

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

ANA PIRC

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

VPLIV INFORMACIJ NA CENE DELNIC

Ljubljana, april 2009

ANA PIRC

IZJAVA

Študent/ka Ana Pirc izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom dr. Aleša S. Berka, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 29.4.2009

Podpis: _____

KAZALO VSEBINE

1	UVOD	1
2	UČINKOVITOST TRGA KAPITALA	2
3	INFORMACIJE O MAKROEKONOMSKIH DEJAVNIKIH	4
3.1	SPREMEMBA OBRESTNE MERE	5
3.1.1	<i>Primeri spreminjanj obrestnih mer ameriške in evropske centralne banke</i>	6
3.2	GOSPODARSKA RAST	6
3.2.1	<i>Primeri različnih držav</i>	7
3.3	INFLACIJA.....	8
3.3.1	<i>Inflacija po svetu</i>	8
3.4	POLITIČNI DEJAVNIKI	8
3.5	DEVIZNI TEČAJI	9
4	INFORMACIJE O SPREMEBAH CEN SUROVIN	10
4.1	KMETIJSKI PRIDELKI	11
4.2	ZLATO.....	11
4.3	NAFTA.....	12
5	INFORMACIJE O POSLOVANJU PODJETJA IN DELITVI DOBIČKA	13
5.1	DIVIDENDNA POLITIKA	15
6	INFORMACIJE O ZDRUŽITVAH IN PREVZEMIH PODJETIJ	16
6.1	ZDRUŽITVE PODJETIJ	17
6.2	PREVZEMI PODJETIJ.....	18
7	NOTRANJE INFORMACIJE IN ŠPEKULACIJE	19
7.1	NOTRANJE INFORMACIJE.....	19
7.2	ŠPEKULACIJE.....	21
8	VPLIV MEDIJEV	22
9	VEDENJSKE FINANCE	23
10	SKLEP	24
	LITERATURA IN VIRI	27

KAZALO TABEL

Tabela 1: Donosi investicij v obdobju marec 2000 - januar 2008 po svetu	10
---	----

KAZALO SLIK

Slika 1: Oblike prevzemov podjetij.....	16
Slika 2: Primerjava donosov posnemovalcev notranjih lastnikov in indeksa SBI 20 v letu 2004 (v EUR)	20
Slika 3: Javnost v procesu komuniciranja s finančnimi javnostmi	23

1 UVOD

Približno do leta 1995 so imele velike organizacije prednost pred majhnimi vlagatelji, ki so se težko dokopali do informacij. Po razširitvi uporabe svetovnega spleta se je stanje močno spremenilo. Računalniki so postali poceni, vse informacije pa stalno dostopne uporabnikom. Vlagatelji se lahko neprestano in brezplačno informirajo o monetarni politiki, zgodovini delniških trgov, zlatu, manipuliranju z inflacijo in o ostalih ekonomskih temah. Poleg tega navaja Razpet (2003) ima danes naključni vlagatelj več informacij, kot jih je imel najbolj poučeni vlagatelj pred malo več kot desetimi leti (Razpet, Tič Vesel & Verčič, 2003, str. 54). Prav institucionalni vlagatelji zaradi velikega obsega naložb, s katerimi gospodarijo, in zaradi nagnjenosti k trgovanju najbolj vplivajo na cene delnic.

Delnice so danes priljubljena oblika investiranja in varčevanja posameznih vlagateljev. Na dolgi rok so zelo donosna finančna naložba, poleg tega pa so tudi ena izmed bolj tveganih naložb. Vlagatelji se morajo zato pred investiranjem pozanimati, kaj se s podjetjem, katerega delni lastniki postanejo po nakupu, dogaja. Zavedati se morajo, da je gibanje cen odvisno od številnih dejavnikov, ki vplivajo na nihanja na finančnem trgu. Nihče pa ne more z zadovoljivo mero natančnosti napovedati, kaj se bo z delnicami nekega podjetja zgodilo jutri, še manj pa, kaj čez dvajset let. Verjetnost, da se bo cena znižala, je enaka verjetnosti, da se bo zvišala. Problematična so predvsem kratkoročna obdobja, saj prav ta vplivajo na donosnost v krajšem obdobju in tudi cela vrsta naključnih dejavnikov, ki jih je izjemno težko napovedati. Pomembno vlogo pri teh obdobjih ima tudi vedenje (psihologija) vlagateljev, kar obravnava področje vedenjskih financ.

Gibanja tečajev na posameznih trgih kapitala v svetu so danes med seboj močno povezana in tako spremembe na enem trgu povzročijo spremembe tudi na drugih trgih. Vzrok je v globalizaciji, ki jo je pospešila internetna povezanost. Prav zaradi tega mora posamezni vlagatelj spremljati, kaj se dogaja s podjetji po vsem svetu in ne le v domačem okolju. V nekaterih državah se določeni ukrepi države ali podjetja bolj odražajo v spremembi cen kot v drugih državah. To je odvisno od urejenosti držav in od njihove stabilnosti.

V diplomskem delu sem se osredotočila na pregled glavnih dejavnikov, ki vplivajo na spremembe cen delnic. Pogledala sem, kaj vpliva na ponudbo in povpraševanje po delnicah, saj imata ravno ponudba in povpraševanje velik vpliv na cene na trgu.

Kapitalski trg je v času današnjega hitrega napredka zelo zasičen z informacijami. Vlagatelji se zato soočajo z veliko količino informacij. Analizirati morajo novice v dnevnem časopisju, v revijah in ostalih tekstovnih gradivih. Nekatere od teh informacij so za gibanje cen delnic bolj pomembne, druge pa manj. Namen diplomske naloge je predstaviti in spoznati informacije, ki so pri oblikovanju cen delnic pomembnejše.

Cilj naloge je ugotoviti, katere informacije analizirati pred začetkom trgovanja z delnicami in ali lahko z vsemi razpoložljivimi informacijami ugotovimo, kako se bodo gibale cene delnic v prihodnosti.

