med njima. Idealno bi bilo, če bil odnos med organizacijo in njenim okoljem recipročen. To se le redko zgodi. Ključnega pomena pri »ustvarjanju pogojev« za recipročnost je komunikacija.

### 2.1 KOMUNIKACIJA IN ODNOSI MED LJUDMI

Komunikacija se zdi zelo preprost termin, čeprav še daleč ni tako. Zdi se mi, da komunikacijo lahko najdemo v vsem živem (ljudje, živali, rastline) in neživem svetu. Z živalmi že od nekdaj komuniciramo, nekateri pa se pogovarjajo celo z rastlinami.

Komuniciranje med ljudmi je veliko bolj kompleksno. »*O komunikaciji med ljudmi govorimo tedaj, ko med partnerji v socialni interakciji teče kontinuiran tok sporočil. Sporočila, ki si jih izmenjujemo, so podana v nekem kodu, v znakovnem sistemu, ki omogoča prenašanje pomena. Da bi bila komunikacija možna in uspešna, morajo partnerji v komunikaciji imeti enak ali vsaj zelo podoben kod sporočanja.*« (Ule 1996: 24)

Za uspešno komunikacijo je nujno, da je »*komuniciranje izmenjava informacij in ne enostranski tok informacij. Nekomu govoriti še ne pomeni komunicirati z njim. Komuniciranje se dejansko pojavi šele v trenutku, ko prejemnik sporočilo, ki mu ga je pošiljatelj želel poslati, dejansko sprejme in nanj tudi reagira. Zavrnitev sporočila, njegova napačna interpretacija, nerazumevanje itd. so primeri neučinkovite komunikacije.*« (Kline 1996: 52)

Komunikacija je obsežen pojav, poteka zunaj pa tudi znotraj posameznika. Za njen nastanek je skoraj nujna vzpostavitev odnosa z osebo, s katero komuniciramo, čeprav smo to mi sami. Odnosi se gradijo na osnovi socialne izmenjave med ljudmi, iz tega sledi, da je komunikacija sestavni del interakcije<sup>6</sup>. (Ule 1996: 24-25) Ljudje imamo veliko potreb in želja, med katere spada tudi potreba po odnosih z drugimi. Odnosi so zelo različni: od interakcije do odvisnosti od drugega. (Cutlip, Center, Broom 1994: 236) »*Pojem interakcije pa zajema vse procese, ki se dogajajo med dvema ali več ljudmi, pa tudi med posameznikom in skupino ali med skupinami.*« (Nastran Ule 1994: 124)

V preteklosti je bilo narejenih kar nekaj modelov komuniciranja. Od enostopenjskih<sup>7</sup>, ki komuniciranje obravnavajo bolj preprosto, do večstopenjskih, ki se lotevajo problema bolj celovito.

Schrammov koncept komunikacije predvideva dvosmerno komunikacijo, pri kateri pošiljatelj in sprejemnik delujeta na področju skupnih izkušenj (kar je pomembno za u- in dekodiranje sporočila). Komunikacijski proces sestavlja šest elementov: kodiranje sporočila, sporočilo, kanal, dekodiranje sporočila, šum ter odgovor in povratna zveza. (Kline 1996:65)

Proces se prične, ko vir izbere simbole (sporočilo vkodira), besede, s katerimi bo komuniciral svoje misli, ideje. Ukodirano sporočilo nato potuje po kanalu oz. mediju. Prejemnik sporočila mora sporočilo (da ga bo lahko razumel) dekodirati. Proces spremlja možnost komunikacijskega šuma. Vsako sporočilo je ves čas pod vplivom zunanjih dejavnikov, ki sporočilo lahko popačijo. Odgovor oz. povratna informacija je skupek reakcij sprejemnika na prejeto sporočilo. (Kline 1996: 65 - 69)

Komunikacija je torej »*recipročen proces izmenjave signalov, da bi informirali, ukazali ali prepričevali na podlagi skupnih pomenov in pogojeno z odnosom in socialnim kontekstom oseb, ki komunicirata*«. (Cutlip, Center, Broom: 1994: 229)

Katz in Lazarsfeld sta izdelala dvostopenjski model komuniciranja, ki ga je mogoče uporabiti tudi pri tržnem komuniciranju. Model predvideva, da pošiljatelj pošlje sporočilo

---

<sup>6</sup> Komunikacija tudi presega socialno interakcijo, saj pri množični reprodukciji knjig ni neposredne interakcije. (Ule 1996)

<sup>7</sup> Predvideva, da sporočilo enosmerno potuje od pošiljatelja k sprejemniku.

prejemnikom, ki so pravzaprav mnenjski voditelji. Ti sporočila (oz. informacije) filtrirajo in jih predelana pošljejo drugim članom skupnosti. (Kline 1996: 59)

Komuniciranje je ključnega pomena tudi pri oblikovanju imidža podjetja. *»Identiteta je to, kar organizacija v resnici je. Imidž je to, kar si javnosti o organizaciji mislijo – torej odsev identitete (podoba organizacije) v javnosti. O ugledu organizacije pa govorimo, ko se njen imidž sklada z vrednotami javnosti ali odjemalca.«* (Novak 2000: 140)

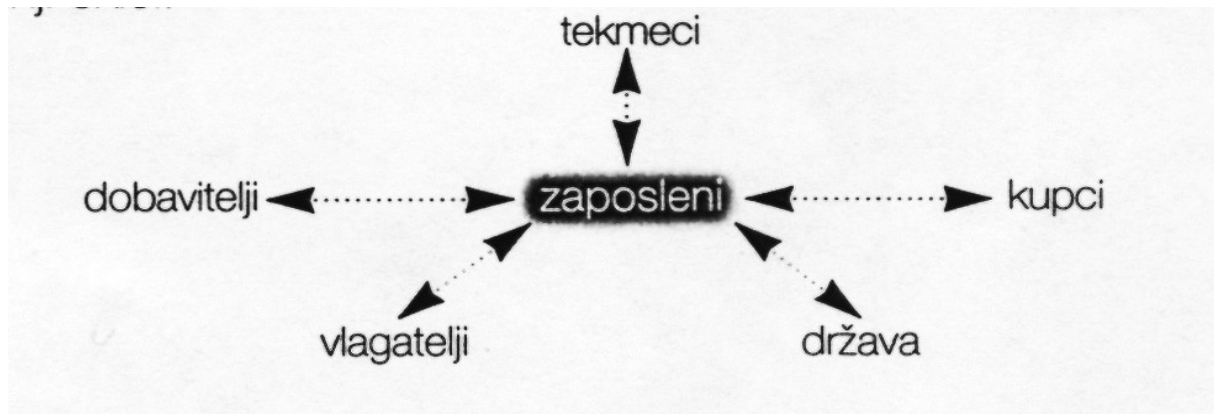
## **2.2 OKOLJE PODJETJA**

Okolje podjetja je torej na nasprotnem bregu vsake organizacije. Približamo si ga s komunikacijo. Je zelo raznoliko in zato tudi dokaj obširno definirano. Sem spadajo: *»naravni pogoji in ekologija, vpliv znanosti in tehnologije, družbena ureditev, gospodarska politika države, zunanjepolitične okoliščine, trg, finance, gospodarski razvoj, družbena organiziranost dejavnosti, kupci in odjemalci, finančniki, zbornice, sindikati, zdravstvene organizacije, razmerja do družbene infrastrukture in njenega javnega financiranja, država in občine, vpliv političnih strank in morebitnih drugih organizacij (verske organizacije ipd.), javno mnenje (stališča podjetja in javnosti do njega)«*. (Kralj 1999: 28 - 29)

Po trditvah avtorjev Gruban in drugi (1997: 35) raziskave na področju socialne psihologije dokazujejo, da lahko 20 do 45 odstotkov posameznikovega vedenja pojasnimo z vplivi iz okolja. Za organizacije pa velja načelo tretjin: tretjina organizacijskega vedenja je posledica dejavnikov iz okolja, tretjina je posledica lastnega organizacijskega delovanja ter tretjina medsebojnega delovanja na okolje in okolja na organizacijo. (Gruban in drugi 1997: 35)

Gruban in drugi (1997: 38) govorijo o *peterokotniku učinkovitosti* (glej sliko 2.1). V okolju organizacije (notranjem in zunanjem) obstaja pet skupin, ki neposredno vplivajo na učinkovitost organizacije. V središču peterokotnika so zaposleni, okrog pa so razvrščeni: kupci, tekmeči, dobavitelji, vlagatelji in država. Peterokotniku bi lahko rekli tudi mikro okolje podjetja.





Slika 2.1: Peterokotnik učinkovitosti  
(vir Gruban in drugi 1997: 38)

Naj prepoznavjši element so prav gotovo **kupci** oz. potrošniki. Brez njih podjetje ne more obstajati. Prepoznati mora svojo ciljno publiko in se ji s svojimi izdelki čim bolj približati. Stalno se je treba odzivati na spremembe na trgu. Upoštevati moramo, čeprav neradi, znan rek: *Kupec je kralj*. (Sfiligoj 1999)

Dejavnik, ki vpliva na potrošnike, je kultura v širšem pomenu. *»Je eden tistih dejavnikov, ki vpliva na obnašanje porabnikov bolj neopazno kot ostali zunanji dejavniki. Vpliva kulture se ne zavedamo. Kultura predstavlja okvir, znotraj katerega nastaja in se razvija življenjski stil posameznika in družine.«* (Mumel 1999: 131) Značilnosti kulture so, da je pridobljena, ne določa narave in števila bioloških potreb, njenega vpliva se redko zavedamo, težko določimo »primerno vedenje«. Kultura postavlja meje vedenja, ki jim pravimo norme. Drugače od vrednot pa so norme prepričanja o tem, kaj je dovoljeno. (Hawkins, Best, Coney v Mumel 1999: 131)

Na posameznika imajo velik vpliv tudi skupine (ki se gibljejo znotraj okolja). *»Skupina sta dva ali več posameznikov, ki imajo skupne norme, prepričanja ali vrednote in imajo določene implicitne ali eksplicitne medsebojne odnose, tako da je njihovo vedenje soodvisno.«* (Mumel 1999: 144) Poznamo več vrst skupin: referenčne, primarne, sekundarne ter formalne in neformalne. (Mumel 1999: 144)

Drugi del okolja predstavljajo **tekmeci**. Za podjetja je pomembno, da dobro poznajo svoje tekmece, saj se morajo nujno odzivati na njihove poteze. Ne smejo pa jim biti preveč

podobna, ampak morajo razviti svojo konkurenčno prednost. Tržni pogoji se za podjetja spreminjajo oz. so se spremenili. (Knez-Riedl 1999: 32)

*»Tekmeci so podjetja, ki proizvajajo enak ali soroden proizvod oz. storitev ali njun nadomestek.«* (Knez-Riedl 1999: 32) Za analizo konkurentov je smiselno zbirati podatke o: domači in tuji konkurenci, vstopanju v panogo, zapuščanju panoge, možnih tekmecih iz drugih panog, prednostih in slabostih tekmecev, koliko se tekmeci razlikujejo od nas, kam se razvojno usmerjajo in kaj to pomeni za nas. (Knez-Riedl 1999: 32)

**Dobavitelji** nas oskrbujejo z dobrinami, ki jih potrebujemo za svoje poslovno delovanje. Pomembno je, da odnose z njimi vzdržujemo, ker to pomeni boljše sodelovanje in mogoče tudi ugodnejše cene surovin. (Sfiligoj 1999: 57)

Tudi **vlagatelji** vplivajo na učinkovitost organizacije. Obrestne mere in dostopnost posojil vpliva na končno ceno storitev in proizvodov. (Gruban in drugi 1997: 39)

**Država** vpliva na podjetja različno. Zunanjetrgovinska politika lahko vpliva na količino ali ceno izvoza in izvoza. Država lahko s svojimi zaščitnimi ukrepi celo pretirava. Podjetje, ki doma deluje pod boljšimi pogoji, težko prodre na mednarodni trg, saj se tam sooči s »pravo« konkurenco. (Mayo 2000) Pomembno vlogo igra tudi fiskalna politika. Prav tako država določa zakone ...

Osrednjo vlogo igrajo v peterokotniku **zaposleni**. Ti so v dvojnem odnosu do organizacije. Predstavljajo (notranje) okolje organizacije, hkrati pa tvorijo organizacijo kot njen pglavitni sestavni del. (Gruban in drugi, 1997: 40)

Zgoraj navedene skupine neposredno vplivajo na dobičkonosnost organizacij. (Gruban in drugi, 1997: 40) Te pa ne predstavljajo svojega celotnega okolja. V okolje zunaj peterokotnika spadajo deležniki oz. *»tiste skupine ljudi, ki s svojim delovanjem (lahko) vplivajo na organizacijo. Biti deležnik organizacije pomeni deliti z njo skupno usodo bodisi aktivno (s poskusom vplivanja na njegovo usodo) bodisi pasivno (ko organizacija skuša vplivati na tvojo usodo). Aktivni deležniki tvorijo skupine, ki se imenujejo javnosti.«* (Gruban in drugi: 41, 1997)

Deležniki so torej prebujeni v odnosu do organizacije in njenih aktivnosti (Jančič 1999: 75) Vsaka organizacija ima deležnike, ki so zanjo specifični. Podjetje tako lahko nadgradi peterokotnik učinkovitosti in okoli njega nariše skupine (glej sliko 2.2), ki so za podjetje pomembne po pomenu, vplivu in njihovih stališčih. Deležniki, ki obkrožajo peterokotnik, so: mediji, vlada, skupine pritiska, javno mnenje in mednarodne ustanove. (Gruban in drugi: 1997: 41)

## 2.3 ODNOSI Z JAVNOSTMI

Organizacije uporabljajo komunikacijo za oblikovanje odnosov s (ključnimi) javnostmi. Mnoga podjetja gradijo odnose kar precej časa. Dobro upravljanje odnosov z javnostmi se pokaže kot koristno predvsem ob nastanku krize v podjetju.

Za razumevanje odnosov z javnostmi je najprej treba opredeliti javnost. Grunig jo je opredelil kot *»skupino ljudi, ki delijo določen problem, so problem spoznali in se organizirajo, da bi problem rešili.«* (Grunig v Gruban in drugi 1997: 43) Iz tega je izpeljal štiri stopnje organiziranosti javnosti: *»nejavnost (nima nobene izmed naštetih lastnosti), možna javnost (ima prvo lastnost), pozorna javnost (ima prvo in drugo lastnost) in aktivna javnost (ima vse lastnosti).«* (Grunig v Gruban in drugi 1997: 43)

Prvi pogoj za aktivno delovanje javnosti je zaznavanje problema, dovolj je že, da ga ljudje čutijo. Grunig je razvil situacijsko teorijo, ki omogoča merjenje komunikacijske aktivnosti ciljne skupine. Polovico posameznikov je uvrstil v pozorno javnost, približno 30 odstotkov je možne javnosti ter po 10 odstotkov aktivne javnosti in nejavnosti. Na stopnji pozorne javnosti je komunikacija še lahko uspešna. Najteže je komunicirati z nejavnostjo, ker je problem ne zanima, in z aktivno javnostjo, ki misli, da o problemu že vse ve. Osebna vpletenost posameznikov le še podkrepi aktivno delovanje. (Grunig v Gruban in drugi: 1997: 43)

*»Javnost lahko opredelimo zemljepisno (slovenska javnost, svetovna javnost), interesno (literarna javnost, strokovna javnost) ali komunikacijsko – v tem slednjem pomenu se pojem javnosti uporablja v odnosih z javnostmi.«* (Gruban in drugi 1997: 41)

Odnosi z javnostmi so bili v preteklosti že velikokrat opredeljeni. Definicije je zbral in preučil Rex F. Harlow (naštel jih je kar 472). Iz vseh zbranih je izluščil »svojo« opredelitev: *»Odnosi z javnostmi so posebna funkcija upravljanja, ki pomaga vzpostavljati in vzdrževati vzajemne poti komuniciranja, razumevanja, odobravanja in sodelovanja med organizacijo in njenimi javnostmi; vključuje upravljanje problemov in problematik; pomagajo upravljavcem, da so seznanjeni z javnim mnenjem in da se nanj odzivajo; opredeljujejo in izražajo odgovornost upravljavcev za služenje javnemu interesu; kot sistem zgodnjega opozarjanja s predvidevanjem trendov pomagajo upravljavcem, da so v koraku s spremembami in jih znajo učinkovito izrabljati; in uporabljajo raziskave in pošteno ter etično komuniciranje kot svoje glavno orodje.«* (Harlow v Verčič 1995: 304)

*Trikotnik uspešnosti* predstavlja osnovo odnosov z javnostmi. Kote predstavljajo organizacija, okolje in odnos med njima. Prepogosto organizacije poskušajo vplivati na okolje in ga spremeniti. Vsaka organizacija vpliva na okolje, dopustiti pa mora, da tudi okolje vpliva nanjo. (Gruban in drugi 1997: 36) Organizacije pa prav tako delujejo v ravnotežju trikotnika, katerega kote predstavljajo lastniki, zaposleni in upravljavci. V tem trikotniku so zbrana osnovna nasprotja, ki jih mora organizacija kot celota zgladiti. (Gruban in drugi 1997: 57)

Glavne naloge strateškega komuniciranja in odnosov z javnostmi so:

- upravljanje organizacijskih sprememb, ki zajema uravnavanje odnosov (oz. različnih teženj) med različnimi skupinami,
- upravljanje organizacijskega okolja, ki poteka s prepričevanjem in sporazumevanjem, oba načina pa se med sabo prepletata,
- upravljanje vzajemnih odnosov med organizacijo in okoljem, ki se pokažejo ob konkretnih dogodkih,
- ter kriznih odnosov z javnostmi.<sup>8</sup> (Novak 2000: 152- 153)

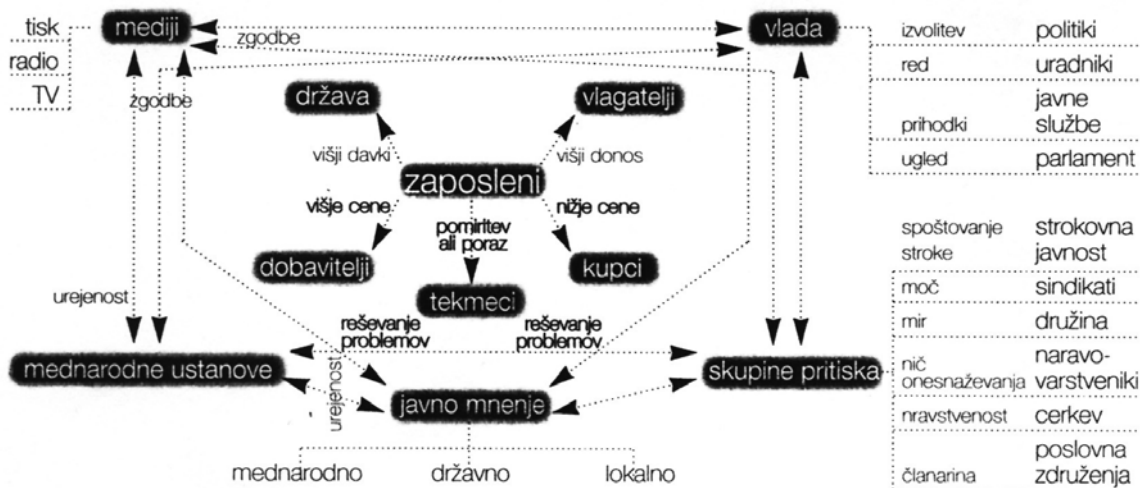
Odnosi z javnostmi se navadno upravljajo z vsemi skupinami, omenjenimi v nadgradnji peterokotnika učinkovitosti (glej sliko 2.2).<sup>9</sup> Podjetje mora usklajevati množico različnih potreb in želja v okolju podjetja. Naj omenim samo želje znotraj peterokotnika: vlagatelji

---

<sup>8</sup> Več v nadaljevanju.