Diplomska naloga je sestavljena iz sedmih poglavij. Na začetku sem predstavila učinkovitost trga kapitala. Predvsem sem se osredotočila na informacijsko učinkovitost, saj le-ta neposredno zadeva mojo temo. V tretjem poglavju sem pregledala nekatere makroekonomske dejavnike, ki vplivajo na gibanje cen delnic. Teh makroekonomskih dejavnikov je več, v diplomskem delu pa sem se oprla samo na najpomembnejše. Najprej sem predstavila primere,

ko se spremenijo obrestne mere v državi, poleg pa sem opisala še primera spreminjanja obrestnih mer ameriške in evropske centralne banke. Prav tako sem iz različnih državah skušala predstaviti še različne stopnje gospodarske rasti in inflacije, ki vplivata na gibanje cen delnic. V sklopu makroekonomskih dejavnikov sem na koncu podala še predstavitev, kako na to vplivajo razni politični dejavniki in valutni tečajji. V četrtem poglavju sem se posvetila gibanju cen, ki ga povzročijo informacije o spremembah cen surovin, zlasti kmetijskih pridelkov, zlata in nafte. V petem poglavju sem skušala pojasniti vpliv notranjih informacij in špekulacij na gibanje cen delnic, v šestem poglavju pa sem podrobneje analizirala združitve in prevzeme podjetij, zlasti najave združitvev in prevzemov v medijih. Nato sem opisala informacije, ki zadevajo poslovanje podjetij in delitev dobička in analizirala, kako na vse to vpliva poročanje medijev. Nato sem skušala vsa poglavja povezati še z vedenjskimi financami in vplivom psihologije na spreminjanje cen delnic. Diplomsko delo sem končala s sklepom o tem, kako informacije vplivajo na cene delnic in katere informacije vplivajo bolj ter katere manj.

2 UČINKOVITOST TRGA KAPITALA

Raziskovanje teorije učinkovitosti trga kapitala ima dolgo zgodovino. Njeni začetki segajo na konec 19. oziroma na začetek 20. stoletja. Različni ekonomisti so podali teorijo učinkovitega trga kapitala, zato se teorije med seboj malce razlikujejo. Dejstvo pa je, da je učinkovitost trga kapitala pomembna informacija; tako za vlagatelje na trgu kapitala kot tudi za finančne ustanove.

Učinkovitost trga kapitala lahko analiziramo z različnih vidikov. Trg kapitala je lahko alokacijsko, informacijsko in delovno učinkovit. Trg kapitala, ki je učinkovit v vseh treh oblikah, lahko imenujemo popoln trg kapitala (Deželan, 1996, str. 5). Trg kapitala je *alokacijako učinkovit*, ko so cene oblikovane tako, da izenačijo mejno donosnost, prilagojeno za tveganje, za vsa podjetja in gospodinjstva. Za alokacijsko učinkovitost trga morata veljati operativna in informacijska učinkovitost. Trg je *operativno učinkovit*, če na trgu ni stroškov prenosa sredstev. *Informacijska učinkovitost* pomeni, da sedanje cene popolnoma in neprestano odražajo vse razpoložljive informacije (Copeland, Weston, 2005, str. 353).

Ker je za našo analizo pomembna samo informacijska učinkovitost trga kapitala, se bom v nadaljevanju osredotočila samo nanjo. Trg kapitala je lahko informacijsko učinkovit, četudi ni popoln. Če je trg informacijsko učinkovit, to pomeni, da ni stroškov pridobivanja informacij in da vsi udeleženci istočasno dobivajo vse informacije.

Najbolj dovršeno definicijo učinkovitega trga kapitala, da se informacije tekoče vgrajujejo v cene, je podal Malkiel (1992): »Trg kapitala je učinkovit, če popolnoma pravilno odraža vse informacije, ki so pomembne za oblikovanje cen vrednostnih papirjev. Pravimo, da je trg učinkovit glede na informacijski niz, če cene delnic ostanejo nespremenjene v primeru, da se informacija razkrije vsem udeležencem. Trg je učinkovit, če je na podlagi informacijskega niza nemogoče doseči dobiček.« (Malkiel, 2003, str. 5).

Fama (1970, str. 383) je učinkovitost trga kapitala (v svojem prvem delu iz leta 1970) razdelil na tri stopnje:

- *Šibka učinkovitost trga* je tista, kjer so v cenah delnic vse pretekle informacije. Gre predvsem za dokazovanje obstoja vzorcev v gibanju cen in pa za uspešnost le-teh vzorcev. Tudi vlagatelji pri šibko učinkovitem trgu investirajo na podlagi preteklih cen

vrednostnih papirjev. Posledica šibke učinkovitosti pa je, da ne more voditi do realizacije nadpovprečne donosnosti.

- *Srednja učinkovitost trga* je tista, kjer cene delnic vsebujejo vse javno dostopne informacije. Pod te informacije štejemo tudi informacije o preteklem gibanju cen delnic, kar je značilno za šibko učinkovitost in pa še informacije o proizvodnih programih, kakovosti managementa, informacije iz finančnih izkazov...
- *Močna učinkovitost trga* je tista, kjer cene izražajo vse pomembne informacije, torej tudi notranje informacije. Močna teorija se sklada s splošno opredelitvijo učinkovitega trga kapitala, ki pa v resnici ne obstaja.

Če velja močna učinkovitost, potem velja tudi srednje močna in če velja srednja, velja tudi šibka oblika učinkovitosti (LeRoy, 1989, str. 1592).

Hipoteza, da so vse informacije upoštevane v ceni delnice, je zelo nerealna. Trg je popolnoma učinkovit smo v primeru, da so informacije brezplačne, vendar se v tem primeru trg ne oblikuje, saj vsi pričakujejo enako prihodnjo ceno vrednostnega papirja (Grossman, 1980, str. 404). Tako je bolj realistična Fama izjava: »Trg kapitala je učinkovit, če cene odražajo informacije do točke, kjer mejna koristnost uporabe informacije (dosežen dobiček) ne presega mejnih stroškov« (Fama, 1991, str. 1575).

Da je trg kapitala popolnoma učinkovit, veljajo naslednji pogoji (Aver, Petrič & Zupančič, 2000, str. 305):

- ni transakcijskih stroškov,
- ni davkov,
- obstaja veliko število kupcev in prodajalcev, posameznik ne vpliva na ceno vrednostnega papirja,
- vsi posamezniki in podjetja imajo enak dostop do trga in informacij.

Hipoteza učinkovitega trga kapitala torej pravi, da cene delnic na trgu že vsebujejo vse relevantne informacije in tako odražajo prepričanje, da je na trgu še veliko obetov za prihodnost. To pa pomeni, da tega trga ni mogoče konsistentno premagovati z uporabo informacij, saj te informacije trg že pozna. V praksi to pomeni, da če prebereš v dnevnih novicah, da se npr. prodaja nekega podjetja poveča za petdeset odstotkov, ti ta informacija ne pomeni prav veliko, saj je poleg tebe to novico prebralo še veliko ostalih vlagateljev, kar se odrazi v novi ceni delnice. Pri omenjenem primeru je gibanje cene odvisno od tega; ali je bilo to povišanje pričakovano ali ne. Če je bilo pričakovano, je že všteto v ceno in bo tako cena delnice padla. Načeloma pa velja, da se tržna cena delnice ponavadi prilagodi že pred objavo informacije, včasih pa šele po njej. Na učinkovitem trgu kapitala se vlagatelji odločajo za investiranje v delnice takoj, ko je na voljo kakršnakoli nova informacija, ki nakazuje podcenjenost delnice oz. pove, da je podjetje v vzponu. Zaradi množičnega povpraševanja po teh delnicah se njihova cena zviša.

Nobeden izmed trgov kapitala v praksi ni stoddostno učinkovit. Na trgu so obdobja, ko večina vlagateljev sploh ne trguje racionalno in tudi ne upošteva razpoložljivih informacij na trgu, ali pa jih uporabi z manjšim zamikom. Poleg tega imajo pomembno vlogo tudi notranje informacije, ki so prisotne na trgu, četudi so nezakonite in lahko povzročajo močne premike na trgu kapitala. Če bi bil trg kapitala sto odstotno učinkovit, se ne bi smeli pojavljati nepričakovani skoki vrednosti delnic, torej tudi po tem vidimo, da tak trg v realnosti ne obstaja.

Učinkovitost trga kapitala je pomembna za uspešno gospodarstvo, saj varčevalci vlagajo svoja sredstva v podjetja prav preko kapitalskih trgov. Učinkovitost trga kapitala jim zagotavlja, da so sredstva učinkovito razporejena v najbolj donosne projekte, ki povečujejo dobičke in s tem višajo cene delnic, kar je v interesu vlagateljev.

V praksi poznamo številne modele, ki nam pomagajo testirati informacijsko učinkovitost trga kapitala. Čeprav ti modeli ne morejo bit stoodstotno zanesljivi, ker so na trgu še vedno prisotni nepredvidljivi dejavniki, ki jih ne moremo napovedati z nobeno analizo oziroma modelom. Najpogosteje uporabljena modela sta temeljna in tehnična analiza. Pri **tehnični analizi** gre za napovedovanje gibanja cen določenega finančnega instrumenta s proučevanjem ekonomskih in ostalih dejavnikov, ki vplivajo na ponudbo in povpraševanje. Tu nas torej zanima strategija in kakovost podjetja, preteklo poslovanje, konkurenti in napovedi poslovanja v prihodnosti. S tehnično analizo predpostavljamo, da preteklo gibanje cen vrednostnih papirjev vsebuje informacije, na podlagi katerih lahko sklepamo, kako se bo gibala cena v prihodnosti. Z metodo tehnične analize torej napovedujemo gibanje prihodnjih cen s preučevanjem grafikonov, na katerih so navedena pretekla gibanja tečajev. Pri tem sklepamo, zgodovina se ponavlja, da se bodo cenovni vzorci iz preteklosti nadaljevali tudi v prihodnosti. Pri omenjeni analizi je velikega pomena tudi količina papirjev, ki analitiku pokažejo likvidnost trga. Pri **temeljni analizi** pa gre za analizo posameznih sklopov poslovanja in izdelave notranje vrednosti delnice. Z njo hočemo določiti pravo vrednost vrednostnega papirja in možnost razvoja podjetja. Pomembne so tudi vremenske razmere ter gospodarske in politične razmere v državi. Pomemben del analize predstavljajo primerjave s konkurenčnimi podjetji v panogi. Temeljna analiza natančneje proučuje vzroke gibanja cen. Najpogosteje zastavljeni vprašanji pri temeljni analizi sta, zakaj se je nekaj zgodilo, oziroma zakaj se bo nekaj zgodilo. Gre torej za raziskave, kaj bi se moralo dogajati na trgih. Na podlagi teh dveh analiz dobimo realno vrednost vrednostnega papirja in se s tem lahko odločimo, ali je papir precenjen ali podcenjen, kar nam koristi pri želenem nakupu, saj bomo papir raje kupili, ko je podcenjen - in tako za isto vsoto denarja dobili več enot - in ga prodali, ko bo precenjen. Tako bomo gotovo imeli večji kapitalski donos, kar je tudi cilj vsakega vlagatelja.

Pomemben del učinkovitosti trga kapitala je tudi hitrost širjenja informacij. Informacije se namreč razkrijejo in so takoj upoštewane pri oblikovanju cen. Če je odziv trga hiter, ima le malokdaj priložnost doseganja nadpovprečne donosnosti. Takrat lahko rečemo, da je trg zelo učinkovit. Če je proces odzivanja na novo informacijo dolgotrajen, pa je priložnosti več oziroma trajajo dalj časa, trg pa je manj učinkovit (Mramor, 2000, str. 343).