<sup>9</sup> Ključne javnosti so v literaturi, ki obravnava to temo zelo različno opredeljene. Gwin opisuje sedem javnosti (delničarji, sindikati, potrošniki, menedžment, dobavitelji, lokalno javnost in vlado), Majaro pa devet (delničarji, potrošniki, dobavitelji, vlada, menedžerje, zaposlene, sindikate, banke in družbeno skupnost). (Gwin in Majaro v Jančič 1999)

želijo višji donos, kupci nižje cene, tekmeci pomiritev ali poraz in dobavitelji višje cene. Potem pa so tu (v širšem okolju) še mediji, ki želijo zgodbe, skupine pritiska, ki zahtevajo reševanje problemov ... (Gruban in drugi: 58, 1997)



Slika 2. 2: Nadgradnja peterokotnika učinkovitosti (vir: Gruban in drugi 1997: 58)

Jančič navaja tri ravni ekvivalentne menjave podjetja z deležniki: nujno, potrebno in zaželeno menjavo. Ravni pa oblikujemo tako, da v središče postavimo podjetje. V prvo krožnico okoli podjetja vpišemo deležnike, ki so zanj naj pomembnejši. Narišemo drugo krožnico (ki vsebuje prvo) in vpišemo deležnike, ki so za podjetje manj pomembni, v tretjo krožnico (ki vsebuje prvi dve) pa deležnike, ki so zanj najmanj pomembni. Nujno menjavo podjetje izvaja npr. s potrošniki, zaposlenimi, partnerji, konkurenti, delničarji in regulativo (oz. predstavniki le-te – op. av.), potrebno menjavo npr. s sindikati, mediji, lokalno skupnostjo ..., zaželeno menjavo pa npr. z verskimi organizacijami, iskalci zaposlitev, nekonkurenčnimi podjetji, mnenjskimi voditelji ... (Jančič: 77, 1999)

Organizacije naj bi upravljale vzajemne odnose z javnostmi. Taki odnosi se vzpostavijo skozi čas, v konkretnih dogodkih. Kakovost odnosov »lahko ocenjujemo glede na naslednje štiri lastnosti: formalizacija, intenzivnost, reciprociteta in standardizacija.« (Gruban in drugi: 73, 1997) Odnosi se formalizirajo ob ustanovitvi službe za odnose z javnostmi. Intenziteto določimo glede na čas in denar, vložen v neko skupino. Reciprociteta kaže na dvosmerno komunikacijo med organizacijo in njenim okoljem, standardizacija pa na stabilnost odnosov. (Gruban in drugi: 58, 1997)

### 2.3.1 ODNOSI S FINANČNIMI JAVNOSTMI

Eno najpomembnejših področij odnosov z javnostmi so odnosi s finančnimi javnostmi. Za upravljanje te vrste odnosov je potrebno znanje iz prava in financ podjetja. Strokovnjaki skrbijo za dobre odnose med finančno javnostjo (delničarji, vlagatelji) in podjetjem. (Cutlip, Center, Broom: 1994: 450) Najbrž naj pomembnejši segment finančne javnosti so vlagatelji, saj omogočijo nastanek (ali obstanek) podjetja.

Odnose s finančnimi javnostmi lahko ponazorimo s trikotnikom, katerega kote predstavljajo sredstvojemalec kot izdajatelj vrednostnih papirjev, posojilodajalec kot vlagatelj in posrednik. Vlagatelji se delijo v tri osnovne skupine: institucionalni vlagatelji (banke, zavarovalnice, skladi, ...), podjetja (za naložbe lastnih presežkov) in posamezniki (mali delničarji). Posredniki na trgu VP (borzoposredniške hiše – op. av.) opravljajo štiri vrste nalog: izdajanje VP, združevanje vlagateljev, razdeljevanje in trgovanje (na sekundarnem trgu). (Gruban in drugi: 103, 1997)

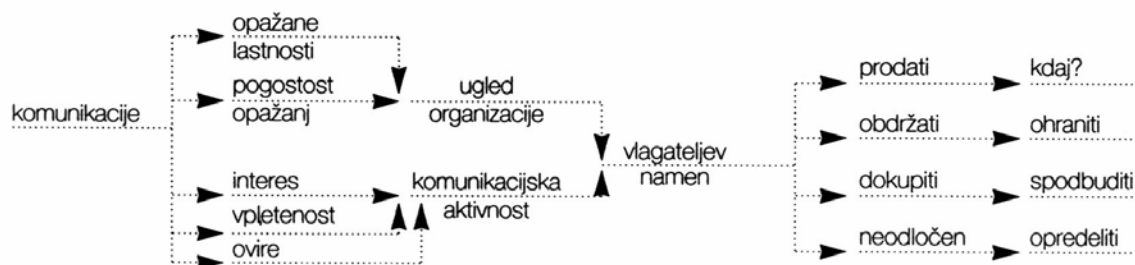
Finančne javnosti delimo na pet skupin:

- sedanji in morebitni vlagatelji,
- analitiki gibanj na finančnih trgih,
- finančne skupnosti (finančne institucije),
- finančni mediji in
- regulatorji. (Gruban in drugi: 103, 1997)

Za vzpostavitev odnosov z javnostmi morajo organizacije redno komunicirati z zgoraj navedenimi finančnimi javnostmi. Najbolj običajna orodja komuniciranja so pri komuniciranju z malimi delničarji: polletna ali četrtletna poročila organizacij, pisma delničarjem, skupščina in njeno poročilo, raziskave, časopis, oglaševanje ... Finančni analitiki si lahko pomagajo z naslednjimi podatki: knjige podatkov, osebne predstavitve, srečanja z vodstvom, delovna kosila ... Pomemben del finančne javnosti so množični mediji. Organizacije jim ponudijo informacije v novinarskih klubih, na tiskovnih konferencah, v sporočilih za medije ... (Gruban in drugi: 104, 1997)

Orodje komuniciranja, ki se najpogosteje uporablja, je letno poročilo, ki je »najpomembnejša periodična listina komuniciranja uprave gospodarskih družb z lastniki in finančnim okoljem. Besedilo, številke in oblika skupaj dajejo vtis resnosti in zanesljivosti vodstva in organizacije kot celote.« (Gruban in drugi: 105, 1997)

V Pristopu so razvili komunikacijski model (glej sliko 2.3), ki jim pomaga pri opazovanju ugleda organizacije in namenov vlagateljev. Ugled organizacije in komunikacijska aktivnost vplivata na to, kaj bo vlagatelj storil z VP (ga bo kupil ali prodal). (Gruban in drugi 1997: 106)



Slika 2. 3: Pristopov komunikacijski model  
(vir Gruban in drugi 1997: 106)

Morda najpomembnejši segment (oz. podzvrst) odnosov s finančnimi javnostmi predstavljajo prav vlagatelji. Brez njih podjetja sploh ne morejo pridobiti potrebnega kapitala. »Vlagatelji so tista skupina, ki verjame v organizacijo in v njeno sposobnost, da izbrane naloge opravlja dovolj dobro, do te mere, da so se ji odločili zaupati svoj denar ali druga sredstva. Še več, tako so se določili ponavadi zato, ker hočejo za ta svoj denar s časom iztržiti več, kot so vložil,i in celo več, kot bi iztržili v kateri drugi, primerljivi naložbi.« (Razpet: 672, 1998)

Upravljanje odnosov z vlagatelji poskuša vplivati na namere in vedenje vlagateljev. »Upravljanje odnosov z vlagatelji je tako usmerjeno na tiste spremenljivke, na katere organizacija lahko vpliva, to pa so ugled organizacije same (v vlagateljskih javnostih) in komunikacijska aktivnost vlagateljskih javnosti.« (Verčič, Razpet v Razpet 1998: 675)

Razpet pravi, da je za menjavo ključna razlika v percepciji. Upravljanje percepcij je pravzaprav upravljanje odnosov z javnostmi. Do menjave lahko pride zaradi razlike v preferencah, razlike v zmožnostih ali razlike v pričakovanjih. (Razpet 1998: 676)

Če hočemo komunicirati z vlagatelji, moramo poznati tudi razlike med skupinami vlagateljev. Individualni delničarji, ki so prejeli certifikate, so skeptični glede prihodnjih donosov (tu se kaže razlika v pričakovanjih), raje imamo gotovino (razlika v preferencah) in nimamo potrebnega znanja za aktivnejšo udeležbo v lastništvu (razlika v zmožnostih). Za institucionalne vlagatelje je bistvenega pomena razlika med tržno in realno vrednostjo. (Razpet 1998: 678 - 679)

### **2.3.2 KRIZNO KOMUNICIRANJE**

Ključni dejavniki za uspeh organizacije so: zadovoljstvo zaposlenih in uporabnikov ter denarni tok. (Novak 2000: 25) Podjetja, ki sledijo tem dejavnikom, imenujemo percepcijska, njihov glavni cilj pa je doseči ugled pri ključnih javnostih. (Novak 2000: 22) Toda v nekaterih situacijah to ni možno.

Ob porušitvi ravnovesja v okolju organizacije (pa naj bo to sporno vodenje organizacije, plačilne nepravilnosti ...) kaj hitro izbruhne kriza. Za organizacijo je to *»okoliščina, v kateri ne more več normalno delovati. Kriza ogroža organizacijsko sposobnost preživetja, onemogoča doseganje smotrov in ciljev, lahko pa tudi obstoj organizacije.«* (Novak 2000: 34) Kriza pomeni preobrat za organizacijo, je hkrati nevarnost in priložnost, odvisno od odziva organizacije.

Za preprečevanje kriz v okolju nekatera podjetja izvajajo *»issue management«* oz. upravljanje nevarnosti v okolju. Tako spremljajo in nadzorujejo dogajanje v okolju. Ob rednem spremljanju se lahko določeni nekateri predvidijo vnaprej oz se nekatere žgoče teme omilijo. (Novak 2000: 35)

Vnaprej mora imeti podjetje predvidene javnosti, ki bi utegnile biti v neki krizi prizadete. Prav tako mora predvideti, kdo bo utegnil prizadeti podjetje samo in koga morajo obveščati o dogajanju. (Novak 2000: 173)



### 3. ANALIZA PODJETJA IN DELNICE

Pri vrednotenju podjetij sta možni dve »smeri« vrednotenja. Prvo najpogosteje uporablja podjetje samo, ko ocenjuje uspešnost poslovanja. Vrednotenje gre od znotraj navzven. Pri drugi smeri vrednotenja opazujemo podjetje od zunaj. Uporabila jo bom pri teoretskem in praktičnem vrednotenju; v tem primeru bom podjetje opazovala od zunaj navznoter.

#### 3.1 ANALIZA PODJETJA

Vsak racionalen ekonomski subjekt bo, preden bo vložil svoj denar v kakšno podjetje, naredil temeljno analizo le-tega. Zbral bo torej vse (dostopne) informacije o njegovi finančni moči, o izplačilu dividend, stopnji rasti celotnega prihodka podjetja v preteklosti, tržnih možnostih, konkurenci in splošnem ekonomskem stanju v državi.

Dokaj preprosto orodje analiziranja je analiza SWOT (analiza PPPP), ki je primernejša za analiziranje stanja podjetja za notranje uporabnike, za podjetje samo. SWOT je kratica, ki združuje: Strength's, Weaknesses, Opportunities in Threats (prednosti, pomanjkljivosti, priložnosti in grožnje), pomeni pa *»analitično metodo, s katero sistematično pregledamo dejstva, povezana z oblikovano podjetniško strategijo«*. (Banič 1999: 54) Notranja dejavnika vključujeta prednosti in pomanjkljivosti, zunanja dejavnika pa priložnosti in grožnje. Notranja dejavnika presojava z vidika denarja, zaposlenih, managementa, učinkov, raziskav in razvoja, trženja ... Zunanja dejavnika (priložnosti in grožnje) presojava glede na spremembe v družbi: politične, ekonomske, tržne, v dejavnosti ... (Kralj 1999: 27)

Analiza SWOT je zahtevna, saj združuje poznavanje celotnega podjetja in njegovega okolja. Skupek vseh štirih analiz prikaže zaokroženo podobo podjetja. (Banič 1999: 55)

Obstajata dve analizi, ki sta si v osnovi čisto različni, zelo pogosto pa ju (eno bolj kakor drugo) uporabljajo za (zunanje) vrednotenje podjetij. Naprej bom obravnavala temeljno analizo, nato tehnično. Zadnji del tega poglavja bo predstavljala predpostavka o učinkovitem trgu, ki zgornji dve analizi nekako združuje.

### 3.1.1 TEMELJNA ANALIZA

Analizo, ki preučuje vse ključne ekonomske kazalce posameznega podjetja, imenujemo temeljna analiza. Usmerjena je predvsem v podjetja, ki izdajajo delnico, za katero se zanimamo. Poskuša določiti naj močnejša podjetja znotraj neke industrije. V posameznem podjetju moramo tako preučiti »*finančno moč podjetja, izplačilo preteklih dividend, stopnjo rasti celotnega prihodka podjetja v preteklosti, tržnih možnosti v prihodnosti, značilnostih panog,e v kateri je podjetje, značilnostih njegove konkurence in splošnega ekonomskega ter političnega stanja v državi in svetu.*« (Mramor: 140, 1993)

Cilj temeljne analize je določitev notranje vrednosti delnice podjetja. To nato primerjamo s tržno vrednostjo delnice. Tako lahko ugotovimo, ali je delnica podjetja pod- ali precenjena. Na osnovi teh ugotovitev se nato odločamo za prodajo ali nakup delnic. Delnico bomo prodali, če je njena tržna vrednost višja od notranje, obdržali oz. kupili pa, če je notranja vrednost<sup>10</sup> višja od tržne. (Mayo, 2000: 377-378)

Ponavadi se lotimo temeljne analize od splošnih kazalnikov k bolj specifičnim. Najprej je treba opredeliti okolje, v katerem podjetje posluje, nato še specifične kazalnike uspešnosti podjetja. (Mayo, 2000: 377)

Za podjetje je bistvenega pomena ekonomsko okolje. Na podjetje vplivajo splošni ekonomski kazalci, kakršni so: stagnacija oz. ekonomska rast, inflacija oz. deflacija ... Prav tako je pomembna panoga (oz. sama industrija), v kateri deluje. Tako kakor podjetje samo ima tudi ekonomsko okolje svoj življenjski cikel. Mayo pravi, da je »ciklus« mogoče neprimeren izraz, saj se ne zamenjujejo stalno ista obdobja (kot npr. letni časi). Ekonomija gre tako skozi fazo ekonomske rasti, sledi ji vrh, nato recesija in dno. Cikel se spet nadaljuje z rastjo ... (Mayo, 2000: 378 - 379)

Ekonomsko dejavnost merimo z bruto domačim proizvodom, ki predstavlja vrednost na novo proizvedenih (oz. opravljenih) izdelkov in storitev v okviru države z domačo proizvodnjo. Naslednji ekonomski kazalec je merjenje potrošniškega zaupanja. Zaupanje pomembno vpliva na potrošnjo v državi, ta pa na zaslužek podjetij. (Mayo, 2000: 379, 382)

---

<sup>10</sup> Prattova je opredelila notranjo vrednost kot realno vrednost delnice. Gre za subjektivno vrednost, ki jo določi analitik. Vključuje pa temeljne dejavnike, ki bi lahko vplivali na ceno delnice: vrednost nepremičnin podjetja, pričakovan prihodnji dobiček, pričakovane prihodnje dividende in pričakovana prihodnja rast. (Pratt 1998: 27)

V okviru ekonomskega okolja ne moremo mimo inflacije. Inflacija je splošna rast cen življenjskih potrebščin<sup>11</sup>. Ponavadi se meri z indeksom. Čeprav bi mogoče pričakovali, da tako kakor cene drugih izdelkov in storitev rastejo tudi cene vrednostnih papirjev, raziskave kažejo<sup>12</sup>, da visoka inflacija znižuje cene vrednostnih papirjev. (Mayo, 2000: 384) Ob inflaciji naj bi vlagatelj kupoval predvsem kratkoročne vrednostne papirje. Predvideti mora tudi, katera podjetja bodo zaslužila zaradi inflacije. Za nakup so tako primerne delnice podjetij, ki imajo veliko nepremičnim ali surovin, kakršne so nafta, kovine ... Obratno bodo ob deflaciji cene delnic z veliko nepremičnin ali surovin padle. (Mayo, 2000: 407)

Pomembno vlogo v ekonomskem okolju igra tudi centralna banka (pri nas Banka Slovenije), ki z določanjem obrestnih mer vpliva na ekonomsko aktivnost. Prav tako centralna banka »nadzira« inflacijo ter poskuša vplivati na ekonomsko rast in stopnjo zaposlenosti. Obrestne mere rastejo, ko centralna banka zavira posojila in črpa denar iz sistema. Višje obrestne mere pomenijo višje (zahtevane) donose, takrat vrednost delnic pada. Prav tako višje obrestne mere zmanjšajo zaslužek podjetij, kar pomeni manjšo rast in slabšo plačilno sposobnost za izplačilo dividend. Vlagatelj lahko bolj smotrno izbira naložbe, če zna predvideti smer gibanja obrestnih mer. (Mayo, 2000: 388, 394) Predvideti mora, kaj se bo ob (morebitnih) spremembah v okolju dogajalo z vrednostnim papirjem, če npr. pričakuje višje obrestne mere se mora izogibati naložbam s fiksnim donosom, podjetjem, ki se jim ob rasti obrestnih mer povečajo stroški financiranja, in podjetjem, ki se jim (ob povešanju obrestnih mer) zmanjša povpraševanje po izdelku oz. storitvi. (Mayo, 2000: 404 - 405)

Med recesijo da centralna banka več denarja v obtok, prav tako razširi ponudbo posojil. Vlagatelj naj bi denar vlagal v podjetja, ki bodo z ekspanzijo nekaj pridobila. To so pogosto podjetja v panogah kakršne so avtomobilizem, proizvajalci strojev in opreme za tovarne ... V času stabilne ekonomske rasti je smiselno vlagati v podjetja z dobrimi finančnimi rezultati. (Mayo, 2000: 408 - 409)

Podjetja delujejo znotraj panog, ki predstavljajo ožje ekonomsko okolje podjetja. Panoge imajo svoj življenjski cikel, prav kakor kot ga imamo ljudje. Neki tehnološki dosežek povzroči hitro rast panoge. Na začetku redkim ponudnikom se pridružijo številni novi in

---

<sup>11</sup> Za Slovenijo so podatki dostopni v Statističnem letopisu oz. v knjigi Slovenija v številkah, tudi na spletu.