3 INFORMACIJE O MAKROEKONOMSKIH DEJAVNIKIH

Povišano ekonomsko rast in pričakovano povečanje povpraševanja po proizvodih in storitvah, povzročijo podjetja s svojim povišanim denarnim tokom. Udeleženci na delniških trgih opazujejo ekonomske indikatorje, kot so: zaposlenost, BDP, trgovska prodaja in osebna potrošnja, ker so ti indikatorji lahko signalna informacija za povečano ekonomsko rast.

Značilno za delnice je to, da vsebujejo del tveganja, ki ga ni moč odpraviti z razpršitvijo. To tveganje je posledica splošnih dejavnikov, ki vplivajo na donosnost delnic v določeni državi. Med te dejavnike sodijo predvsem makroekonomski dejavniki, pa tudi politične razmere in veliki nepredvidljivi dogodki, ki prizadenejo gospodarstvo. Pri teh dejavnikih je pomemben faktor ta, da posamezno podjetje nanj nima vpliva in da ti dejavniki delujejo na vsa podjetja v

nekem gospodarstvu oziroma na nekem finančnem trgu. Ekstremni dogodki so zelo redki dogodki, njihov vpliv na finančni trg pa je zelo velik.

Na splošno velja, da ugodne informacije o ekonomskih trendih povzročijo pritisk na povečanje vrednosti podjetja. Vedeti pa moramo, da se ukrepi monetarne politike na makroekonomski in podjetniški ravni odrazijo z zamikom. Pogosto se na finančnih trgih zgodi, da je gibanje tečajev ravno nasprotno od gospodarskih kazalcev, kajti gospodarska evforija lahko prinese višje obresti zaradi nevarnosti inflacije in slabšo likvidnost.

Čeprav posegi države niso vedno učinkoviti, so v večji meri posledica interesov politikov, predstavnikov držav, ki skušajo na najrazličnejše načine spodbujati svoja podjetja in celotno gospodarstvo (Stergar, A, 2001, str. 14).

3.1 SPREMEMBA OBRESTNE MERE

Na obrestno mero vpliva centralna banka in s spreminjanjem obrestne mere zagotavlja lažje vodenje gospodarskega razvoja države. Poleg tega mora centralna banka skrbeti še za stabilnost denarja, oziroma za stabilnost cen in tečaja valute.

Monetarna politika centralne banke je pomembna za posameznega varčevalca, saj njena politika neposredno vpliva na razvoj obrestnih mer in s tem na tečaje delnic. Centralne banke po svetu so v veliki meri naravnane na to, da z višanjem obrestne mere uravnavajo inflacijo, z nižanjem pa stimulirajo gospodarsko rast.

Obrestne mere se na denarnem trgu nenehno spreminjajo, in sicer kot posledica tržne ponudbe in povpraševanja po denarju, izhodiščnih obrestnih mer centralne banke za posojila bankam in druge instrumente denarne politike, stopnje mednarodne mobilnosti kapitala ter druge spremembe makroekonomskih razmer (Berk, Petelin & Ribarič, 2005, str. 204).

Pomembno vlogo pri izbiri oblike vrednostnega papirja ima zato višina obrestne mere na kapitalskem trgu. Spremembe obrestnih mer namreč močno vplivajo na gibanje tečajev delnic. Če je obrestna mera visoka, bodo vlagatelji vlagali v obveznice, saj jim ta oblika naložb prinaša relativno visok donos pri dobrih obrestnih merah in nizkemu tveganju. V primeru nižje obrestne mere pa se bo del prihrankov, ki je bil v obliki bančnih vlog in ostalih dolžniških finančnih instrumentov, preselil v delnice. Višje povpraševanje po delnicah bo povzročilo, da se bo povišala cena delnice kot finančne naložbe.

Razmerje med ceno delnice in obrestno mero ni konstantno skozi čas. Večina največjih delniških trgov je naklonjenih dogajanju v času, ko obrestne mere rastejo. Če so vsi drugi kazalci nespremenjeni, pa višje obrestne mere pomenijo manjšo likvidnost.

Zaradi nižje obrestne mere se povečujejo investicije podjetij, kar povečuje dobičke in krepi borzni trg. Nizka obrestna mera na koncu preko šibke valute povečuje konkurenčnost gospodarstva in preko izvoza povečuje gospodarsko rast.

Pri spremembi obrestne mere se moramo zavedati, da je to tveganje, na katerega vlagatelj sam ne more vplivati. Z razpršitvijo svojega portfelja in pa s kratkoročnim zavarovanjem ga sicer lahko omeji, vendar ga ne more popolnoma odpraviti. Določeno informacijo glede ocene gibanja spremembe obrestne mere nam da podrobnejša analiza npr. o stopnji brezposelnosti in pa o proračunskem primanjkljaju.

Vlagatelj pričakuje, da bo v prihodnosti prišlo do določen spremembe obrestne mere in te pričakovane spremembe zanj ne pomenijo tveganja, saj jih upošteva že pred nakupom vrednostnega papirja. Tveganje za vlagatelja predstavljajo spremembe tistih obrestnih mer, ki jih ne pričakuje.

Vzroke za vpliv spremembe obrestne mere na ceno delnic moramo iskati v spremembah tržnih obrestnih mer, ki posledično povzročijo spremembo vseh cen, ki so povezane z njo. V najmanjši meri je podjetje tovrstnemu tveganju izpostavljeno, če svoje poslovanje financira izključno z lastniškim kapitalom. Za tako financiranje pa se podjetja odločajo redko, saj imajo s tem visok strošek kapitala, kar pomeni, da podjetje ne izkorišča optimalno poslovnih priložnosti (Berk, et al., 2005, str. 206). Trenutno stanje v svetu glede obrestnih mer je tako, da je zaradi splošnega nezaupanja na trgu denar drag; in kot pravijo dobro obveščeni, bo še dražji.

3.1.1 Primeri spreminjanj obrestnih mer ameriške in evropske centralne banke

V zadnjem času je v vzponu trajajoča kriza s propadanjem hipotekarnih posojil, ki je močno prizadela tudi Evropo. Kot največjo posledico poznavalci navajajo upočasnitev svetovne gospodarske rasti. V razvijajočih trgih in državah v razvoju posledic ameriške hipotekarne krize ne občutijo tako močno in zato se tam rast ne zmanjšuje.

Ker so borzni vlagatelji zaradi trajajoče krize preplašeni, je odziv ameriške centralne banke (FED) tak, da le-ta vodi agresivno monetarno politiko, s hitrim zniževanjem obrestne mere in čedalje večjim obsegom denarne mase v obtoku. Za to potezo so se odločili, da zaustavijo nazadovanje gospodarske rasti in povrnejo zaupanje v finančne trge. Spremembe v borznih indeksih pa je zaznati že takoj po objavi novice o znižanju obrestnih mer in sicer indeks Dow Jones je ob znižanju obrestne mere za 0,25 odstotne točke, napredoval kar za tristo točk, v dveh dneh po objavi (Index Informations, 2009).

Tudi trenutne razmere v Evropski uniji (EU) podobno kot v ZDA niso najboljše. Strmo naraščanje cen ob povišani količini denarja v obtoku sta glavna razloga, da Evropska centralna banka (ECB) ne more zniževati ključne obrestne mere in na ta način pospešiti rasti evropskega gospodarstva. Prvi cilj ECB namreč še vedno ostaja stabilnost cen ter finančnega sektorja. Vendar je kljub temu neizbežno znižanje ključne obrestne mere ECB zaradi občutno upočasnjene gospodarske rasti evroobmočja v letu 2008. Vprašanje je le, kako hitro in agresivno bo to znižanje.

3.2 GOSPODARSKA RAST

Bruto domači proizvod (BDP) je makroekonomska kategorija, s katero države izkazujejo ekonomsko moč svojega gospodarstva. Gre za tržno vrednost vseh končnih proizvodov in storitev, ki jih je ustvarilo gospodarstvo neke države v enem letu.

Podatek o gospodarski rasti države je pomembno analizirati pred začetkom vlaganja v vrednostne papirje te države. V to analizo sodi stanje celotnega gospodarstva, kot je na primer mednarodna in domača konjunktura, analiziranje gospodarskih indikatorjev, gospodarska politika, itd.

Če je gospodarstvo dobro ocenjeno, se bo ta ocena zrcalila tudi v tečaju delnic posameznih podjetij. Če pa je gospodarski položaj določene države slab in so tudi napovedi za prihodnost slabe, bodo v to državo investirali le tveganju naklonjeni vlagatelji.

Ko je v državi stopnja BDP visoka, ljudje veliko vlagajo v naložbe. Tako se poveča povpraševanje po delnicah in posledično se zviša cena delnic. V času nizke stopnje BDP je slika ravno obratna in cene delnic padejo. Da pa temu ni vedno tako, je primer Kitajska, kjer so bile delnice kar pet let pred letom 2006 šibke, kljub izjemni gospodarski rasti. Ta primer nam dokazuje, da na cene delnic ne vpliva samo gospodarska rast, temveč še številni drugi dejavniki (The world factbook, 2008).

3.2.1 Primeri različnih držav

V svetu so velike razlike med državami v stopnji gospodarske rasti. Po podatkih IMF znaša svetovna gospodarska rast 5,2 odstotka (Report for selected countries and subjects, 2008) in je še vedno nadpovprečna. Tako visoka rast je posledica močne rasti razvijajočih trgov. Tako imamo na eni strani razviti svet, kjer se te stopnje gibljejo okrog 2 odstotka, medtem ko imajo države v razvoju, s katerimi mislim predvsem azijske države, kot so Kitajska (preko 11 odstotkov) in Indija, precej višje stopnje, ki dosegajo tudi okrog 10 odstotkov. Prav omenjeni dve državi se vse bolj uveljavljata kot motorja svetovne rasti. V razvitem svetu se je stopnja gospodarske rasti v splošnem v zadnjem času (zaradi finančne krize) znižala (Report for selected countries and subjects, 2008).

Ameriško gospodarstvo se že nekaj časa sooča s številnimi težavami, kot so visok proračunski primanjkljaj, težave v nepremičninskem sektorju ter padajoči dolar. Vendar je ameriška gospodarska rast kljub padajočemu potrošniškemu zaupanju še vedno sorazmerno močna. Največ k njeni rasti pripomore povečana osebna poraba (+3 odstotke), povečan izvoz (+16,2 odstotka) ter povečane tuje investicije podjetij (+7,9 odstotkov) (The world factbook, 2008). Ker je glavni motor ameriške gospodarske rasti potrošniška poraba, lahko sklepamo, da se bo v prihodnje zaradi naraščajočih cen hrane in energije, zmanjšalo zaupanje potrošnikov, kar bo imelo za posledico upočasnitev ameriške gospodarske rasti.

V državah EU se gospodarska rast prav tako zmanjšuje, glavne vzroke pa lahko iščemo v svetovni finančni krizi, v izjemno močnem evru ter visokih cenah hrane in nafte. Prav tako kot v ZDA se tudi v EU pričakovanja s strani analitikov glede gospodarske rasti v letu 2008 gibljejo okrog 2 odstotka. Ocene analitikov glede prihodnjih gospodarskih rasti so torej precej pesimistične. Po njihovih ocenah bodo visoke cene energije in hrane znižale razpoložljive prihranke gospodinjstev za približno tri četrtine, kar se bo kazalo v manjši potrošnji in posledično nižji gospodarski rasti, posledica tega pa je padec evropskih delniških indeksov in cen delnic.

Kot torej vidimo, je v razvitem svetu že dalj časa gospodarstvo v negativnem trendu, zato je v prvem četrtletju leta 2008 bil v veliki meri ta trend že vnesen v trenutne cene na trgu vrednostnih papirjev.