<sup>12</sup> Mayo za primer navaja knjigo Nelson, Charles R.: Inflation and Rates of Return on Common Stock.

začetna hitra rast panoge se upočasni. Ko ta doseže zrelost, se število ponudnikov zmanjša. Nekatere panoge lahko začenjajo zamirati in takrat nastane še posebno huda konkurenca med ponudniki. Cikličnost pa seveda ne velja za vse panoge, neciklična je npr. živilska panoga. Za vlagatelja je zagotovo naj zanimivejša naložba v podjetje, ki je v hitro rastoči panogi. (Mayo, 2000: 398-402)

Pri analizi lahko upoštevamo finančne podatke podjetij, ki so jih dolžna sporočiti v letnih in finančnih poročilih. Zanimive so tudi »nefinančne« informacije, ki sporočajo namere podjetja ... Take informacije so lahko pristranske, zato se ne smemo opirati le nanje. V tujini obstajajo nekatera podjetja, ki ponujajo neodvisno svetovanje. Ukvarjajo se izključno z zbiranjem in interpretiranjem informacij o podjetjih. Pri nas taka podjetja še niso zaživela. Pri zbiranju informacij si lahko pomagamo z dnevnimi časopisi, specializiranimi časopisi ali drugimi bazami podatkov (primer kakovostne slovenske baze podatkov je GVIN<sup>13</sup>). (Mramor 1993: 141 – 143)

Težava, ki se lahko pojavi pri zbiranju temeljnih finančnih podatkov pri posameznih podjetjih, je, da podjetja obravnavajo računovodske standarde dokaj različno. Zato za res *temeljno* analizo ni dovolj, da preprosto vzamemo številke iz bilance stanja ali izkaza uspeha. Preveriti je treba tudi razlike med vrednotenjem nekaterih postavk, še posebno če hočemo postavke primerjati med podjetji ali med podjetjem in panogo. (Pratt 1989: 266)

### **3.1.1.1 Kazalniki**

Poglavitni del temeljne analize predstavlja analiza finančnih kazalnikov izbranega podjetja. S temeljnimi podatki v računovodskem delu letnih poročil podjetij lahko pridemo do kazalnikov, ki nam pomagajo oceniti podjetje oziroma predstavljajo osnovo za napovedovanje prihodnjega dobička in dividend podjetja. In vendar so računovodski podatki dani za določen dan v preteklosti in ne morejo dajati točnih informacij o prihodnjih dogodkih. (Mramor, Duhovnik 1995: 271)

Pri računanju kazalnikov je potrebna previdnost, saj so podatki, ki smo jih uporabili za izračun kazalnikov, statični. Dani so za določen dan v preteklosti in ne morejo predstavljati »današnjega« stanja podjetja. Spodaj navedeni kazalniki kažejo razmerja med postavkami računovodskega poročila.

**Kazalniki vodoravne finančne sestave** pomagajo preučiti plačilno sposobnost podjetja. Prvi kazalnik je **kratkoročni koeficient**, ki predstavlja razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi dolgovi. Vrednost koeficienta naj bi znašala 2, opozoriti je treba, da je vrednost samo okvirna, najbolj pravilna bi bila primerjava s panožnim povprečjem. **Pospešeni koeficient** pa predstavlja razmerje med kratkoročnimi sredstvi zmanjšanimi za zaloge, in kratkoročnimi dolgovi; vrednost le-tega naj bi bila 1, tudi pri tem kazalniku je vrednost samo okvirna in bi jo bilo treba primerjati s panogo. Koeficienta sta pogosto obravnavana kot koeficienta likvidnosti. Pri obeh je problem njuna zastarelost, saj o tekoči plačilni sposobnosti težko sklepamo. (Mramor, Duhovnik 1995: 272)

**Kazalniki obračanja sredstev** preučujejo »upravičenost« nekaterih postavk v bilanci stanja. **Koeficient obračanja zalog** tako pokaže, kako hitro podjetje obrača zaloge, izračunamo pa ga kot razmerje med proizvajalnimi stroški prodanih proizvodov in zalogami. **Povprečno število dni vezave sredstev** predstavlja razmerje med terjatvami do kupcev in povprečnimi dnevnimi prihodki od prodaje. Če se število dni ob enaki prodaji povečuje, mora podjetje pospešiti izterjavo. **Koeficient obračanja osnovnih sredstev** pa je razmerje med prihodki od prodaje in neodpisano vrednostjo osnovnih sredstev. (Mramor, Duhovnik 1995: 273)

S **kazalniki zadolženosti** ugotavljamo, do katere mere podjetje financira poslovanje z najemom posojil. **Stopnja zadolženosti** tako predstavlja razmerje med celotnim dolgom in vsemi sredstvi, pomnoženo s sto. Dobimo odstotek sredstev, ki jih je podjetje pridobilo s posojili. **Mnogokratnik obresti** nakazuje sposobnost podjetja za plačilo obresti dolgoročnega dolga iz tekočega dobička, izračunamo ga kot razmerje med dobičkom pred obdavčitvijo z vključenimi obrestmi in obrestmi. (Mramor, Duhovnik 1995: 274 275)

**Dobičkonosnost prodaje** spada med **kazalnike dobičkonosnosti**. Izračunamo ga kot razmerje med čistim dobičkom in prihodki od prodaje, pomnoženo s sto. Predstavlja pa čisti dobiček glede na denarno enoto prihodkov iz prodaje. **Razširjena dobičkonosnost sredstev** je zmožnost podjetja, da s svojimi sredstvi ustvari dobiček ne glede na obdavčitev, izračunamo pa ga kot razmerje med dobičkom pred obdavčitvijo z vključenimi obrestmi in vsemi sredstvi. **Čista dobičkonosnost sredstev** predstavlja razmerje med čistim dobičkom in

---

<sup>13</sup> Baza je dostopna na: [www.gvin.com](http://www.gvin.com), na voljo je tudi tedensko brezplačno geslo.

vsemi sredstvi. Ob primerjavi zgornjih dveh kazalnikov se pokaže vpliv plačevanja davkov. (Mramor, Duhovnik 1995: 276)

**Kazalniki tržne vrednosti** za ocenjevanje podjetja uporabljajo tržne podatke. **Razmerje med ceno in dobičkom na delnico** tako pove, koliko so vlagatelji pripravljeni plačati za denarno enoto izkazanega dobička. Naslednji kazalnik je **razmerje med ceno delnice in njeno knjigovodsko vrednostjo**. **Čisto dobičkonosnost sredstev** dobimo, če delimo čisti dobiček z vsemi sredstvi. **Donosnost lastniškega kapitala** je razmerje med čistim dobičkom in lastniškim kapitalom. (Mramor, Duhovnik 1995: 277 - 278)) Naslednji kazalnik<sup>14</sup> je **EPS oziroma čisti dobiček na delnico**, ki je razmerje med čistim dobičkom poslovnega leta in številom izdanih delnic. (Medvešek Pušnik 2002)

### 3.1.2 TEHNIČNA ANALIZA

Povsem drugo smer preučevanja zavzame tehnična analiza, ki preučuje predvsem pretekla gibanja cen delnic skupaj z drugim preteklim dogajanjem. Že ime samo pove, da gre za bolj tehničen pristop k analizi vrednostnih papirjev. Pogosto uporabljeno orodje so prav grafi. Osnovni namen analize je določanje naj primernejšega časa za prodajo oz. nakup vrednostnih papirjev. (Mayo 2000: 471)

Analiza torej poskuša napovedati prihodnja gibanja delnic glede na pretekle dogodke. Njena osnovna postavka je, da je prihodnja cena odvisna od preteklih (oz. današnjih) gibanj. V ozadje so postavljeni vsi finančni kazalniki, ki kažejo na uspešno poslovanje podjetja. Za tehnično analizo so temeljnega pomena vse informacije, povezane s posamezno delnico oz. dogajanjem na trgu vrednostnih papirjev. Ukvarja se s specifičnimi kazalniki posameznih delnic ali trga VP kot celote. Ob pravilni interpretaciji grafi sporočajo, kdaj je smiselno delnice prodati in kdaj jih kupiti (oz. obdržati). (Mayo 2000: 471 - 472)

Charles Dow je razvil svojo teorijo o »premikih« na trgu vrednostnih papirjev. Naštel je tri vrste premikov: primarne, sekundarne in tercialne. Razlog primarnih premikov je dogajanje v podjetju, povezano je z notranjo vrednostjo podjetja oz. vrednostnega papirja. Sekundarni premiki kažejo trenutno dogajanje na trgu in »manipulacije« z vrednostnimi papirji. Najmanj

---

<sup>14</sup> Kazalnike sem povzela po publikaciji borznoposredniške hiše Medvešek Pušnik.

pomembni so tercialni premiki, ki odsevajo dnevna gibanja na trgu VP. (Mayo 2000: 473 - 474)

Dow je prav tako predvideval, da se cene VP gibljejo skupaj: če se cena določenega indeksa (pri nas npr. SBI 20) znižuje, pomeni, da se tudi cene posameznih VP znižujejo. Lahko pa se zgodi, da povprečje pada, cena nekega VP pa se zvišuje. Takrat je čas za prodajo VP, saj bo v kratkem padla tudi cena VP. Mayo pravi, da teorija Charlesa Dowa sploh ni teorija, ampak gre le za interpretacijo znanih podatkov; prav tako je težko natančno napovedati, kdaj se bosta indeks in VP (ki raste medtem ko indeks pada) spet približala. (Mayo 2000: 474)

Mayo navaja še druge »kazalnike sprememb« na trgu VP. Prvi kazalnik so prodaje in nakupi malih vlagateljev. Ti pogosto prodajajo oz. kupujejo VP v napačnem trenutku. VP kupujejo prav, preden dosežejo vrh, ali obratno. Drugi kazalnik so prodaje oz. nakupi investicijskih svetovalcev. V njegovem ozadju je teorija, da se svetovalci pogosto motijo. Tudi tukaj moramo opazovati prodajo in nakup ter delovati ravno obratno kakor svetovalci. (Mayo 2000: 475 - 476) Sama menim, da je večja verjetnost zmote malih vlagateljev kakor pa investicijskih svetovalcev. Seveda se tudi ti lahko kdaj zmotijo, ne pa prav pogosto (saj naj bi bili najbolj seznanjeni oz. izobraženi o delovanju na trgu VP), tako kakor navaja teorija.

Zgornji kazalniki predstavljajo tehničen pristop k razumevanju celega trga. Obstajajo pa tudi posebne tehnike preučevanja posameznih VP (možno jih je uporabiti tudi za preučevanje trga VP). Predvsem so to načini grafične predstave gibanja cen posameznega VP. Obstajajo tri vrste grafov<sup>15</sup>, v katere vpisujemo rast in padec cene VP, in naj bi nam pomagali pri odločanju o prodaji oz. nakupu. VP. (Mayo 2000: 477)

Nekateri si pri napovedi prihodnjih gibanj VP pomagajo z drsečo sredino. To je povprečje cene VP, izračunano za nazaj za neko obdobje (npr. šest mesečnih povprečij). Povprečje in gibanje dejanske cene VP vrišemo v graf. Za nakup oz. prodajo VP je pomemben trenutek, ko se krivulji VP in povprečja tega VP križata. VP prodamo v trenutku, ko cena pade pod povprečje, in kupimo, ko se cena VP dvigne nad povprečje. (Mayo 2000: 483)

Mnogi se poskušali dokazati pomembnost tehnične analize, vendar ne prav uspešno. Vlagatelji analizi še vedno ne zaupajo dovolj. Zgornje interpretacije preteklih gibanj

nakazuje prave trenutke za nakup oz. prodajo VP. Ob upoštevanju plačila številnih provizij lahko ugotovimo, da je zaslužek vlagatelja prav majhen. Lahko celo manjši od naključno izbranega VP. (Mayo 2000: 486)

Mayo pravi, da je lahko neka analiza uspešna le, dokler zanjo ne izve množica ljudi, zato je naivno pričakovati, da bomo obogateli z uporabo splošno znane (tehnične) analize. Mnogi analitiki pa jo kljub temu uporabljajo za potrjevanje podatkov iz temeljne analize oz. za dopolnjevanje le-te pri odločanju o prodaji oz. nakupu delnic. (Mayo 2000: 487)

### **3.1.3 PREDPOSTAVKA O UČINKOVITEM TRGU**

V osnovi teorija predpostavlja, da je trg učinkovit, da so tisti, ki na trgu delujejo, obveščeni o vsem in da so informacije javno dostopne vsem enako. Za veljavo teorije pa je potrebna zadostitev trem pogojem: veliko število udeležencev na trgu, informacije so brezplačne in vsem dostopne ter majhni stroški transakcij. Prva dva pogoja nista problematična. Stroški transakcij pa utegnejo biti (za individualne vlagatelje<sup>16</sup>) kar visoki zaradi provizij borzoposredniškim hišam. (Mayo 2000: 289)

Mayo zavrača izraz »premagati trg« in poskuša uvajati izraz »premagati trg s sprejetjem tveganja«. Trg pa lahko premagamo le, če imamo informacije, ki javnosti niso dostopne oziroma jih ta ne zna pravilno interpretirati. (Mayo: 2000: 290)

Osnovna teza tega poglavja je, da je trg učinkovit. Vlagatelj pa mora poleg tega, da je trg učinkovit, vedeti tudi, kako učinkovit. Le tako bo za raziskavo trga VP oz. posameznega VP vedel, katera tehnika mu bo prinesla najboljše možne rezultate. Mayo navaja tri ravni učinkovitosti trga: šibka, srednje močna in močna oblika učinkovitosti. (Mayo 2000: 293)

Pri šibki obliki učinkovitega trga je najbolje uporabiti temeljno analizo ki lahko prinese boljše rezultate od tehnične analize, ki za tak trg ni primerna. Na tej ravni so znane pretekle informacije o gibanju cen delnic, ki se prav tako odsevajo v sedanji ceni delnice: informacije so dostopne vsem vlagateljem, zato bi tudi drugi investitorji iz podatkov lahko potegnili iste zaključke kakor mi. (Mayo 2000: 293)

---

<sup>15</sup> Več informacij v Mayo Investment: An Introduction str. 477 - 482.

<sup>16</sup> Za sklade, komercialne banke ... so ti stroški občutno nižji.



Pri srednje močni obliki učinkovitega trga se v ceni delnice izražajo vse javno dostopne informacije, cena torej vsebuje vsa pretekla gibanja cen ter finančne podatke družbe, panoge in ekonomskega okolja. Preučevanje teh informacij verjetno<sup>17</sup> ne bo prineslo nadpovprečnih rezultatov, saj vlagatelji preučujejo iste podatke, njihov način razmišljanja je podoben, torej so si tudi zaključki podobni. Morebitni vlagatelj bo korak pred drugimi le, če ima dostop do notranjih informacij. Uporaba le-teh pa je za osebno korist prepovedana. Tudi te informacije ne morejo ostati dolgo skrite, saj je verjetno, da bodo drugi vlagatelji dojeli, kaj se dogaja, in tudi sami šli v prodajo oziroma nakup nekega VP. Posamezniki najlažje pridejo do notranjih informacij v podjetju, v katerem so zaposleni, nemogoče je torej, da bi imel neki vlagatelj stalno dostop do notranjih informacij v različnih podjetjih. (Mayo 2000: 293 - 294)

Močna oblika učinkovitega trga predvideva, da so v ceni VP »zbrane« vse informacije, tudi notranje. Torej nam poznavanje le-teh ponavadi ne pomaga pri boljšem delovanju na trgu. Mayo spet opozarja, da ima neki vlagatelj vendarle lahko določene koristi od poznavanja notranjih informacij, vendar ne za dolgo. Notranje informacije ne ostanejo dolgo skrite! (Mayo 2000: 294)

Mayo pravi, da je trg učinkovit. Še vedno pa ostaja vprašanje, do katere stopnje je trg, znotraj katerega delujemo, učinkovit. Mayo navaja raziskave učinkovitosti trga, ki potrjujejo šibko obliko učinkovitosti, ki pravi, da tehnična analiza ne prinese boljših rezultatov. Pravi, da dokazi kažejo na zelo šibko korelacijo med sedanjo in preteklo ceno delnic. Prav tako so raziskave dokazale, da poznavalci notranjih informacij lahko zaslužijo na trgu VP, torej trg ni povsem učinkovit. (Mayo 2000: 295-296)

Obstajajo pa tudi izjeme učinkovitosti trga, Mayo jih imenuje anomalije. To so situacije, ki se ne dajo povsem razložiti; če bi bil trg povsem učinkovit, jih sploh ne bi bilo. Ena takih anomalij je učinek P/E<sup>18</sup> (portfelji z večino delnic z nizkim koeficientom P/E imajo višji donos kakor portfelji, ki imajo večino delnic z visokim koeficientom P/E). Naslednja anomalija, učinek majhnih podjetij, predvideva, da se donosi manjšajo, ko se podjetje veča ... (Mayo 2000: 296)

---

<sup>17</sup> Mayo za vse tri ravni opozarja, da neka analiza VERJETNO ne bo prinesla nadpovprečnih rezultatov, ne zavrača pa možnosti, da bi bili rezultati nadpovprečni.

<sup>18</sup> P/E je razmerje med tržno vrednostjo delnice in dobičkom na delnico.

Še vedno je naloga posameznega vlagatelja, da se odloči o stopnji učinkovitosti trga. Anomalije lahko na primer obrne sebi v prid. Res pa je, da z javno dostopnimi informacijami ne moremo doseči boljših rezultatov. K večji učinkovitosti trga pa v glavnem največ prispevajo vlagatelji sami, ki tekmujejo med sabo in poskušajo kar najboljše uporabiti vse odstopne informacije. (Mayo 2000: 300)

### **3.1.4 EKONOMSKI DOBIČEK (ECONOMIC VALUE ADDED; EVA™)**

EVA™ je merilo za vrednotenje podjetja in je del »Value Based Managementa«. Mnoga velika (uspešna) podjetja po svetu, ki upoštevajo interese delničarjev, metodo EVA™ že uporabljajo. V Sloveniji pa metoda EVA™ še ni prodrla, vsaj v prakso ne. (Križaj 2002: 2)

Marshall je opredelil EVA™ kot *»ekonomska dodano vrednost kot vsoto vseh čistih dobičkov, od katere se odšteje stroške vseh virov financiranja po dejanski obrestni meri«*. (Marshall v Križaj 2002: 2) Stroški virov financiranja se imenujejo oportunitetni stroški, predstavljajo pa donos, ki bi ga lahko pričakovali lastniki, če bi vlagali v drugo naložbo. Za podjetje ni dovolj, če ustvari le knjigovodski dobiček, pravi dobiček ustvarja, ko so pokriti tudi vsi stroški financiranja. (Križaj 2002: 2) Svetovalno podjetje Stern Stewart je EVA™ opredelilo kot *»presežek dobička iz poslovanja, ustrezno zmanjšanega za davek na dobiček nad celotnimi stroški virov financiranja posameznega podjetja«*. (Križaj 2002: 2)

Križaj (2002) je računal vrednosti EVA™ pri slovenskih podjetjih. Ugotovil je, da večina podjetij ustvarja negativno vrednost<sup>19</sup> EVA™. To pripisuje »neizobraženim« lastnikom, ki pravzaprav ne vedo, kaj lahko upravičeno zahtevajo od svoje naložbe.