Indija je drugo najhitreje rastoče narodno gospodarstvo sveta in ima deseti najvišji BDP, hitreje od nje raste le kitajsko gospodarstvo. Vendar ima Indija kot gospodarsko področje nekaj prednosti pred Kitajsko. Predvsem naj tu poudarim širok angleško govoreči srednji sloj, ki je sorazmerno dobro izobražen. Indija ima dobro razvit tudi finančni sistem s preko 6.000 podjetij, ki kotirajo na borzi. Tako je po standardu precej bližje razvitim državam kot

netransparentna Kitajska. Na indijskem delniškem trgu je veliko prilivov sredstev tako domačih kot tujih vlagateljev, ki potiskajo cene delnic navzgor.

3.3 INFLACIJA

Inflacija je pojav splošne rasti cen proizvodov in storitev. Lahko gre za enkratni dvig cen ali pa je rast cen prisotna dalj časa. Inflacija je ekonomsko in socialno nezaželen pojav, zato si države prizadevajo za čim nižjo inflacijo. Vendar pa je minimalna inflacija zaželena, saj če bi bila inflacija nič bi to v resnici pomenilo, da je evro, ki ga nekdo zasluži danes, enako vreden tudi jutri. S tem, ko inflacija raste, ljudje izgubljajo kupno moč.

Inflacija se pojavi, ko je ponudba denarja prevelika in je po njem premajhno povpraševanje. Tudi denar, ki ga hranimo na bančnih računih, lahko izgubi vrednost, če inflacija raste hitreje kot prihodki, kar povzroči zmanjšanje realne kupne moči. Tveganje povišane inflacije je precej predvidljivo in ni tako kratkoročno spremenljivo. Sprememba inflacijske stopnje lahko povzroči nihanje tečajev na borzi, to nihanje pa je lahko minimalno ali pa drastično. Nizka stopnja inflacije znižuje zajamčene donose, to pa hkrati podpira rast cene delnic. Novi vlagatelji prihajajo na trg, stari pa investirajo več, da podprejo vrednost cen obstoječih naložb. Zniževanje inflacije torej pozitivno vpliva na vlaganje v trg vrednostnih papirjev, torej na kapitalni trg. Seveda pa je višja stopnja inflacije motivacija za vlagatelje v tiste sklade in delnice, ki se hitro odzovejo na padec cen vrednostnih papirjev. V času inflacije, ko ljudje obupujejo nad visokimi cenami hrane, imajo delnice, ki vlagajo v kmetijske izdelke veliko prednost, saj njihovi tečaji naraščajo.

3.3.1 Inflacija po svetu

ZDA so se od sredine leta 2004 soočale z naraščajočo inflacijo. Najvišjo raven je dosegla v prvem delu leta 2006, ko je bila praktično ves čas nad 3,5 odstotki. FED se je tako odločil za ukrep z dvigom obrestnih mer in s tem uspel inflacijo umiriti in jo skoraj prepoloviti. V zadnjem času pa se kot posledica višjih cen nafte in hrane, inflacija zopet postopno povečuje (The world factbook, 2008).

Prav tako je stanje tudi v EU, kjer je tudi prisotna naraščajoča inflacija, ki vztraja na zgodovinsko visokih nivojih, le da jo ECB ne skuša znižati z zniževanjem obrestne mere, da bi ublažil inflacijske pritiske na cene. Kot posledica trenda inflacije in bojazni glede zviševanja obrestnih mer sta trga v ZDA in EU v zadnjem času doživela pomembno korekturo.

Tudi kitajski in indijski delniški trg nista imuna na inflacijo, ki je trenutno trajno visoka. Tako je delniški trg zaznal upad tečajev v skoraj vseh panogah, najbolj prizadeta pa je bila nepremičninska.

3.4 POLITIČNI DEJAVNIKI

Pomembno vlogo pri razvoju vsake države imajo politični dejavniki v državi. Država bi morala biti generator gospodarstva in usmerjanje svojega nadaljnjega razvoja. V primeru, da imajo ljudje zaupanje v politike, lahko le-ti veliko naredijo za gospodarsko klimo in zaupanje ljudi. Država ima s svojo politiko velik vpliv na stanje v gospodarstvu in s tem na cene delnic.

Vpliv ima tako v razvitih kot manj razvitih gospodarstvih. Večji vpliv ima v manj razvitih gospodarstvih, saj ima tu svoje predstavnike in deleže v gospodarstvu. Prav s temi deleži politika vpliva na to, kako deluje podjetje.

Ponavadi volitve prinesejo negotovost na trg, zaradi česar začnejo cene delnic padati. V dvajsetem stoletju pa je prišlo do preobrata, saj so se po večini volitev cene delnic povišale. Še največ sprememb se pojavi, ker si stranke močno prizadevajo za uspeh in v tej evforiji lahko politiki manipulirajo z javnostjo, kar pa ima za posledico skoke na delniških trgih. Lep primer tega, kako volitve vplivajo na cene delnic, so bile majske predčasne volitve v Srbiji, kjer je zmagala proevropska koalicija, kar je povzročilo močan skok beograjskega Belexa za trinajst odstotkov višje; in to ravno v času, ko so po drugih državah prevladovale izjemno slabe razmere na finančnih trgih. Seveda naj tukaj omenim še, da so bile to v Srbiji izredne razmere, saj je bilo skoraj vojno stanje, kar je povzročilo še večji skok kot v normalnih razmerah. Zaradi negotovih razmer je bilo stanje tako, da vojne niso mogli točno napovedati, njihovi učinki na trgih kapitala pa so bili veliki (Expanding market, 2008).

Davki krojijo gospodarski razvoj države, obenem pa določajo politiko investiranja denarja, zato je poznavanje davkov in davčne politike zelo pomembno pri izbiri oblike naložbe denarja in tudi pri izbiri borze ali države. Denar se praviloma seli v tiste države, kjer so davki nižji. Poleg tega so davki tisti, ki stimulirajo neko vrsto naložb (Jerovšek A., 1991, str. 152). Tako lahko omenjeni davčni dejavniki vplivajo na cene delnic. Napovedi davčnih sprememb vnesejo nemir na borze in potrdijo negotovosti trenutnih zakonov. Ker večina vlagateljev temu ne pripisuje posebnega tveganja, je močan odziv na napovedane spremembe pričakovan, pričakovano pa je tudi, da bodo v teh razmerah nekateri vlagatelji odšli na druge borzne trge. Kot primer velikega padca tečajev delnic lahko navedem primer iz Slovenije, leta 1999. To je bilo na Ljubljanski borzi tranzicijsko obdobje. V času od 19. februarja 1999 do 1. julija 1999 je bil na Ljubljanski borzi zabeležen padec indeksa SBI za 14,7 odstotkov, kot najverjetnejši razlog pa se navaja uvedba DDV (Kleindienst, 2001, str. 161).

3.5 DEVIZNI TEČAJI

Devizni tečaj je cena tujega denarja izražena v domači valuti. Dandanes je devizni trg eden izmed najbolj integriranih globalnih finančnih trgov, kjer se srečujeta ponudba in povpraševanje po tujih valutah iz celega sveta. Prav zaradi take stopnje globalizacije in pa visoko informiranih vlagateljev, se čedalje več trguje v tujih valutah. Trgovanje na svetovnih trgih poteka preko telefonov in računalniških terminalov med tednom kar 24 ur na dan. Kar tretjino vseh transakcij z valutami se opravi v Londonu, sledijo pa New York, Švica in Japonska. Glavni dejavnik, ki vpliva na vrednost valute, je stabilnost nacionalne ekonomije.

Trgovanje z valutami je ena izmed najbolj dinamičnih oblik vlaganja, hkrati pa je valutni trg eden izmed najbolj likvidnih trgov. Vlaganje na tuje trge pomeni za vlagatelja tudi dodatno tveganje, torej valutno tveganje. Gre za tveganje spremembe tečaja domače valute v primerjavi z valuto države, v kateri ima posameznik svoje delnice. Valutno tveganje je višje pri vlaganju na manj razvite trge, kjer pa so kot posledica višjega tveganja pričakovani višji donosi, kar privabi številne vlagatelje.

Poglejmo še, kako vplivajo devizni tečaji na cene delnic. Dandanes se v svetu največ trguje z dolarjem, zato je gibanje cene delnice močno odvisno od vrednosti dolarja v primerjavi z evrom. V primeru, ko ima dolar nizko vrednost, državljani ZDA manj povprašujejo po evropskih delnicah, saj so le-te dražje. Zaradi zmanjšane povpraševanja se lahko posledično

zniža cena delnic evropskih podjetij. Istočasno pa v omenjenem primeru Evropejci bolj povprašujejo po delnicah ameriških podjetij, kar povzroči skok cen delnic.

Ravno sedaj smo v obdobju, ko ameriška valuta praktično izgublja na vrednosti že od leta 2001, ko je bilo za en evro potrebno odšteti manj kot en ameriški dolar. Euro se je v šestih letih proti dolarju okrepil kar za 75 odstotkov. Prav tako pa se pesimistične novice glede dolarja še kar širijo. Problem v šibkem dolarju je tudi ta, da povzroča nižji življenjski standard prebivalcev v dolarskih območjih in ustvarja negativno klimo za ameriška podjetja. Prav zaradi nižjega življenjskega standarda ljudje manj vlagajo v delnice, kar spet povzroči padec cen delnic (Grm, 2008).

4 INFORMACIJE O SPREMEBAH CEN SUROVIN

Dejavnikov, ki pripomorejo k rasti cen surovin, kot so pšenica, koruza, soja in drugi, je veliko. Med njimi gotovo velja izpostaviti rast povpraševanja največjih držav v razvoju. Ena glavnih razrednih delitev v revnejših azijskih državah je delitev glede na jedilnik (rižojedi in mesojedi). Na svetu imamo tako danes globaliziran tudi jedilnik. Prav spremembe v prehranjevanju, ki smo jim priča skoraj samo v revnejših državah, so po mnenju analitikov glavni vzrok za tako visoko povečanje cen vseh vrst hrane. Kot drugi razlog naj omenim pospešeno industrializacijo sveta, ki omejuje možnost širjenja kmetijskih površin ter rastočo proizvodnjo biogoriv, ki je preusmerila občuten del pridelka kornu v pridelavo etanola in prispeva k trenutnemu neravnotežju na trgih blaga. Ne smemo pa pozabiti še na ekstremne vremenske pojave, ki ogrožajo pridelke in na številne špekulacije, ki lovijo nove priložnosti v alternativnih naložbah, ki so sposobne ohranjati realno vrednost v razmerah povečane rasti denarja v obtoku in inflacije. Na drugi strani pa visoke cene pridelkov ustvarjajo rekordne dobičke kmetijsko predelovalnih podjetij. Največji skok cen delnic je v zadnjih petih letih zabeležilo podjetje Terra Industries, ki večino prihodkov ustvari s prodajo gnojil, njihove delnice so se v petih letih v povprečju okrepile kar za osemdeset odstotkov na leto (Investment tools, 2009)

Seveda je danes situacija precej drugačna, saj je svetovna finančna kriza prizadela tudi surovinski trg, ki se trenutno sooča s padcem cen surovin in posledično s padcem cen delnic. Ker je danes svet močno globaliziran, lahko svetovna recesija povzroči padec povpraševanja po surovinah in posledično pripelje do nadaljnjega padca na delniških trgih v nekaterih državah, kot so Latinska Amerika, Afrika ali Rusija, saj tu predstavljajo surovine preko petdeset odstotkov izvoznih prihodkov v večini teh gospodarstev (The world factbook, 2008).