---

<sup>19</sup> Edino slovensko podjetje, ki skoraj v celoti izpolnjuje želje lastnikov, je Droga d. d.

## 4. POSLOVNI SISTEM MERCATOR

Podjetje Poslovni sistem Mercator deluje že 53 let, nastalo je leta 1949 kot trgovsko podjetje na debelo z imenom »Živila Ljubljana«. Njegova poglavitna dejavnost je trgovina na debelo in drobno z izdelki široke potrošnje.

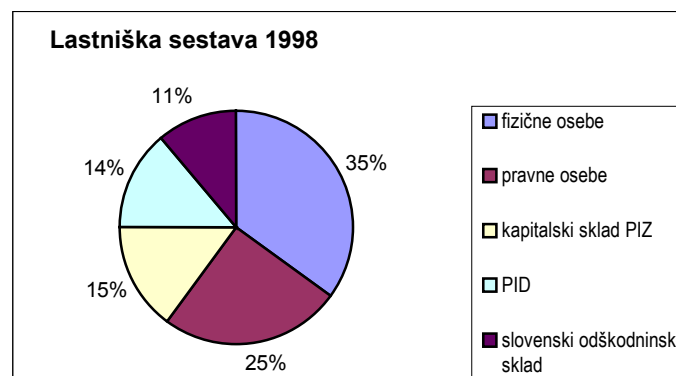
Poslovni sistem Mercator je obvladujoča družba skupine Mercator in vključuje tudi Mercator Trgovino. Skupino Mercator poleg Poslovnega sistema Mercator sestavlja še pet trgovskih družb (Mercator-SVS, Mercator-Degro, Mercator-Dolenjska, Trgoavto, Mercator-Modna hiša), dve gostinski družbi (Mercator-Sremič, Mercator-Hotel Ilirija), šest industrijskih družb (M-Emba, Eta Kamnik, Zmajčkov butik, Slosad, Mesnine dežele Kranjske, Pekarna Grosuplje), tri kmetijske družbe (M-Kmetijstvo Kranj, M-Agrokombinat, M-KG Kočevje) in ena storitvena družba (M-Optima). (Gospodarski vestnik, 22. 7. 1999)

Mercator ima v svojem sestavu 1.117 različnih tipov maloprodajnih enot od največjih prodajnih centrov (skupaj 16) do supermarketov. Tržni delež v Sloveniji znaša 36,8 % in ima vodilni položaj. Poleg Slovenije je začel prodirati še na trge nekdanje Jugoslavije; na Hrvaško in v BiH.

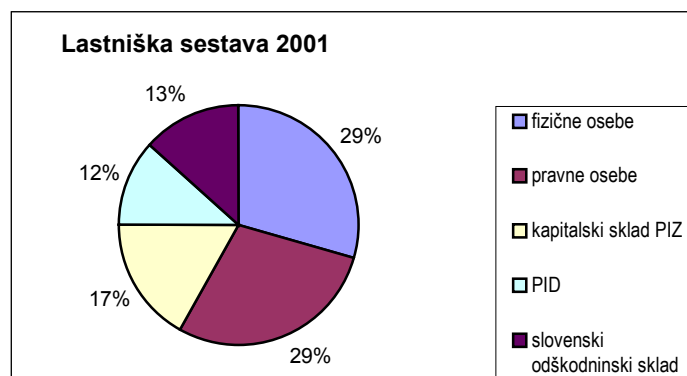
Podjetje kotira na borzi v borzni kotaciji A rednih delnic z oznako MELR. Nominalna vrednost delnice je 10.000 SIT. Na organiziranem trgu so delnice začele kotirati 4. 4. 1996. Število delnic je na dan 31. 12. 2001 znašalo 3.208.504, število delničarjev na dan 31. 12. 2001 pa 20.493.

### 4.1 LASTNIŠKA SESTAVA

Grafa prikazujeta lastniško sestavo podjetja Mercator od leta 1998 do 2001.



Slika 4.1: Lastniška sestava PS Mercator leta 1998



Slika 4. 2.: Lastniška sestava PS Mercator leta 2001

Iz grafov (glej sliki 4.1 in 4.2) je razvidno upadanje odstotka fizičnih oseb, 6 % v štirih letih. Odstotek pravnih oseb je sprva upadel, nato pa spet narasel na 29 %. Fizične in pravne osebe imajo tako po v lasti 29 % delnic, po 930.466 delnic vsake. Odstotek kapitalskega sklada PIZ je narasel za nekaj odstotkov in znaša (leto 2001) 17 % oziroma 545.446 delnic. Odstotek Pooblaščenih investicijskih družb je v letih 1999 in 2000 narasel, nato upadel na 12 % oziroma 385.020 delnic. Delež delnic Slovenskega odškodninskega sklada je leta 1999 narasel za dva odstotka in se od takrat ni spremenil, delež znaša 13 % ali 417.106 delnic.

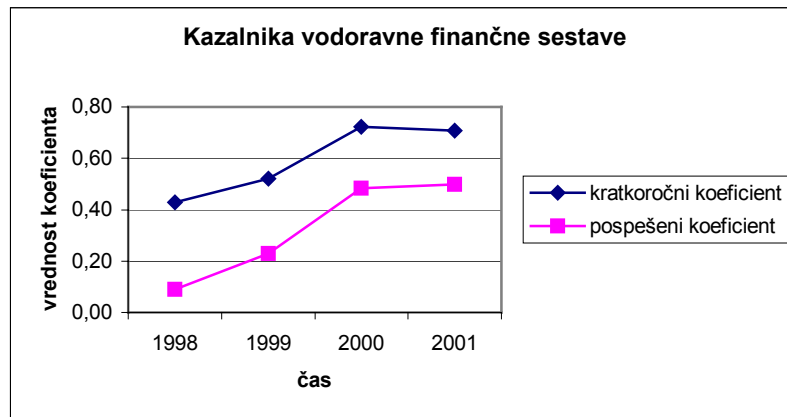
Mercatorju je močno upadlo število delničarjev, na začetku so jih imeli 63.000 zdaj jih imajo le še 20.439.

## 4.2 IZRAČUN IN ANALIZA KAZALNIKOV

V teoretičnem delu diplomske naloge sem že razložila pomen temeljne analize pri preučevanju naložbe. V nadaljevanju pa bom tudi sama poizkusila narediti vsaj del temeljne analize. Za izračune kazalnikov sem uporabila finančne podatke podjetja Poslovni sistem Mercator, ki so zajeti v letnih poročilih za leta 1998, 1999, 2000 in 2001. Pri večini kazalnikov bi dobila boljši pregled nad finančnim stanjem podjetja, če bi jih primerjala s panogo.

### Kazalniki vodoravne finančne sestave

Z naslednjimi kazalniki vodoravne plačilne sestave bom poskušala določiti plačilno sposobnost Poslovnega sistema Mercator.



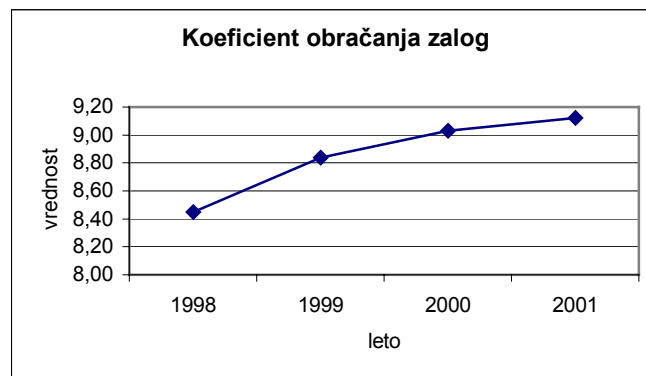
Slika 4.3: Kazalnika vodoravne finančne sestave

Kakor je razvidno iz grafa (glej sliko 4.3), se vrednost kratkoročnega koeficienta<sup>20</sup> giblje med 0,43 in 0,72. Koeficient pove, da so kratkoročni dolgovi podjetja višji od kratkoročnih sredstev. Stanje se je postopno izboljševalo, vendar še vedno ne dosegajo niti vrednosti ena, torej ima podjetje več kratkoročnih dolgov kakor sredstev.

Vrednosti pospešenega koeficienta<sup>21</sup> tudi ne dokazujejo pretirane plačilne sposobnosti podjetja. Giblje se med 0,09 in 0,5. Tudi pri tem koeficientu je opaziti izboljšanje. Ker se pri pospešenem koeficientu od kratkoročnih sredstev odštejejo zaloge, so njegove vrednosti še nižje.

### Kazalniki obračanja sredstev

Pomagajo interpretirati nekatere postavke v bilanci stanja.

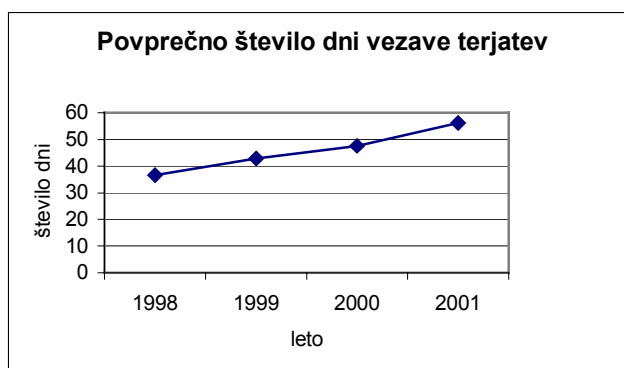


Slika 4.4: Koeficient obračanja zalog

<sup>20</sup>  $\text{Kratkoročni koeficient} = \frac{\text{kratk. sredstva (kratk. terjatve iz poslovanja + kratkoročne finančne naložbe)}}{\text{kratk. dolgovi (kratkoročne obveznosti iz poslovanja + kratk. obveznosti iz financiranja)}}$

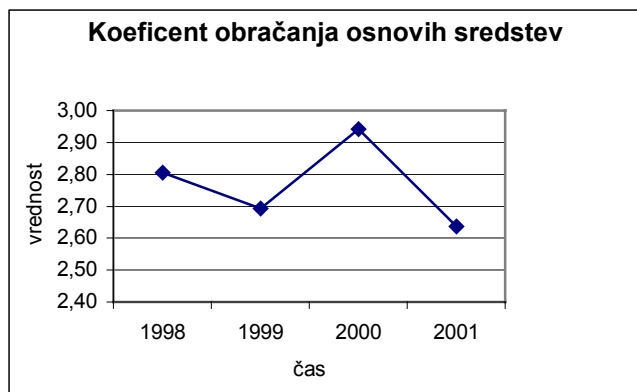
<sup>21</sup>  $\text{Pospešeni koeficient} = \frac{\text{kratk. sredstva (kratk. terjatve iz poslovanja + kratkoročne finančne naložbe) - zaloge}}{\text{kratk. dolgovi (kratkoročne obveznosti iz poslovanja + kratk. obveznosti iz financiranja)}}$

Koeficient obračanja zalog<sup>22</sup> pove, kolikokrat v letu podjetje obrne zaloge. Pri Mercatorju se vrednost koeficienta giblje med 8,45 in 9,12 (glej sliko 4.4). Stanje se postopno izboljšuje, v letu 2001 so že več kot 9 krat letno obrnili zaloge.



Slika 4.5: Povprečno število dni vezave sredstev

Pri Mercatorju število dni vezave terjatev<sup>23</sup> (glej sliko 4.5) narašča skupaj z obsegom prodaje. V štirih letih je narasla kar za 20 dni. V letu 2001 so imeli sredstva povprečno vezana dva meseca. Predvidevam, da je obseg prodaje velikim kupcem (podjetjem) velik zato je najbrž prišlo do vrednosti 60 dni. Tak rok plačila imajo pogosto podjetja. Če pa bi Mercator večinoma prodajal fizičnim osebam, bi bil rok plačila krajši, porabo po plačilnih karticah (ki postajajo vedno pogostejše plačilno sredstvo) banke plačujejo enkrat na mesec.



Slika 4.6: Koeficient obračanja osnovnih sredstev

Koeficient obračanja osnovnih sredstev<sup>24</sup> pove, kako uspešno podjetje uporablja osnovna sredstva. Vrednosti se gibljejo med 2,64 in 2,94. Iz grafa je razvidno (glej sliko 4.6), da je bila ravno lani najnižja učinkovitost uporabe osnovnih sredstev, najvišja pa leta 2000.

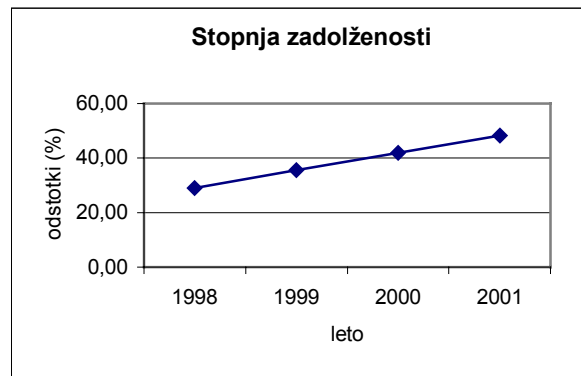
<sup>22</sup> Koeficient obračanja zalog = proizvodjalni stroški prodanih proizvodov / zaloge.

<sup>23</sup> Povp. št. dni vezave terjatev = terjatve do kupcev / (letni prihodki od prodaje / število dni v letu).

<sup>24</sup> Koeficient obračanja osnovnih sredstev = prihodki od prodaje / neodpisana vrednost osnovnih sredstev (=opredmetena osnovna sredstva).

## Kazalniki zadolženosti

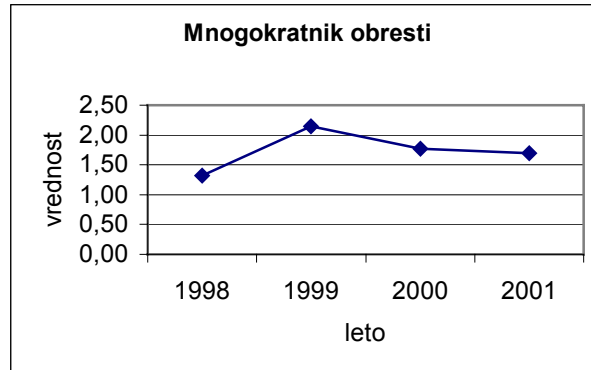
Kazalniki kažejo obseg financiranja z dolgovi.



Slika 4.7: Stopnja zadolženosti

Stopnja zadolženosti<sup>25</sup> pove razmerje med celotnim dolgom in vsemi sredstvi. Ta stopnja narašča (oz. delež kapitala se manjša), v štirih letih je narasla kar za 19 % (glej sliko 4.7). Leta 1998 je znašala 29 %, leta 2001 pa 48 %. V letu 1998 je zanašal delež kapitala 71 odstotkov, leta 2001 pa 52 odstotka.

Podatek je zanimiv za morebitne vlagatelje, velja namreč, da več kapitala pomeni manjši donos. V tujini se povprečne številke gibljejo med 30 in 40 odstotki. (Berdnik, 15. 4. 1998)

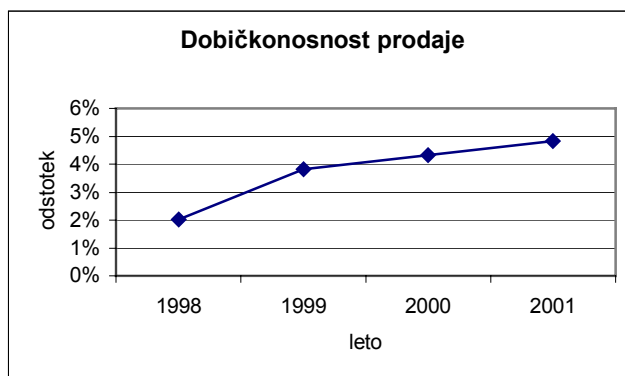


Slika 4.8: Mnogokratnik obresti

Mnogokratnik obresti<sup>26</sup> nam pove, koliko je podjetje sposobno plačati obresti (dolgoročnega dolga) z dobičkom iz poslovanja. Koeficient je leta 1999 dokaj strmo narasel (glej sliko 4.8), zadnji dve leti pa se je umiril na vrednosti okrog 1,7.

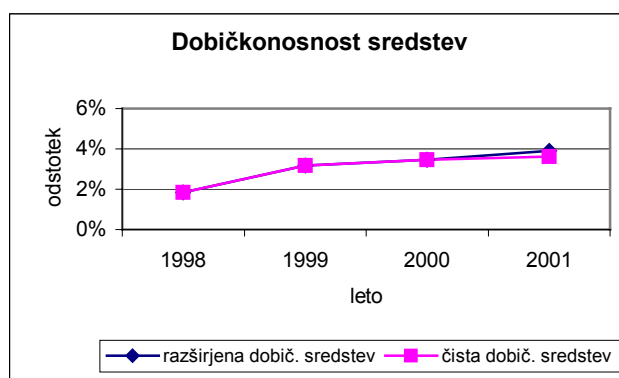
<sup>25</sup> Stopnja zadolženosti = celotni dolg (= kratkoročni in dolgoročni dolgovi iz poslovanja in financiranja) / vsa sredstva x 100.

## Kazalniki dobičkonosnosti



Slika 4.9: Dobičkonosnost prodaje

Dobičkonosnost prodaje nam pove, koliko je čistega dobička v prihodkih od prodaje. Dobičkonosnost prodaje<sup>27</sup> se je v zadnjih dveh letih več kakor podvojila (glej sliko 4.9). V letu 1998 je znašal na enoto prihodkov iz prodaje 2 odstotka, leta 2001 pa že 4,8 odstotka.



Slika 4.10: Dobičkonosnost sredstev

Dobičkonosnost sredstev se giblje med 2 in 4 % (glej sliko 4.10). Vrednosti razširjene dobičkonosnosti<sup>28</sup> in čiste dobičkonosnosti<sup>29</sup> se razlikujeta samo v letih 2000 in 2001, ko je podjetje Mercator plačalo davek iz dobička (v letu 2000 je Mercator plačal le manjši znesek davka, zato razlike skoraj ni moč opaziti).

## Kazalniki tržne vrednosti

So kazalniki, ki uporabljajo tržne podatke predvsem za vrednotenje vrednostnih papirjev.

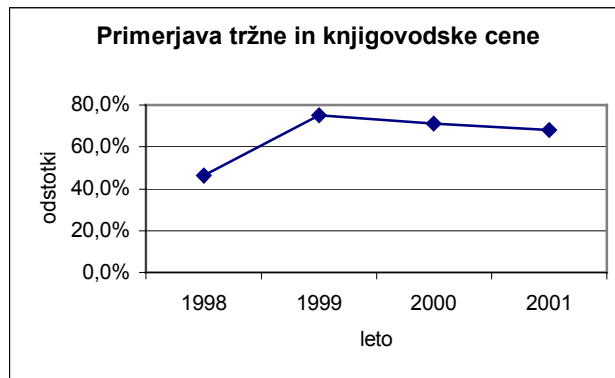
<sup>26</sup> Mnogokratnik obresti = dobiček pred obdavčitvijo in obrestmi / obresti.

<sup>27</sup> Dobičkonosnost prodaje = čisti dobiček / prihodki od prodaje x 100.

<sup>28</sup> Razširjena dobičkonosnost sredstev = dobiček pred obdavčitvijo z vključenimi obrestmi / vsa sredstva x 100.

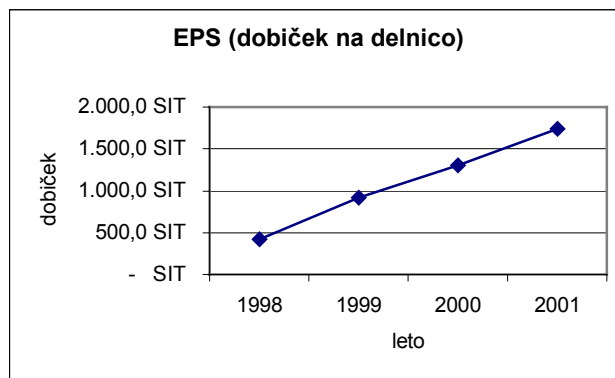
<sup>29</sup> Čista dobičkonosnost sredstev = čisti dobiček / vsa sredstva.





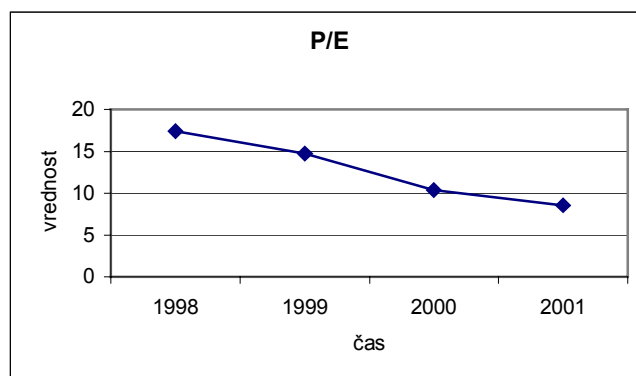
Slika 4.11: Primerjava tržne in knjigovodske cene

Ob primerjavi tržne in knjigovodske cene delnice<sup>30</sup> podjetja Mercator ugotovimo, da tržna cena ne dosega knjigovodske (glej sliko 4.11). Zadnje tri leta znaša vrednost tržne cene 70 % knjigovodske cene, medtem ko je leta 1998 znašala 50 %.



Slika 4.12: Dobiček na delnico (EPS)

Dobiček na delnico (EPS)<sup>31</sup> v zadnjih štirih letih strmo narašča (glej sliko 4.12). Leta 2001 se je v primerjavi z letom 1998 povečal kar štirikrat, od 420 na 1.740 tolarjev.

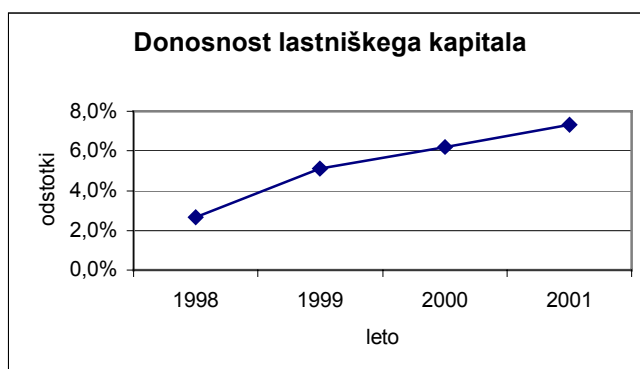


Slika 4.13: Razmerje med tržno vrednostjo delnice in dobičkom na delnico

<sup>30</sup> Primerjava tržne cene delnice (na 31. 12 leta xxxx) in knjigovodske vrednosti (= kapital družbe / število delnic).

<sup>31</sup> Dobiček na delnico = čisti dobiček / število delnic

Razmerje med tržno vrednostjo delnice in dobičkom na delnico (P/E)<sup>32</sup> zadnja štiri leta pada (glej sliko 4.13). Leta 1998 je bil trg pripravljen plačati 17 tolarjev za en tolar čistega dobička, leta 2001 pa samo še 9 tolarjev za en tolar čistega dobička. Primerjalno z referenčno vrednostjo<sup>33</sup> podjetja Živila Kranj (leto 2000 = 10, 2001 = 9) in Merkur Kranj (leto 1999 = 14, 2000 = 10, 2001 = 8), P/E podjetja Mercator rahlo presega referenčne vrednosti, kar pomeni, da je delnica Mercatorja rahlo precenjena.



Slika 4.14: Donosnost lastniškega kapitala

Donosnost lastniškega kapitala<sup>34</sup> prav tako narašča (glej sliko 4.14), njene vrednosti so malo višje; leta 1998 je bila donosnost 2,7 %, leta 2001 pa 7,3 %, kar pomeni, da je leta 1998 100 tolarjev vloženega lastniškega kapitala prineslo 2,7 tolarja, leta 2002 pa že 7,3 tolarje.

### 4.3 OBJAVE V MEDIJIH IN DELNICE MELR

V nadaljevanju bom pregledala gibanje tečaja delnic Poslovnega sistema Mercator (MELR) in objave v medijih. Iz (tiskanih) medijev bom poskusila razbrati vzroke za padec oz. porast vrednosti delnice. Menim, da tako lahko opravim tudi del temeljne analize, namreč preučevanje dogajanja v okolju Mercatorja. V nadaljevanju so zbrane le ključne informacije iz (tiskanih) medijev o PS Mercator, zbrane na bazi podatkov GVIN. Hkrati bom na spletni strani Ljubljanske borze<sup>35</sup> dobila podatke o gibanju tečaja delnice MELR.

<sup>32</sup> Tržna vrednost delnice (31. 12. leta xxxx), dobiček na delnico (= čisti dobiček / število delnic).

<sup>33</sup> Vrednosti P/E podjetij Živila Kranj in Merkurja Kranj sem dobila iz brošure Slovenska varčevalna košarica borzno-posredniške hiše Medvešek Pušnik.

<sup>34</sup> Donosnost lastniškega kapitala = čisti dobiček / lastniški kapital.

<sup>35</sup> Spletna stran: [www.ljse.si/StrSlo/Izdajate/SezIzdaj/paper.asp?id=MELR](http://www.ljse.si/StrSlo/Izdajate/SezIzdaj/paper.asp?id=MELR)



Slika 4.15: Pregled gibanja tečaja delnice MELR za obdobje 1. 1. 1998–31. 12. 2001 (vir: [www.ljse.si/StrSlo/Izdajate/SezIzdaj/paper.asp?id=MELR](http://www.ljse.si/StrSlo/Izdajate/SezIzdaj/paper.asp?id=MELR))

Tako kakor pri kazalnikih bom tudi tukaj pregledala obdobje 1998–2001. Delnica MELR je imela 1. 1. 1998 tržno vrednost 4.402 SIT, 31. 12. 2001 pa 16.199 SIT (glej sliko 4.15).

#### 4.3.1 POVZETEK ČLANKOV O MERCATORJU

Članke sem iskala na strežniku GVIN<sup>36</sup>, ki poleg iskalnika člankov<sup>37</sup> ponuja še veliko finančnih informacij, podatkov o borznem poslovanju in analizo le-tega. V pomoč pri preračunavanju kazalnikov so prav gotovo finančni podatki. Veliko kazalnikov je za kotirajoča podjetja že izračunanih, prav tako je narejena primerjava z dejavnostjo izbranega podjetja. Stran ponuja tudi teoretske razlage bilance stanja in izkaza uspeha ... Slaba stran strežnika je, da je večina podatkov dostopna le z geslom (na voljo imate tedensko brezplačno geslo).

#### Iz medijev v letu 1998 ...

V začetku januarja še vedno odmevajo novice o zamenjavi uprave, svojo funkcijo je začela opravljati že oktobra 1997. (Virant, 16. 1. 1998) Februarja so mediji začeli pisati o krepki

<sup>36</sup> Spletni naslov: [www.gvin.com](http://www.gvin.com).

<sup>37</sup> Iskalnik išče članke po naslednjih časopisih in revijah: Gospodarski vestnik, Finance, Dnevnik, Manager, Pravna praksa, Večer, Podjetje in delo, Svetovalec GV in Kmečki glas.

izgubi Mercatorja, za minulo (1997) leto je znašala 2,4 milijarde tolarjev<sup>38</sup>. Kljub temu so v Mercatorju ostali optimistični, predsednik uprave Zoran Janković, je napovedal povečanje tržnega deleža (s 16,7 na 20 odstotkov) in naložbe v hipermarkete, ni pa izključil niti prevzema drugih maloprodajnih verig. (Madič, 13. 2. 1998) Novica je močno vplivala na tečaj delnic, saj je močno zanihal navzdol. (Finance, 11. 2. 1998)

Zgodba o Mercatorjevi izgubi se še ni končala. Borzni udeleženci so se pritožili zaradi nekorektnega obveščanja Mercatorja. Zamuda pri obveščanju o izgubi naj bi nekaterim omogočila trgovanje na podlagi notranjih informacij. Ravno dva dni (9. in 10. februarja) preden je informacija o izgubi prišla v javnost, se je trgovanje z delnico MELR močno povečalo. (Berdnik, 18. 2. 1998) Mercator je pri Evropski banki za obnovo in razvoj (EBRD) najel posojilo, možno je, da bo EBRD zaradi izgube ustavila črpanje posojila (podpisali so pogodbo, po kateri naj bi imel Mercator leta 1997 1,5 milijarde tolarjev dobička). (Usenik, 18. 2. 1998) Izguba je dobila svoj epilog 23. februarja, ko je podjetje Mercator dobilo javni opomin zaradi kršitve dolžnosti obveščanja javnosti in borze (dve leti prej je dobil nagrado za kakovostno obveščanje poslovne javnosti). (Meden, 26. 2. 1998)

V juniju so v indeks SBI uvrstili tudi delnico MELR. (Meden, 3. 6. 1998) Mercator (oz. Mercator SVS) je začel kupovati trgovinske družbe, postal je 43-odstotni lastnik mariborskega podjetja Klas. (Novkovič, 11. 6. 1998) Mercatorjeve delnice so poskočile za 25 odstotkov in dosegle raven 6.000 SIT; Stane Petavs pripisuje rast razmeram na trgu. Pogosti kupci delnic so iz Publikuma. (Petavs, 30. 7. 1998) Postopna rast se je nadaljevala v avgust, ko je delnica dosegla rekordno raven, 7.280 SIT. (Meden, 7. 8. 1998a) V začetku avgusta so se zaradi velikega prometa z delnico pojavile špekulacije, da Mercator kupujejo tujci.. Izpis iz delniške knjige je pokazal, da jih je kupovalo Mercatorjevo širše vodstvo (Meden, 7. 8. 1998b) – kupili so jih približno 80.000, od tega jih je imel Zoran Janković 68.221. Kupovali pa so jih, ker je nadzorni svet zahteval, da tako dokažejo zaupanje v dobro poslovanje podjetja. (Hočevar, 21. 8. 1998)

Mercator je objavil poslovanje v prvem polletju 1998. Uresničili so že 63 odstotkov načrtovanega dobička, povedali so tudi, da so posojilo najprej (po napovedani izgubi leta 1997) prekinili, zdaj pa ga dokončno sporazumno odpovedali. Janković naj bi imel zdaj samo

---

<sup>38</sup> Izguba naj bi nastala zaradi davčnih obveznosti iz preteklosti in računovodskih sprememb pri knjiženju umika lastnih delnic.

46.000 delnic, uprava (skupaj) pa že več kakor 90.000. (Nidorfer, 3. 9. 1998) Kljub dobrim rezultatom so bile delnice Mercatorja v upadanju, kot razlog za splošno nezanimanje na borznem trgu nekateri navajajo rusko krizo. (Hočevar, 6. 9. 1998)

V začetku oktobra so se mediji razpisali o Mercatorjevem odnosu do dobaviteljev. Le-te so pred enim mesecem povabili na pogovor o reviziji pogodb za leto 1998 (in to tik pred iztekom leta), kar bi vplivalo na načrtovane prihodke dobaviteljev. Pri Mercatorju potezo opravičujejo s tem, da lahko kot največji kupec pri dobaviteljih zahtevajo tudi najvišji rabat. (Pavlovčič, 1. 10. 1998) Zoran Janković take pritiske zavrača: dobavitelji določijo ceno, Mercator se le odloči, ali bo njihov izdelek kupil, po njegovih besedah gre torej le za pogajanja. Zahtevajo le ceno, pogojeno s količino: večja količina, nižja nabavna vrednost in narobe. (Pavlovčič, 10. 12. 1998)

V Mercatorju so spregovorili o prihodnjih naložbah, ena tretjina naložbenih sredstev je namenjena prenovi obstoječih objektov, drugi dve pa novogradnjam (med drugim hipermarketu v Novem mestu), zaradi prenehanja črpanja posojila EBRD so si zagotovili (manjkajoče) vire financiranja pri domačih in tujih posojilodajalcih. (Pavlovčič, 15. 10. 1998) Prav tako so v Mercatorju »speljali« kranjskim Živilom kar dva direktorja. (GV, 15. 10. 1998)

November je minil v pripravah na skupščino, med drugim so obravnavali predlog sprememb statuta (dvig praga obveznosti posveta z nadzornim svetom in možnost sodelovanja zaposlenih pri delitvi dobička). (Usenik, 23. 10. 1998) Letno poročilo so sprejeli, lanska (iz 1997) izguba tako znaša prek 15 milijard tolarjev, in to predvsem zaradi znižanja vrednosti osnovnih sredstev. (Hočevar, 18. 11. 1998) Prav tako so objavili, da so v prvih devetih mesecih poslovali s (skoraj) milijardo dobička. Pojavljajo se namigi, da gre le za »računovodsko telovadbo«. Kljub temu je dobiček še vedno za dve milijardi nižji od tistega, ki ga je napovedovala prejšnja uprava. (Pavlovčič, 26. 11. 1998)

Mercator je Loki predstavil ponudbo o poslovnem sodelovanju, s katero se v Loki strinjajo; če bi prišlo do prevzema, bi bil to prijateljski prevzem. (Horvat, T., 18. 11. 1998) Trojček je že zaprosil za soglasje (po zakonu o varstvu konkurence) k združevanju, še preden so zaprosili za soglasje v Mercatorju (po zakonu o prevzemih). Vse je bilo odvisno od skupščine Emone Merkur: če zavrne združevanje trojčka bodo izdali soglasje k prevzemu Emone Merkur. (Hočevar, 9. 12. 1998) Borzni posredniki ob uspešnem prevzemu napovedujejo, da lahko

tečaj zraste tudi do 10.000 SIT, če pa ne bo uspešen, lahko pričakujemo njegov rahli padec. (Virant, 11. 12. 1998) Konec decembra je Mercator pridobil soglasje Agencije za trg vrednostnih papirjev k objavi ponudbe za odkup vseh delnic Emone Merkurja. Mercator je ponudil 28.000 SIT za delnico, skupaj z delnicami pod odloženim pogojem<sup>39</sup> pa imajo v Emoni Merkur že 24,8-odstotni delež. Na skupščini tako lahko glasujejo tudi z delom delnic, ki so jih odkupili v borznih hišah s terminskimi pogodbami. Večina prodajalcev je podpisala pooblastilo za glasovanje na skupščini. (Hočevar, 30. 12. 1998) Pridobili so že 8-odstotni delež v Goriški in 18-odstotni delež v Špeceriji Bled. Najbrž sta to naslednji družbi na seznamu za prevzem. Predvidevajo, da Goriški sledi Grosist, delež v Loki znaša 24,94 odstotka. (Hočevar, Usenik, 18. 12. 1998)

### **Iz medijev v letu 1999 ...**

Prevzem Loke so napovedala tudi Živila Kranj in v Loki so ga ocenili kot sovražni prevzem. (Šlamberger, 14. 1. 1999) V začetku leta še vedno buri duhove Mercatorjev prevzem Emone Merkur. Po skupščini namreč ni jasno, kdo je zmagal, Mercator s prevzemom Emone Merkurja ali združevanje Trojčka. Ključno vlogo je igrala Nova Finančna družba, ki naj bi po navodilih nadzornega sveta glasovala za Trojček, a je pred skupščino prejela odločbo sodišča, ji je udeležbo na skupščini prepovedala (najbrž ni šlo za naključje). (Pavlovčič, 21. 1. 1999) Agencija za vrednostne papirje je zavrnila pritožbo Emone Merkur zoper Mercator, češ da so nezakonito pridobivali delnice. (Finance, 22. 1. 1999) Konec januarja je vlada izdala odločbo, s katero nasprotuje izdaji dovoljenja Mercatorju za prevzem Emone Merkur, in to zaradi dolgoročnih škodljivih posledic na živilsko industrijo. (Finance, 29. 1. 1999)

Zgodbam o prevzemih Mercatorja še ni konec. Pridobil si je 20-odstotni delež v Dolenjki in potrdil, da želi prevzeti primorsko drobnoprodajno podjetje Goriška v dogovoru z njihovo upravo, prav tako pa načrtuje prevzem Goriške. (Usenik, Bertonec, 3. 2. 1999) Objavil je tudi namero o prevzemu Loke, skupaj z Živili je čakal na soglasje vlade. Tokrat je imel več možnosti, saj bi šlo ob prevzemu s strani Živil za območni monopol. (Usenik, 5. 2. 1999)

Aprila bodo minila tri leta od uvrstitve delnice MELR na organizirani trg. Njena najnižja vrednost (3.300 SIT) je bila septembra 1996, najvišje vrednosti pa dosega prav v zadnjih mesecih. Rast v letu 1998 v Mercatorju pripisujejo dobrim poslovnim rezultatom in zaupanju vlagateljev. (Hočevar, 25. 2. 1999)

---

<sup>39</sup> Odloženi pogoj je (v tem primeru) začetek postopka za prevzem, prepis delnic se opravi naknadno.

V začetku marca je Mercatorju uspel prevzem Goriške, saj je večina delničarjev sprejela njegovo ponudbo in tudi vlada je odobrila prevzem, poleg tega je odobrila prevzem Loke obojim Živilom in Mercatorju. (Bertoncelj, Godec, 12. 3. 1999) V gorenjski regiji po prometu prevladujeta Živila in Loka. Toda za to regijo se je resneje začel ozirati tudi Mercator, saj je z Gradbincem podpisal pogodbo o gradnji centra na Primskovem poleg krožišča. Za lokacijo so se najprej zanimala Živila, vendar so se v Gradbincu odločili za Mercator zaradi boljše plačilne politike. Poleg tega bo Gradbincec gradil za Mercator še en center na Jesenicah. (Volčjak, 18. 3. 1999) Mercator je za Loko ponudil 2.2770 tolarjev na delnico v gotovini, Živila pa v obveznicah po 2.880 tolarjev z obrestno mero TOM + 6 odstotkov. Čeprav je ponudba Živil višja, so delničarji skeptični, saj je zaradi prezadolženosti Živil malo verjetno, da bodo obveznice unovčljive. (Petavs, 2. 4. 1999)

Leta 1998 je Mercatorjev (nerevidirani) dobiček znašal dva odstotka prodaje, v povprečju pa ima trgovina na drobno pri nas 2,1-odstotno profitno maržo, trgovina na debelo pa 4,3-odstotno. Morebitni vlagatelji ponavadi najprej preletijo bilance družb in tako ugotovijo delež kapitala, velja namreč, da več kapitala pomeni manjši donos. Mercator je imel lani 70 odstotkov financiranja s kapitalom medtem ko se v tujini povprečne številke gibljejo med 30 in 40 odstotki. Lani je bil Mercatorjev donos na kapital 2,7-odstoten. (Berdnik, 15. 4. 1998)

Maja je Zoran Janković potrdil uspešen prevzem Loke, saj imajo v lasti že 91 odstotkov delnic. Loka je postala peti regijski center, ki Mercatorju omogoča tudi prodor na Gorenjsko. Loka in Goriška sta stali Mercator sedem milijard tolarjev, za Emono Merkur pa so pripravljene odšteti pet milijard. Loka naj bi zdaj ustvarila dvakrat več letnega prometa in trikrat več dobička. (Anžlovar, 13. 5. 1999)

Borzni posredniki so komentirali Mercatorjevo delnico. Stabilnost tečaja so pripisali jasni razvojni strategiji (in njenemu uresničevanju) ter zaupanju lastnikov v upravo podjetja. Prav tako menijo, da ima še veliko možnosti za rast. (Kenda, 11. 6. 1999) V Mercatorju so se odločili, da tudi leta 1999 ne bodo izplačali dividend, z dobičkom bodo namreč krpali izgubo prejšnjih let. (Šubic, 17. 6. 1999)

V Loki so začeli prevzem družbe Špecerija Bled in pridobili že 25-odstotni delež, nekaj jih ima v lasti tudi Mercator. Po uspešnem prevzemu bo Špecerija Bled skupaj z Loko nosila ime

Mercator Gorenjska. Mercator je z omenjenima prevzemoma močno izboljšal svoje zastopanje v gorenjski regiji. (Usenik, 18. 6. 1999) Tudi Mercator SVS uresničuje strategijo prevzemov: postal je 51-odstotni lastnik trgovskega podjetja Planika Slovenska Bistrica. (Šlamberger, 23. 6. 1999) Na skupščini Loke so podprli predlog, da se družba preimenuje v Mercator Gorenjska, prav tako so z Gradbincem podpisali pogodbo o nakupu prodajnega centra Mercator na Jesenicah. (Dnevnik, 2. 7. 1999) Mercator je postal 20-odstotni lastnik Alpkomerca in podpisali so pogodbo o medsebojnem sodelovanju pri nabavi in prodaji blaga. (Dnevnik, 3. 7. 1999) Mercator SVS (druga največja hčerinska družba) je postal novi lastnik MS-centra v Murski Soboti, tam nameravajo postaviti Hipermarket (Fujs, 8. 7. 1999)

Očitno so se po januarski napeti skupščini odnosi med Mercatorjem in Emono Merkur izboljšali. Družbi se dogovarjata o strateškem sodelovanju, umaknili sta tudi medsebojni tožbi. Pogovarjata se o možnosti, da bi imela Emona Merkur status samostojne pravne osebe z obstoječo blagovno znamko. Na skupščini so delničarji za člana nadzornega sveta izvolili Marjana Sedeja (član uprave Mercatorja). (Večer, 23. 6. 1999) Zdaj ima Mercator že 30-odstotni delež v Emoni Merkur, med letom bo pridobil še 15 odstotkov od notranjih delničarjev. Februarja 2000 nameravajo ponoviti prevzem. Upoštevajoč vse prevzete družbe, bo Mercator imel že 30-odstotni tržni delež. (Bertoncelj, 23. 6. 1999)

V Mercatorju so začeli pridobivati hrvaške kupce, ki vsak dan oblegajo brežiške trgovine. Kupili so podjetje Intermarket Comm v Brežicah. Ob tem marketu nameravajo graditi nov Mercatorjev center, ki bo spadal pod Mercator Dolenjska. Začeli so prevzemati trgovsko podjetje Posavje. (Sečen, 9. 7. 1999)

Mercatorjeve delnice rastejo, dosegle so rekordno ceno 9.490 SIT, kar je odgovor na uspešno izvedene prevzeme. (Večer, 17. 7. 1999) Borzni posredniki so spet razglasili, da so Mercatorjeve delnice ugodne za nakup in zaradi uspešnega povezovanja zelo perspektivne. (Urbas, 14. 7. 1999)

V prvem polletju so presegli načrte, saj je konsolidirana prodaja za 13 odstotkov višja od lanske. Posebno velike indekse prihodka imajo hčerinska podjetja, ki so odpirala nova nakupovalna središča (npr. Mercator Koper kar 59 odstotkov). (Horvat, T., 21. 7. 1999) Dividend tudi letos (1999) ne bodo izplačali, saj je bil to eden od pogojev Zorana Jankovića ob nastopu funkcije. Zahteval je, da se prva tri leta dividende ne delijo, prvič jih bodo



izplačali za leto 2000. (Berdnik, 19. 8. 1999) Na skupščini delničarjev (25. 8. 1999) so sprejeli Letno poročilo 1998, celoten dobiček družbe 1,346 milijarde tolarjev pa razporedili v rezerve; čisti dobiček je bil v primerjavi z letom prej višji za 64 odstotkov. (Večer, 26. 8. 1999)

Mercator je svojim dobaviteljem ponudil sporazum o skupnem trženju in razvoju izdelkov v Hipermarketu Ljubljana. Dobaviteljem so zaračunali pristojbino za postavljanje blaga na police, kar je baje v tujini že dolgo ustaljena praksa. V pristojbino je zajeto sodelovanje pri izboru izdelkov, ugotavljanje rentabilnosti prodajnega mesta in določanje optimalne pozicije. Prispevek naj bi bil v primerjavi s prodajo dobaviteljev simboličen, samo štirje se z njim ne strinjajo. (Gospodarski vestnik, 16. 9. 1999)

Problem, ki se kar pogosto zasledi v časopisih, je Mercatorjev odnos do zaposlenih. Sindikati očitajo Mercatorju uvedbo nedeljskega dela brez dodatnega zaposlovanja in predolg delovni čas, ki traja tudi do 17 ur (Center Ljubljana). Ob povečanem prometu delavci niso nagrajeni, in če norme ne presežejo, niso upravičeni do Mercatorjevih počitniških zmogljivosti. (Brajter, 20.9.1999) V Mercatorju odgovarjajo, da so daljši delavniki le začasni zaradi otvoritve centra, za nočno polnjenje polic pa naj bi se delavci javljali sami (zaradi dobrega plačila). (Galof, 24. 9. 1999)

Mercator je praznoval 50-letnico in proslavili so jo v Cankarjevem domu, prireditelj pa (v soboto zvečer!) prenašali na RTV Slovenija – kar se je mnogim zdelo sporno. Med povabljenici so bili ugledni politiki, zvezdniki in poslovneži. Slavnostni nagovor je imel Milan Kučan. (Frankl, 11. 10. 1999) RTV Slovenija na očitke<sup>40</sup> ni odgovarjala, prenos naj bi potrdil nadzorni svet. (Žerjavič, 13. 11. 1999)

Mercator se je začel pogajati z Dolenjko o prevzemu, delež 20 odstotkov so si pridobili brez njene privolitve. (Kenda, 11. 10. 1999) Pod Mercator Degro je prišla Jestvina, pridobili so si še delnice Emone Merkurja in Emone Obale Koper. (Šubic, 21. 10. 1999) Na drugi strani so Vele, Živila, Era, Potrošnik in Koloniale napovedali ustanovitev GIZ Suma 2000 ter kasnejše kapitalske povezave. Za združenje so se odločili, ker želijo imeti pri dobaviteljih podobne pogoje. (Bertoncelj, 20. 10. 1999)

---

<sup>40</sup> Sporno je bilo predvsem, da so na RTV predvajali Mercatorjevo 50-letnico, čeprav je šlo za očitno oglaševanje podjetja. (op. av.)

Jadranka Dakić, članica uprave Mercatorja, je pojasnila nagrajevanje menedžerjev v Mercatorju: delnice Mercatorja (po določenem času) lahko kupijo po vnaprej določeni ceni, ki je seveda nižja od tržne in ob prodaji tako ustvarijo kapitalni dobiček. Če delnice obdržijo vsaj tri leta, ob prodaji ne plačajo davkov. (Vuković, 6. 12. 1999)

V Mercatorju napovedujejo 2,5 milijarde dobička za leto 1999. Prav tako so se odločili za nakup Rožce z Jesenic. Napovedali so tudi, da bodo 1. februarja ponovno zaprosili za dovoljenje za prevzem Emone Merkur. (Bertoncelj, 10. 12. 1999)

### **Iz medijev v letu 2000 ...**

Takoj na začetku leta je Urad za varstvo konkurence izdal soglasje k prevzemu Jestvine s strani PS Mercator in soglasje k prevzemu nadzora Mercatorju SVS v Mercatorju Klas Maribor, Mercatorju Jelši in TP Planiki. (Dnevnik, 5. 1. 2000)

Mercatorjev (napovedani) dobiček za leto 1999 so borzni posredniki ocenili kot stvaren, pričakujejo pa da bo višji od napovedanega, saj v Mercatorju z napovedmi ne pretiravajo. (Toplak, 7. 1. 2000) Napovedani prevzem Emone Merkurja naj bi delnice Mercatorja dvignil še za nekaj tisoč tolarjev. (Horvat, A., 28. 1. 2000)

Urad za varstvo konkurence je ugotovil, da Mercatorjev tržni delež presega 30 odstotkov v programu market, in če upoštevamo še druge dejavnosti, je njihov tržni delež 23-odstoten. (Pavlovčič, 20. 1. 2000) Gospodarski vestnik je opravil raziskavo za lestvico petdesetih največjih še za leto 1998. Mercator je po konsolidiranih skupnih prihodkih največja slovenska materinska družba; po čistem dobičku je na desetem mestu, prav tako je bil drugi največji zaposlovalec. (Zupanič, 29. 1. 2000)

Po letu dni moratorija so znova objavili ponudbo za prevzem Emone Merkur, cena za delnico ostaja ista: 28.000 tolarjev. Lani je bil razlog za zavrnitev Mercatorjev monopolni položaj. Letos (2000) naj bi bilo drugače, zaradi Leclerca in Sume 2000. Po uspešni združitvi naj bi imel Mercator približno 33-odstotni delež. (Brstovše, 3. 2. 2000) Konec marca je vlada izdala Mercatorju dovoljenje za prevzem Emone Merkur, ker ta predvidoma ne bo imel škodljivih socialnih in ekonomskih posledic v regiji in državi. Mercator je postal 95,7-odstotni lastnik Emone Merkur. Prav tako so dobili soglasje Urada za varstvo konkurence. V zameno za vladno dovoljenje za prevzem Emone Merkur je Anton Grabeljšek (takratni sekretar za

trgovino) zahteval zavezo Mercatorja, da so prevzemi končani. Zoran Janković se s tem ni strinjal, saj so bili ravno med prevzemanjem Povrtnine. (Pavlovčič, 20. 4. 2000)

Objavili so poslovne rezultate za leto 1999. Konsolidiranih čistih prihodkov je 175 milijard tolarjev, čisti dobiček pa znaša 3 milijarde tolarjev. Po napovedih tudi leta 2000 (za leto 1999) ne bodo izplačali dividend. Njihove delnice so bile najbolj rastoče, vrednost se je zvišala za 85 odstotkov. (Bertoncelj, 8. 3. 2000) Mercator je bil izglasovan za najboljšo družbo med kotirajočimi v kotaciji A in B na ljubljanski borzi. (Vagaja, 22. 3. 2000)

Padec delnic Mercatorja v prvih treh mesecih je »finančno prizadel« tudi Zorana Jankovića; ker ima 47.000 delnic, je izgubil približno 100 milijonov tolarjev. (Gerovac, 12. 5. 2000) Padec nima povezave s poslovnimi rezultati, saj se nižajo vrednosti večine vrednostnih papirjev, kar kaže splošno nezaupanje vlagateljev. (Nidorfer, 18. 5. 2000)

Nadaljuje se vlaganje v države nekdanje Jugoslavije. Naložbe praviloma financirajo z lastnimi viri (približno polovica) in najetimi viri. (Lacić, 22. 8. 2000) V začetku septembra so se dogovorili za sindicirano posojilo za dobo šest let z 18-mesečnim moratorijem. (Finance, 6. 9. 2000)

V prvem polletju so dosegli že 60 odstotkov načrtovanih letnih rezultatov. Polletni dobiček je znašal 2,1 milijarde tolarjev (leta 1999 1,2). Zvišanje prihodkov iz prodaje pripisujejo odpiranju novih centrov, tudi na Hrvaški. (Lacić, 25. 8. 2000) Njihov (dolgoročni) cilj je uvrstitev med 50 največjih trgovskih družb na svetu. (Jerman, 25. 8. 2000) V začetku oktobra so dobili certifikat ISO 9001. (Dnevnik, 10. 10. 2000)

Mercatorju še vedno očitajo nezakonito ravnanje z zaposlenimi. Pred prevzemom Emone Merkur so obljubljali ohranitev delovnih mest, zdaj pa se (po očitkih sindikata) obnašajo do presežnih delavcev nezakonito. Polovici delavcev Emone Merkur se je spremenil delovni položaj, nimajo več opredeljenega delovnega časa, z mnogimi so sklenili pogodbe za določen čas. (Večer, 8. 11. 2000) Prav tako se še ni končala zgodba o Mercatorjevem cvičku. Številni pridelovalci »pravega« cvička grozijo z zaporo cest. (Večer, 9. 11. 2000)

Tečaj delnic je v rahlem upadanju, česar v Mercatorju ne znajo pojasniti, pravijo le, da je naša borza »malo čudna«, saj ne sledi nobenim tržnim zakonitostim. (Smrekar, 22. 11. 2000) Janković je že pred časom napovedal, da se bo vrednost delnice dvignila do 20.000 tolarjev.

Doslej se to še ni zgodilo, leto 2000 je za trg kapitala in borzo neuspešno pa tudi delnica MELR ni izjema. (Bošnik, 24. 11. 2000)

Pojasnili so načrte v nekdanji SFRJ. Na Hrvaškem nameravajo zgraditi pet centrov. V Pulju bodo obstoječi supermarket razširili v nakupovalni center. Postavili bodo dva nakupovalna centra v Zagrebu, po enega pa v Splitu in na Reki. Prav tako bo pet centrov v BiH: dva v Sarajevu (eden v muslimanskem delu in drugi v srbskem), razmišljajo pa še o Banjaluki, Brčkem in Tuzli. Naslednja postajo je ZRJ, kjer nameravajo začeti osvajati trg v Beogradu. Menijo, da bi lahko imeli v Beogradu tri centre, enega pa v Nišu in Prištini. Do Črne gore in Makedonije so za zdaj še bolj zadržani. Zavedajo pa se, da bodo z rednimi cenami težko konkurirali črnemu trgu, ki je še razširjen zlasti v BiH. (Pavlovčič, 23. 11. 2000)

### **Iz medijev v letu 2001 ...**

Začetek leta je kakor vedno čas za zbiranje informacij o preteklem letu. Indeks trgovine (v katerem je tudi Mercator) je leta 2000 izgubil desetino vrednosti, Mercatorjeva delnica pa je pridobila 10 odstotkov vrednosti. Avtor članka je pohvalil korektno objavljane pomembnih poslovnih dogodkov (razen v letu 1998, ko so dobili javni opomin - op. av.). Kljub zelo pozitivnemu poslovanju podjetja delnice niso rasle kakor prej. Kot razlog poznavalci navajajo splošno negativno razpoloženje na borzi in nezaupanje vlagateljev. Po eni strani vlagateljev veliko pričakujejo od širitve Mercatorja na trg nekdanje SFRJ, po drugi pa jih skrbi njegova zadolženost. (Gruden, 18. 1. 2001)

Tudi leto 2000 je bilo za Mercator zelo uspešno. Poslovni sistem Mercator je imel kar 4,17 milijarde tolarjev dobička, v primerjavi z letom 2000 je narasel za dobrih 40 odstotkov. Za naložbe so namenili 8,8 milijarde tolarjev. (Lacić, 23. 2. 2001) Njihov tržni delež znaša 36,8 odstotka in začeli so internacionalizirati poslovanje. Letos nameravajo nadaljevati gradnjo centrov po Sloveniji in tujini. Načrtujejo združevanje mesnopredelovalne industrije znotraj skupine v družbo z imenom Mesnine dežele Kranjske. Pozitivne poslovne informacije pa kljub temu niso prepričale vlagateljev, zato se vrednost ni zvišala. (Vizovišek, 23. 2. 2001) Zoran Janković ima še vedno za 700 milijonov tolarjev delnic, ki jih ne namerava prodati, čeprav je njegova naložba stagnirala. (Nidorfer, 15. 3. 2001)

V začetku aprila je dalo 50 vodilnih menedžerjev Mercatorja ponudbo za odkup delnic kapitalski in odškodninski družbi (skupaj imata 29 odstotkov delnic). (Hočevnar, 2. 4. 2001)

Nakup naj bi menedžerji financirali s posojilom, za katero jamčijo s svojim osebnim premoženjem. Menedžment že ima 2,6-odstotni delež, ki si ga je zagotovil z odkupom pred tremi leti. Če bi nakup uspel, bi imeli menedžerji skoraj 33 odstotkov delnic Mercatorja. (Bertoncelj, 3. 4. 2001) Poznavalci napovedujejo, da utegne uspešen nakup spodbuditi druge vlagatelje, da kupujejo delnice Mercatorja, hkrati pa tak (napovedan) nakup delnic veča zaupanje vlagateljev v podjetje. (Bošnik, 9. 4. 2001)

Mercator nadaljuje svoje nakupe trgovskih družb tudi na Hrvaškem. Kupili so 81,9-odstotni delež v družbi Sloboda. Legitimnost nakupa spodbijajo v Agrokoru, ki se je prav tako zanimal za nakup. (Finance, 11. 6. 2001) Mercator se je začel dogovarjati z Ljubljanskimi kinematografi za gradnjo kinomatografskega multipleksa v Zagrebu (kasneje lahko tudi v Beogradu). (Markovič, 12. 6. 2001)

Pred skupščino so v Financah razkrili, kaj pomeni nasprotni predlog Kmečke družbe. Ta je predlagala, da letos ne bi razdelili dividend, ampak bi delničarji zamenjali redne delnice v prednostne delnice ali obveznice. To bi pomenilo, da bi se (če bi se za zamenjavo odločilo 40 odstotkov delničarjev) število rednih delnic zmanjšalo z 3,2 milijona na 1,9 milijona. Prej bi menedžerji za odkup potrebovali 1 milijon delnic za 30-odstotni delež, če bi bil predlog Kmečke družbe sprejet, pa samo 600.000 delnic. Predlog ni bil sprejet. (Urbas, 21. 12. 2001) Ponudba o menedžerskem odkupu delnic se ni uresničila tudi zato, ker se KAD in SOD nista odločila prodati deleža v Mercatorju. Če pa že, se bosta najbrž odločila za javno zbiranje ponudb (tudi iz tujine). Pričakujejo, da bodo delnice prodali po precej višji ceni od tržne. Skupščina delničarjev je sprejela predlog za izplačilo dividend (300 tolarjev po delnici). (Pust ml, 16. 6. 2001) Za dividende so namenili 23 odstotkov čistega dobička, preostali dobiček bo nerazporejen. (Mihajlovič, 15. 5. 2001)

Pomemben dogodek za Mercator je prav gotovo članek v Financial Timesu, ki je opisoval naložbe Slovenije v državah nekdanje Jugoslavije, na prve mestu pa so omenjali prav Mercator. (Koražija, 12. 7. 2001) Spet si je pridobil mednarodno sindicirano posojilo v višini 51 milijonov evrov, porabil pa ga bo za širjenje prodajne mreže doma in na Balkanu. (Dnevnik, 14. 7. 2001)

V prvem polletju so dosegli že 65 odstotkov letnega načrtovanega dobička, ustvarili so 52,7 milijarde tolarjev prihodkov od prodaje in čisti dobiček se je zvišal za 41 odstotkov na 2,46 milijarde tolarjev. (Dnevnik, 11. 8. 2001)

Delnica Mercatorja je še vedno podcenjena, vsaj tako pravijo trije analitiki. Vsak je postavil drugačno vrednost delnice: od 16.500 do 22.400 SIT. Vsi se strinjajo, da so delnice Mercatorja vredne nakupa. (Kucuvan, 28. 8. 2001)

V Mercatorju odpirajo že drugi center na Hrvaškem, tokrat v Zagrebu. Nameravajo zasesti 12 do 15 odstotkov trga v trgovski dejavnosti; poleg dveh svojih centrov imajo zdaj še 67 trgovin, ki so jih dobili s prevzemom Slobode. Prav tako so največji tuji vlagatelj v Srbiji. (Carić, 14. 9. 2001)

Urad za varstvo konkurence je uvedel postopek proti Mercatorju in Sparu zaradi domnevne kršitve Zakona o omejevanju konkurence. (Večer, 15. 9. 2001) Ministrstvo za kulturo je Mercator in Leclerc prijavilo, ker sta kršila zakon o medijih, ki prepoveduje oglaševanje alkohola. (Dnevnik, 16. 11. 2001)

Za leto 2002 so uvedeni novi računovodski standardi, ki bodo predvidoma oklestili dobičke, saj med stroške štejejo vse obresti za najeta posojila (prej samo realni del). Standardi naj bi prikazali bolj realne poslovne rezultate. V Mercatorju ocenjujejo, da se bo dobiček, ki je bil predviden po starih standardih, v najboljšem primeru prepolovil, lahko pa bi prikazal celo nekaj izgube. (Cajniko-Javornik, 10. 12. 2001)

### **Če povzamem ...**

Podjetje Poslovni sistem Mercator in njegove hčerinske družbe so v medijih<sup>41</sup> pogosto omenjeni, saj so trgovska družba z največjim tržnim deležem pri nas. Na bazi GVIN je bilo povprečno 100–150 zadetkov na mesec (na ključno besedo Mercator in vključenim iskanjem po korenu besede). Vsi zadetki še zdaleč niso uporabni (pri nekaterih gre le za rop pred trgovino Mercator).

Veliko je objav polletnih in letnih finančnih podatkov o poslovanju podjetja, saj so jih kot družba, ki kotira na borzi, dolžni objavljati. Kar nekaj člankov bi uvrstila pod »PR« članke,

predvsem take o otvoritvah novih centrov in trgovin ter o dobrodelnih akcijah. Nekaj je tudi negativnih oz. vsaj kritičnih člankov, največ o odnosu Mercatorja do zaposlenih in sindikatov, delež kritik pa gre tudi na Jankovića osebno.

Če poglobljeno pogledamo *Peterokotnik učinkovitosti*<sup>42</sup> Poslovnega sistema Mercator, ugotovimo, da so konflikti najpogostejši prav v najbližjem delu okolja. Mercatorju mediji pogosto očitajo nekorektno ravnanje z zaposlenimi (ki predstavljajo središče peterokotnika). Pri odnosu z dobavitelji Mercator narekuje pogoje poslovanja (kar si zaradi svoje velikosti lahko privošči). Mercator nima konkurence v pravem smislu, premore pa največji tržni delež (okrog 33 odstotkov), veliko »bivše konkurence« so v preteklih letih prevzeli. Najbolj »korekten« odnos imajo do kupcev in vlagateljev.

### **4.3.2. GIBANJE TEČAJA DELNIC**

#### **Leto 1998**

Tečaj delnice (slika v prilogi) se je pričel pri vrednosti 4.402 SIT in končal pri 7.299 SIT. V februarju je tečaj zanihal navzdol do vrednosti 3.936 SIT, porast tržne vrednosti delnice pa je zaznati v decembru (do vrednosti 7.526 SIT).

Tečaj je močno zanihal navzdol (pod 4.000 SIT) ob objavi izgube v februarju. Dva dni pred objavo se je močno povečal promet z delnico (kar morda nakazuje delovanje nekaterih na podlagi notranjih informacij). Delnica je nato postopoma rasla do vrednosti 6.000 v juliju in na več kakor 7.000 SIT v avgustu. Delniška knjiga je takrat razkrila, da je delnice kupovala uprava (kar je, predvidevam, dodatno povečalo zaupanje v delnico). Do konca leta se je tečaj dvignil do 7.500 SIT, kar je lahko posledica uspešnih nakupov podjetij in vedno večjega zaupanja vlagateljev. Največ (1.150 milijonov tolarjev) se je z delnico poslovalo v začetku novembra.

#### **Leto 1999**

Tečaj delnice se je v letu 1999 pričel pri vrednosti 7.300 SIT in končal pri 13.531 SIT. Najnižjo vrednost je imela konec januarja in sicer 7.224 SIT, najvišjo pa v začetku novembra, delnica je bila vredna kar 14.129 SIT.

---

<sup>41</sup> V tiskanih medijih, ki dostopni na bazi GVIN.

Tečaj je pričel rasti že v januarju (8.910 SIT) ob napovedih pozitivnih rezultatov, v februarju pa je zaradi zavrnitve vlade za prevzem Emone Merkur padel na 7.242 SIT. Drugi uspešno opravljeni prevzemi in s tem tudi rast tržnega deleža in moči podjetja so delnico spet okrepili, dosegla je vrednost 9.267 SIT. Dobri poslovni rezultati (svoje je k dobičku prispevala tudi otvoritev novih centrov) so tečaj dvignili do 11.588 SIT v avgustu, do konca leta pa celo prek 14.000 SIT. Z delnico se je največ poslovalo v maju (3. 5. kar za 1.100 milijonov tolarjev poslov).

### **Leto 2000**

Tečaj delnice se je v letu 2000 začel pri vrednosti 13.531 SIT, končal pa pri 14.878 SIT. Najnižjo vrednost je imela delnica konec junija, in sicer 12.281 SIT, najvišjo pa konec januarja, ko je bila vredna 16.884 SIT.

Leto 2000 je bilo za borzaposrednike nenavadno. Delnice kar niso hotele pokazati »prave vrednosti«. Mercatorjeva je dosegla najvišjo vrednost konec januarja, ko so napovedali dobiček. Vrednost delnice je nato padala kljub uspešnemu prevzemu Emone Merkur, tečaj se je začel krepiti šele v oktobru (predvidevam, da zaradi naložb v države nekdanje Jugoslavije in uspešnih polletnih rezultatov). Konec decembra dosegel že 15.000 SIT in leto se je zaključilo rahlo pod 15.000 SIT. Trgovanje z delnico je bilo najvišje proti koncu leta, v decembru.

### **Leto 2001**

Tečaj delnice se je v letu 2001 pričel pri vrednosti 14.860 SIT in končal pri 16.199 SIT. Najnižjo vrednost je imela konec aprila, in sicer 13.393 SIT, najvišjo pa konec novembra: delnica je bila vredna kar 17.224 SIT.

V začetku leta je bila vrednost delnica v upadanju, do maja je zdrsnila na 13.500 SIT. Na polovici leta je napovedani odkup mendžerjev tečaj rahlo dvignil, k temu pa je pripomogel tudi polletni dobiček. Postopna rast se je nadaljevala do začetka septembra (17. 9. jo je prekinil padec) in leto se je zaključilo pri tečaju več kakor 16.000 SIT. Poslovanje je bilo leta 2001 skromnejše, na dan ni niti enkrat doseglo več od pol milijarde tolarjev.

---

<sup>42</sup> Glej poglavje 2.2 Okolje podjetja.



#### **4.3.2.1 Primer izračuna dobička za delničarje Mercatorja (za g. Jankovića)**

Predsednik uprave Mercatorja je v letu 1998 (predvidoma v maju ali juniju) kupil približno 46.000 delnic, tržna cena delnice je takrat poskočila na 6.000<sup>43</sup> tolarjev, za delnice je torej plačal 276 milijonov tolarjev. V polovici leta 1998 je (samo z zvišanjem tržne vrednosti delnice) pridobil 59,8 milijona<sup>44</sup> (če bi delnice kupil že na začetku po ceni 4.402 SIT, bi z zvišanjem vrednosti zaslužil 133,3 milijona), v letu 1999 286,7 milijona, v letu 2000 63 milijona in v letu 2001 60,8 milijona tolarjev. Skupaj je pridobil na tržni vrednosti kar 469,5 milijona tolarjev. Svoj vložek je povečal za 70<sup>45</sup> odstotkov.

Če pogledamo dobiček na delnico (glej Sliko 4.12), je Jankovičev vloženi kapital »prinesel« v letu 1998 19,3 milijona, v letu 1999 42,4 milijona, v letu 2000 59,8 milijona in v letu 2001 80 milijona tolarjev čistega dobička. V letu 2001 je za poslovno leto 2000 dobil 13,8 milijona tolarjev za dividende (300 SIT na delnico).

#### **4.3.2.2 Ponudba borznoposredniških hiš**

Pri nas deluje mnogo borznoposredniških hiš, ki poleg posredovanja pri borznem poslovanju ponujajo svetovanje primernih naložb. Nekatere hiše z lastnimi analizami določajo podjetja, katerih delnice so posebno primerne za nakup.

Večinoma so borznoposredniške hiše dostopne tudi na spletu. Poleg dejavnosti trgovanja na ljubljanski borzi ponujajo upravljanje premoženja, nekatere pa tudi obširno analizo vrednostnih papirjev. Tako so na primer v borznoposredniški hiši Medvešek Pušnik<sup>46</sup> sestavili portfelj Slovenska varčevalna košarica. Vanjo so umestili delnice slovenskih podjetij za katere so s svojimi analizami določili, da so podcenjene (vključen je tudi Mercator). Vsa podjetja, ki so v portfelju, imajo notranjo vrednost bistveno višjo od tržne cene. Analiza podjetij je dostopna na spletu, izdali pa so tudi publikacijo Slovenska varčevalna košarica. Prednost vlaganja v VP so višji donosi in takojšnja unovčitev.

---

<sup>43</sup> Podatkov o ceni in številu delnic, ki jim Janković ima, ne morem preveriti, zato bom uporabljala podatek o številu delnic, ki sem ga zasledila na bazi GVIN. Predvidevam namreč, da je Janković (in vsa uprava, ki je takrat kupovala delnice) dobil delnice po nižji ceni od tržne. Tega podatka nimam, zato bom za izračune uporabila tržno ceno.

<sup>44</sup> To je vrednost, ki bi jo pridobil, če bi delnice dejansko prodal.

<sup>45</sup> Za bolj realen odstotek povečanja bi bilo treba upoštevati še inflacijo v štirih letih.

<sup>46</sup> Spletna stran: [www.medvesekpusnik.si](http://www.medvesekpusnik.si)

V Publikumu<sup>47</sup> poleg drugih dejavnosti pripravljajo analize podjetij in jih pošiljajo strankam na njihovo željo. Na spletu niso dostopne. V Mariborski borzni hiši (MBH)<sup>48</sup> pripravljajo temeljno analizo, ki je strankam dostopna brezplačno. Na njihovi spletni strani si je vsak dan mogoče ogledati analizo (dnevnega) tečaja. Pri Iliriki<sup>49</sup> strankam svetujejo pri izboru naložb, poleg drugih storitev pa ponujajo tudi izvedbo prve podaje VP in storitve pri uvedbi VP v javno trgovanje. Poteza<sup>50</sup> ima analize nekaterih podjetij objavljene na spletu, v .pdf obliki.

#### **4.3.4 EVA<sup>TM</sup>**

V tem delu bom povzela ugotovitve Mateja Križaja (2002) o vrednostih EVA<sup>TM</sup> za Mercator. Mercatorjeva vrednost EVA<sup>TM51</sup> je (kakor pri mnogih drugih slovenskih podjetjih) negativna – vrednost EVA<sup>TM</sup> je –2,8 milijona tolarjev (za izračun je uporabil bilanci stanja za leti 1999 in 2000). Iz tega sledi, da Mercator ne pokriva vseh stroškov financiranja. V zadnjih letih sicer redno izkazuje dobiček iz poslovanja, vendar ta ne pokrije stroškov financiranja, torej Mercator (če upoštevamo EVA<sup>TM</sup>) ne posluje s pravim dobičkom.

---

<sup>47</sup> Spletna stran: [www.publikum.si](http://www.publikum.si)

<sup>48</sup> Spletna stran: [www.mbh.si](http://www.mbh.si)

<sup>49</sup> Spletna stran: [www.ilirika.si](http://www.ilirika.si)

<sup>50</sup> Spletna stran: [www.poteza.si](http://www.poteza.si)

<sup>51</sup> EVA<sup>TM</sup> je izračunana kot razlika med čistim dobičkom iz poslovanja po plačilu davka na dobiček in celotnimi stroški, povezanimi z viri financiranja.

## 5. ZAKLJUČEK

Finančni trg pri je malo drugačen od tistega v državah, kjer živijo s kapitalizmom že sto in več let. Država je razdelila premoženje v obliki certifikatov. Nekateri so s preudarnim vlaganjem le-teh (glede na vrednost certifikata) kar precej zaslužili, spet drugi (mednje spadam tudi sama) pa nismo točno vedeli kaj početi z njimi. Ko zdaj premišlujem, bi bilo najbolj pametno vložiti certifikat v ekonomsko trdno in ugledno podjetje. Menim, da so (smo) zdaj posamezniki veliko bolje obveščeni o dogajanju na trgu vrednostnih papirjev, vsaj osnovne informacije lahko vsak dan dobimo iz spremljanja poročil.

Po mojem mnenju za Slovenijo ne moremo reči, da je njen trg učinkovit, morda bi veljala zanj oznaka šibke učinkovitosti. Notranje informacije lahko prinesejo posamezniku (naj) boljše rezultate, vendar ima ta kakor pravi Mayo, dostop do takih informacij samo v podjetju, kjer dela. Ugotovila sem tudi, da mnoge borznoposredniške hiše ponujajo svojim strankam analize podjetij (oz. delnic), predvsem poskušajo najti podcenjene delnice. Iz tega sklepam, da v ceni delnice le niso izražene vse informacije o podjetju in delnici (tako kakor predvideva močna oblika učinkovitosti trga).

Ekonomski kazalniki, ki so bili obravnavani v tej nalogi, sicer nakazujejo dobro stanje podjetja Mercator, povsem drugačne rezultate pa pokaže analiza Economic Value Added, ki jo je opravil Matej Križaj. Mercator ima negativno vrednost EVA, kar pomeni, da ne izpolnjuje vseh pričakovanj svojih lastnikov. Še vedno pa menim, da je možno nekatere rezultate v letnih poročil vsaj po svoje interpretirati, če že ne prirediti. Za primer naj omenim samo nekatera ugledna podjetja v ZDA, ki jih obtožujejo računovodskih nepravilnosti.

Delničarji so z delnico MELR veliko zaslužili, sploh tisti, ki jo imajo že od začetka kotacije. Zaupanje vlagateljem vliva tudi uprava, ki je sam pokupila kar precej delnic. Delnica še vedno prinaša donose. Uprava pa je prepričala vlagatelje tudi z razvojno strategijo (zdaj ko so »zavzeli« Slovenijo, uspešno prodirajo še na trge nekdanje Jugoslavije).

Poslovni sistem Mercator je podjetje z največjim tržnim deležem v trgovini in se tako tudi obnaša. Prav zaradi svoje velikosti in posledično tudi vplivnosti si dovoli marsikaj: številne prevzeme dvomljive zakonitosti, (nezakonito) ravnanje z zaposlenimi in dobavitelji. Služb in odjemalcev, ki pokupijo tako velik del proizvodnje kakor Mercator, res ni veliko, zato še

nihče ni sprožil ustreznih ukrepov. Po drugi strani moram sicer priznati, da zaposlujejo veliko ljudi, v trgovinah pa prodajajo blago večinoma slovenskega izvora.

V Mercatorju so dodobra osvojili slovenski trg, veliki centri so v vseh večjih mestih, kar morda niti ni tako pozitivno, kljub temu pa jih potrošniki hočemo. Kaj nam bo izlet v naravo, ko se gremo lahko sprehajati v Mercatorjev, Sparov ali BTC-center.

Iz člankov časopisov in revij je razvidno, da Mercator službe za odnose z javnostmi ne uporablja za »prave namene«. Kar nekaj člankov (otvoritve centrov, donatorstvo, ...) bi se dalo pripisati Mercatorjevi PR-službi, vendar bi se ta morala ukvarjati še s čim drugim. Njihova naloga bi lahko bila, da pomirijo odnose med zaposlenimi in upravo ter dobavitelji in upravo, da se več ukvarjajo z *aktivnimi javnostmi*, ...

Vedno bolj se mi dozdeva, da bo »Najboljši sosed« kmalu »edini sosed«. Mercator je s konkurenco uspešno opravil, večino so jo kar pokupili. Malo ironičen se mi zdi tudi njihov slogan Najboljši sosed, saj so najbolj zapostavljene prav majhne trgovine v soseskah; najbrž ne prinašajo dovolj denarja, da bi se splačalo vlagati vanje, sploh zdaj ko je toliko Mercatorjevih centrov.

Ne morem trditi, da je gibanje tečaja delnice povezano z dogodki iz okolja. Menim, da so edini, ki imajo »moč« povzročiti padec ali rast delnice (z zaupanjem, ki ga izkažejo z nakupom delnic, in nezaupanjem, ki se odraža v prodajanju delnic), vlagatelji. Ti spadajo v okolje podjetja, vendar predstavljajo le njegov majhen del. Hipoteza, ki bi jo lahko potrdila, bi se glasila, da vlagatelji (oz. vsi tisti, ki aktivno delujejo na trgu vrednostnih papirjev) vplivajo na gibanje tečaja delnic. Pri Mercatorju se je njihova moč pokazala v začetku leta 1998, ko Mercator ni pravočasno objavil izgube.

Hipoteza, da je gibanje tečaja delnice povezano s podjetjem samim, drži. Vlagatelje zelo zanimajo ekonomski kazalniki podjetja (temeljna analiza). To predvidevajo tudi borzoposredniške hiše, ki strankam ponujajo analize podjetij.

Okolje podjetja in cena delnice sta močno povezana. V diplomski nalogi tega sicer nisem statistično dokazala, svoje sklepe sem oblikovala na podlagi objav v medijih in sprememb cen delnice, pri nekaterih sklepih so mi pomagali poznavalci borznega trga, katerih izjave so bile objavljene v člankih na bazi GVIN.

## LITERATURA:

- Banič, Ivo D. (1999): Metode in procesi upravljanja in vodenja strateškega managementa. Fakulteta za družbene vede, Ljubljana.
- Cotlip, Scott M., Center, Allen H., Broom, Glen M. (1994): Effective Public Reations. Prentice-Hall Inc.
- Gruban, Brane; Verčič, Dejan; Zavrl, Franci (1997): Pristop k odnosom z javnostmi. Pristop. Ljubljana.
- Haugen, Robert A. (1993): Modern Investment Theory. Third Edition. Prentice-Hall International Editions.
- Jančič, Zlatko (1999): Celostni marketing. FDV, Teorija in praksa. Ljubljana.
- Jerovšek, Aljoša (1991): Delnice. Analize, strategije, špekulacije, davki. Edicija First.
- Kralj, Janko (1999/3): Analizni prikaz in presojanje podjetja. MER, Revija za management in razvoj: Analiza podjetja in okolja. MER Evrocenter, Maribor.
- Križaj, Matej (2002): Economic value added, merilo za ovrednotenje poslovanja podjetja, seminarska naloga. Fakulteta za računalništvo in informatiko, Ljubljana
- Knez-Riedl, Jožica(1999/3): Analiza delovanja tekmecev. MER, Revija za management in razvoj: Analiza podjetja in okolja. MER Evrocenter, Maribor.
- Mayo, Herbert B. (2000): Investments. An introduction. Sixth edition.The Dryden press, Dryden.
- Mramor, Dušan (1993): Uvod v poslovne finance. Gospodarski vestnik. Ljubljana.
- Mramor, Dušan, Duhovnik, Meta (avtorja) Veselinovič, Draško (urednik) (1995): Modeli vrednotenja dolgoročnih vrednostnih papirjev, Borzni priročnik. Gospodarski vestnik, Ljubljana.
- Mumel, Damijan (1999): Vedenje porabnikov. Ekonomsko-poslovna fakulteta, Maribor.
- Nastran Ule, Mirjana (1994): Temelji socialne psihologije. Znanstveno in publicistično središče, Ljubljana.
- Novak, Božidar (2000): Krizno komuniciranje in upravljanje nevarnosti. Priročnik za krizne odnose z javnostmi v praksi. Gospodarski vestnik, Ljubljana.
- Pratt, Shannon, P. (1989): Valuing a bussines. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. Second edition. Business One Irvin, Illinois.
- Razpet, Aleš (1998):Odnosi z vlagatelji. Teorija in praksa, let. 35, 4, str. 671-685.
- Prohaska, Zdenko (1990); Nacionalni trgi in mednarodni trg kapitala. Univerza Edvarda Kerdelja v Ljubljani, Ekonomska fakulteta Borisa Kidriča, doktorska disertacija.
- Sfiligoj, Nada (1999): Marketinško upravljanje. Fakulteta za družbene vede. Ljubljana.

Svilan, Sibil (1990): Vrednostni papirji; namen in vrste oblikovanje in trgovanje ter upravljanje. Gospodarska založba. Ljubljana.

Štravs, Aleksander Sašo, Ribič, Mirjana, Jagodic, Zvone (1995): Borza vrednostnih papirjev. Novi Forum. Ljubljana.

Ule, Mirjana, Kline, Miro (1996): Psihologija tržnega komuniciranja. Fakulteta za družbene vede, Ljubljana.

Verčič, Dejan (avtor), Lukšič, Igor (urednik) (1995): Interesna združenja in lobiranje, zbornik referatov: Organizacije v odnosih z okolji: Lobiranje kot taktika. Slovensko politološko društvo, Ljubljana.

Veselinovič, Draško (1995): Borzni priročnik. Gospodarski vestnik, Ljubljana.

### **ČLANKI BAZE GVIN:**

(2001): Agrokor objavil prevzem Slobode. Finance, 11. 6., str. 7.

Anžlovar, Petra (1999): Mercator osvaja Gorenjsko. Gospodarski vestnik, 19, 13. 5., str. 29.

Berdnik, Mojca (1998): Očitki Mercatorju niso tako nedolžni. Finance, 18. 2., str. 2.

Berdnik, Mojca (1999): Donosnost trgovskih družb: Prevzemniki so že odkrili rezerve. Gospodarski vestnik, 15. 4., str. 7.

Berdnik, Mojca (1999): Direktorji že krotijo dividende. Gospodarski vestnik, 33, 19. 8., str. 10.

Bertoncelj, Mateja, Godec, Borut (1999): Večina delničarjev Goriške sprejela Mercatorjevo ponudbo. Finance, 12. 3., str. 2.

Bertoncelj, Mateja (1999): Mercator se bliža 30-odstotnemu tržnemu deležu. Finance, 23. 6., str. 2.

Bertoncelj, Mateja (1999): V ponedeljek nova trgovska veriga. Finance, 20. 10., str. 3.

Bertoncelj, Mateja (1999): Dobiček Mercatorja letos 2,5 milijarde. Finance, 10. 12., str. 2.

Bertoncelj, Mateja (2000): Iz Mercatorja letos ne bo dividend. Finance, 8. 3., str. 3.

Bertoncelj, Mateja (2001): Načrtovani odkup Mercatorja odmeva. Finance, 3. 4., str. 3.

Bošnik, Lucija (2000): Dobro obveščeni pravijo. Finance, 24. 11., str. 16.

Bošnik, Lucija (2001): Dobro obveščeni pravijo. Finance, 9. 4., str. 9.

Brstovše, Igor (2000): Nova ponudba za prevzem. Dnevnik, 3. 1.

Cajnkó Javornik, Vita (2001): Novo računovodstvo bo oklestilo dobičke. Finance, 10. 12., str. 3.

Carić, Sandra (2001): Janković nad hrvaške trgovce. Finance, 14. 9., str. 7.

Frankl, Peter (1999): Zokijev veliki žur in triumf. Finance, 11. 10., str. 8.

Fujs, Dejan (1999): Mercator SVS – novi lastnik MS-Centra V Murski Soboti. *Gospodarski vestnik*, 8.7., str. 29.

Galof, Katja (1999): Počitnice so dovoljene le s preseženo normo. *Dnevnik*, 24. 9.

Gerovac, Ksenija (2000): Zoran Janković je revnejši za milijon mark. *Finance*, 12. 5., str. 1.

Gruden, Igo (2001): Borza: Indeks trgovine lani padel za desetino. *Gospodarski vestnik*, 3, 18. 1., str. 20.

Hočevar, Borut, (1998): Janković ima 68.000 delnic Mercatorja. *Finance*, 21. 8., str. 2.

Hočevar, Borut, (1998): »Stop loss« za ministra. *Finance*, 16. 9., str. 20.

Hočevar, Borut, (1998): Mercatorjevo poročilo sprejeto. *Finance*, 18. 11., str. 1.

Hočevar, Borut, (1998): M. Senjur: mesec dni za »Emono Živila«. *Finance*, 9. 12., str. 2.

Hočevar, Borut, Usenik, Boštjan (1998): Kaj bo naslednji Jankovičev »plen«? Goriški Grosist? *Finance*, 18. 12., str. 1.

Hočevar, Borut, (1998): Za Emono Merkur 28.000 tolarjev. *Finance*, 30. 12., str. 2.

Hočevar, Borut, (1999): Ugled na spolzkem parketu. *Manager*, 2, 25. 2., str. 30.

Hočevar, Borut, (2001): Menedžerji nameravajo odkupiti Mercator. *Finance*, 2. 4., str. 3.

(1999) Kaj je novega? *Finance*, 22. 1., str. 1.

Horvat, Anja (2000): Mercator bo odprl največji hipermarket. *Finance*, 28. 1., str. 16.

Horvat, Tatjana (1998): Loka je za Mercator. *Finance*, 18. 11., str. 4.

Horvat, Tatjana (1999): Spodbudni polletni rezultati borznih podjetij.. *Finance*, 21. 7., str. 1.

Jerman, Jože (2000): Mercator načrtuje uvstitev med petdeset največjih trgovskih družb na svetu. *Večer*, 25. 8.

(2000): Kako se delodajalci izognejo plačilu odpravnine? *Večer*, 8. 11.

(2000): Kakovost in odličnost. *Dnevnik*, 10. 10.

Kenda, Albina (1999): Dobro obveščeni pravijo. *Finance*, 11. 6., str. 16.

Kenda, Albina (1999): Mercator in Dolenjka se pogovarjata. *Finance*, 11. 10., str. 3.

Koražija, Nataša (2001): Slovenija v FT: Naš prodor na Balkan so opazili. *Gospodarski vestnik*, 28, 12. 7., str. 45.

Kucuvan, Primož (2001): Analitiki ocenjujejo MELR na 16.500 do 22.400 tolarjev. *Finance*, 28. 8., str. 10.

Lacić, Marjan (2000): Odločitev za postavljanje trgovskih centrov in hipermarketov pravilna. *Dnevnik*, 22. 8.

Lacić, Marjan (2000): Mercator je ob polletju dosegel že več kot 60 odstotkov načrtovanih letnih rezultatov. *Dnevnik*, 25. 8.



Lacić, Marjan (2001): V lanskem letu so v Poslovnem sistemu in skupini Mercator dosegli skoraj vse načrte. Dnevnik, 23. 2.

(1999): Loka odslej Mercator Gorenjska. Dnevnik, 2. 7.

Madić, Sonja (1998): Multipleks na jug z Mercatorjem?. Finance, 13. 2., str. 2.

Marković, Blanka (2001): Mercator naj bi si opomogel. Finance, 12. 6., str. 5.

Meden, Grega (1998): Kratke novice. Gospodarski vestnik, 9, 26. 2., str. 45.

Meden, Grega (1998): Pričakovana cena Gorenja. Finance, 3. 6., str. 4.

Meden, Grega (1998a): Prepričljiva rast tečajev. Finance, 7. 8., str. 4.

Meden, Grega (1998b): Delnice Mercatorja je kupovala uprava. Finance, 7. 8., str. 1.

(1999): Mercator: Kako naj bi proizvajalci in trgovci skupaj tržno nastopali. Gospodarski vestnik, 37, 16. 9., str. 6.

(1999): Mercator z Alpkomercem v Posočju. Dnevnik, 3. 7.

(1999): Mercator uspešen tudi v letošnjem polletju. Večer, 26. 8.

(2001): Mercator in E. Leclerc oglaševala alkohol. Dnevnik, 16. 11.

(2001): Mercator pridobil mednarodno sindicirano posojilo. Dnevnik, 14. 7.

(2001): Mercator v polletju bolje od načrtov. Dnevnik, 11. 8.

Mihajlović, Novica (2001): Mercator: Dividenda 300 SIT. Finance, 15. 5., str. 3.

Nidorfer, Matjaž (1998): Sporazumno brez posojila EBRD. Gospodarski vestnik, 34, 3. 9., str. 25.

Nidorfer, Matjaž (2000): Osebne finance: Janković ostaja v Mercatorju. Gospodarski vestnik, 20, 18. 5., str. 72.

Nidorfer, Matjaž (2000): Izgubljam, a ne prodam. Gospodarski vestnik, 11, 15. 3., str. 16.

Novković, Goran (1998): Združevanje trgovcev: Petelinčki so podivjali. Gospodarski vestnik, 23, 11. 6., str. 18.

(1999): Optimizem ob koncu tedna. Večer, 17. 7.

Pavlovčič, Lidija (1998): Mercator pritiska na dobavitelje. Gospodarski vestnik, 38, 1. 10., str. 21.

Pavlovčič, Lidija (1998): Investicije: Milijarde za tisoče kvadratov. Gospodarski vestnik, 40, 15. 10., str. 4.

Pavlovčič, Lidija (1998): Je milijarda tolarjev dobička premalo? Gospodarski vestnik, 46, 26. 11., str. 21.

Pavlovčič, Lidija (1998): Intervju: Mercator ne pritiska na nikogar. Gospodarski vestnik, 48, 10. 12., str. 4.

Pavlovčič, Lidija (1999): Trojček: Ne gre za trgovinsko vojno. *Gospodarski vestnik*, 3, 21. 1., str. 4.

Pavlovčič, Lidija (2000): Tržni deleži: Konkurenca še vedno ni dovolj učinkovita. *Gospodarski vestnik*, 3, 20. 1., str. 4.

Pavlovčič, Lidija (2000): Povezave: Po pravilih konkurence. *Gospodarski vestnik*, 16, 20. 4., str. 15.

Pavlovčič, Lidija (2000): Mercator: Južni nakupovalni križ. *Gospodarski vestnik*, 47, 23. 11., str. 13.

Petavs, Stane (1998): Rast delnic Mercatorja. *Gospodarski vestnik*, 29, 30. 7., str. 28.

Petavs, Stane (1999): Katera ponudba za prevzem Loke je boljša? *Finance*, 2. 4., str. 7.

(2000) Posojilo Mercatorju za gradnjo trgovskih centrov. *Finance*, 6. 9., str. 6.

(2001) Postopek proti Mercatorju in Sparu. *Večer*, 15. 9.

Pust, Borut ml (2001): SOD in KAD bi prodajala deleža v Mercatorju z javnim zbiranjem ponudb. *Dnevnik*, 16. 6.

(1998) SBI zdrsnil drugič zapored. *Finance*, 11. 2., str. 4.

Sečen, Ernest (1999): Poslovni sistem Mercator s predkupno pogodbo prisoten tudi ob meji s sosednjo Hrvaško. *Dnevnik*, 9. 7.

Smrekar, Tanja (2000): Mercator prodaja nepremičnine in gradi. *Finance*, 22. 11., str. 3.

Šlamberger, Vlado (1999): Prevzem ali sovražen prevzem Loke iz Škofje Loke. *Gospodarski vestnik*, 2, 14. 1., str. 34.

Šlamberger, Vlado (1999): Prijazen prevzem Planike. *Gospodarski vestnik*, 23, 23. 6., str. 97.

Šubic, Petra (1999): Borzna kotacija A: Le redki lastniki razočarani. *Gospodarski vestnik*, 24, 17. 6., str. 19.

Šubic, Petra (1999): Trgovina doma: Jestvina v Mercatorjevem »nakupovalnem vozičku«. *Gospodarski vestnik*, 42, 21. 10., str. 20.

Toplak, Simona (2000): Dobro obveščeni pravijo. *Finance*, 7. 1., str. 5.

(1998): Trgovina doma: Iz Živil prestopila v Mercator. *Gospodarski vestnik*, 40, 15. 10., str. 17.

(2000): Urad za varstvo konkurence (pogojno) soglašja z vrsto prijavljenih koncentracij. *Dnevnik*, 5. 1.

Urbas, Uroš (1999): Dobro obveščeni pravijo. *Finance*, 14. 7., str. 8.

Urbas, Uroš (2001): Ceneje do Mercatorja. *Finance*, 31. 12., str. 19.

Usenik, Boštjan (1998): Mercator naj bi sodeloval z Leclercom. *Finance*, 18. 2., str. 1.

Usenik, Boštjan (1998): V Mercatorju o spremembi statuta. *Finance*, 23. 10., str. 8.

Usenik, Boštjan, Bertoncej, Mateja (1999): Dolenjka ima raje ABC kot Mercator. Finance, 3. 2., str. 8.

Usenik, Boštjan (1999): Bo Živilom vlada rekla ne, Mercatorju pa tokrat da? Finance, 5. 2., str. 1.

Usenik, Boštjan (1999): Mercator Gorenjska že dobiva končno podobo. Finance, 18. 6., str. 5.

(1999): V nadzornem svetu Emone Merkurja odslej tudi Mercatorjev človek. Večer, 23. 6.

Vagaja, Aleksandra (2000): Dobro obveščeni pravijo. Finance, 22. 3., str. 28.

Virant, Marjana (1998): Dobro obveščeni pravijo. Finance, 11. 12., str. 15.

Vizovišek, Slavko (2001): Zoran Janković »Želimo postati največji in najboljši trgovec v štirih ...« Večer, 23. 2.

(1999) Vlada nasprotuje prevzemu Emone Merkurja. Finance, 29. 1., str. 1.

Volčjak, Marija (1999): Gorenjska: Trgovinska vojna se počasi izteka. Gospodarski vestnik, 11, 18. 3., str. 6.

Vuković, Vesna (1999): Nagrajevanje z opcijami je davčno najprijaznejše. Finance, 6. 12., str. 3.

(2000): Zapora cest zaradi cvička. Večer, 9. 11.

Zupanič, Jelka (2000): Gospodarski vestnik je objavil lestvico petdesetih največjih slovenskih ... Večer, 29. 1.

Žerjavič, Peter (1999): Vodstvo RTV Slovenija odgovorilo na očitke sindikalistov o nepravilnostih ... Večer, 13. 11.

## **DRUGI VIRI**

Letno poročilo Mercator d.d. 1998

Letno poročilo Mercator d.d. 1999

Letno poročilo Mercator d.d. 2000

Letno poročilo Mercator d.d. 2001

Publikacija Slovenska varčevalna košarica, izdaja borzno-posredniška hiša Medvešek Pušnik

[www.gvin.com](http://www.gvin.com)

[www.Ilirika.si](http://www.Ilirika.si)

[www.ljse.si](http://www.ljse.si)

[www.ljse.si/StrSlo/Izdajate.htm](http://www.ljse.si/StrSlo/Izdajate.htm)

[www.ljse.si/StrSlo/Izdajate/SezIzdaj/paper.aspxid=MELR](http://www.ljse.si/StrSlo/Izdajate/SezIzdaj/paper.aspxid=MELR)

[www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj.htm](http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj.htm)

[www.mbh.si](http://www.mbh.si)

[www.medvesekpusnik.si](http://www.medvesekpusnik.si)

[www.mercator.si](http://www.mercator.si)

[www.poteza.si](http://www.poteza.si)

[www.publikum.si](http://www.publikum.si)

## **PRILOGA**

Priloga A: Tabele lastniške strukture za leta 1998 - 2001

Priloga B: Tabele kazalnikov za leta 1998 - 2001

Priloga C: Gibanje tečaja delnic MELR in promet za obdobje 1998 - 2001

Priloga D: Bilance stanja in izkaz uspeha za leta 1998 - 2001