Tabela 1: Donosi investicij v obdobju marec 2000 - januar 2008 po svetu

DONOSI OD MARCA 2000 DO JANUARJA 2008			
S&P 500	-11%	Zemeljski plin	193%
NASDAQ	-53%	Nafta	230%
Dow Jones	12%	Baker	307%
Zlato	226%	Kurilno olje	237%
Srebro	228%	Uran	730%
Platina	252%	Nikelj	161%

Vir: Kapital, 9.6.2008

4.1 KMETIJSKI PRIDELKI

Cene kmetijskih pridelkov so tri desetletja stagnirale ali upadale. Šele pred osmimi leti so začele strmo naraščati, prišlo je do tako imenovanega surovinskega trenda. Le-ta surovinski trend je prišel v letu 2001, takoj po bikovskem trendu na delniškem trgu, ki je trajal kar 33 let. Zgodovinski trend nam tako kaže, da naj bi bilo naslednjih 17 let dobro za surovine in slabo za delniški trg. Soja se je v letu 2008 podražila za 29 odstotkov, občutno pa so se podražile še pšenica, soja in riž. Svetovni trg hrane se začinja vesti kot svetovni trg nafte, na katerem neugodna novica v trenutku zviša ceno soda za več dolarjev. Tako je na primer novica, da je mraz prizadel sto tisoč hektarov riževih polj v Severnem Vietnamu, aprila 2008 na azijskih borzah povzročila veliko paniko in dodatni skok cen, ki so se od januarja že tako ali tako zvišale za petdeset odstotkov (Kmetijske surovine, 2009).

Že prej sem omenila velik vzrok za skok cen surovin, ki je višja potrošnja predvsem v manj razvitih državah. Analitiki ugotavljajo da je k skoku cen veliko pripomoglo tudi povečanje povpraševanja po biogorivih, kar je skupaj z državnimi subvencijami porinilo cene navzgor. Tako napovedujejo, da naj bi samo proizvodnja etanola porabila kar tretjino ameriške pridelave koruze. S količino hrane, potrebne, da napolnijo rezervoar terenskega avtomobila, bi se lahko en človek hranil vse leto. Torej lahko kot krivca obsodimo tudi visoke cene nafte, ki silijo ljudi v iskanje alternativnih rešitev, kar je v tem primeru imelo za posledico večjo porabo surovin in s tem višje cene hrane. Poleg visokih cen nafte vplivajo na cene surovin tudi vremenske razmere, ki smo jim v svetu trenutno priča. Le-te razmere krojijo cene surovin; in kot smo lahko videli velike naravne ujme vedno zmanjšajo ponudbo, katere posledica je, ob enakem povpraševanju, višja cena.

Kmetje po svetu se na visoke cene hrane odzivajo tako, da skušajo pridelati iz leta v leto več pridelkov. S tem želijo izkoristiti trenutne visoke cene. Visoke cene hrane so povzročile v številnih revnih predelih sveta tudi nemire. Zanimiv primer je tudi špekulacija s temi pridelki. Tako se na primer s koruzo, po kateri je veliko povpraševanje, pogosto špekulira, kar se odraža tudi v njeni ceni. Kljub povečani proizvodnji zato ne zadostuje za tekoče potrebe. Posledice pomanjkanja koruze so čutili tudi rejci prašičev na Kitajskem. Kot največja pridelovalka svinjskega mesa je bila zaradi pomanjkanja hrane prisiljena zmanjšati rejo prašičev, zaradi česar se lahko povišajo cene tega mesa. Verjetno da se bo cena hrane še naprej gibala na sorazmerno visoki ravni. S tem pa se nekaterim vlagateljem ponuja dobra priložnost, sploh v ZDA, kjer so začeli skladi množično kupovati pogodbe za surovinske produkte. Tudi na našem finančnem trgu že najdemo razne sklade, ki ponujajo nakup vrednostnih papirjev, ki so usmerjeni v te produkte in prinašajo dobre donose. V tem obdobju torej rastejo cene delnic tistih podjetij, ki se ukvarjajo s predelavo kmetijskih pridelkov, padajo pa delnice tistih podjetij, ki te sestavine potrebujejo za svoj obstoj.

4.2 ZLATO

Zlato že od nekdaj velja za statusni simbol moči in bogastva. Cena zlata je odvisna od številnih dejavnikov, kot je naprimer inflacija, cena nafte, vrednost ameriškega dolarja in pa odnos ljudi do te žlahtne kovine, kajti dokler imajo ljudje zaupanje v vrednost zlata, so ga pripravljene kupiti in zlato obdrži svojo vrednost. Vlagatelji cenijo zlato kot obliko naložbe, saj v kriznem času zagotavlja varnost. Številni vlagatelji so na današnjem nestabilnem trgu kapitala v svoje portfelje vključili zlato. Cena zlata se določa na trgu s ponudbo in povpraševanjem. Ko povpraševanje preseže ponudbo, se cene dvignejo in s tem silijo proizvajalce k povečani proizvodnji, kupce pa k zmanjšani potrošnji. V primeru zlata pa

povpraševanje raste veliko hitreje kot ponudba, ki je v veliki meri odvisna od geologije, zato je izredno neelastična. Zlato predstavlja alternativno naložbo delniškemu in valutnemu trgu. Slabše se zlato odreže v obdobju bikovskega delniškega trenda, saj je povpraševanje po zlato v kriznih časih večje. Razlog za to je v tem, da so vlagatelji bolj nagnjeni k tveganju, ko je gospodarstvo stabilno in raste saj upajo, da bo prineslo tudi višje donose. V omenjenem primeru premoženje nalagajo v delnice, ki jim cena raste, in manj v zlato, katerega cena pada. V manj stabilnih časih, pa se vlagatelji bolj usmerijo v varnejše naložbe, začne se razprodaja delnic, povečuje pa se cena zlata.

Danes, v času finančne krize na delniških trgih, se številni udeleženci na trgu zaradi strahu pred stagflacijo in upadanjem vrednosti dolarja, odločajo za vlaganje v zlato. Seveda je to logična posledica, saj (ob vsakodnevnih padcih borznih tečajev) vlagatelji nakupujejo naložbe, ki se gibljejo v nasprotni smeri. S tem se torej povečuje cena zlata, znižuje pa cena delnic, razen tistim podjetjem, ki se ukvarjajo s proizvodnjo in predelavo te žlahtne kovine.

V normalnih razmerah na trgu se v zahodni kulturi preferira papirnato valuto, pri azijskih narodih pa je tradicija zlata izredno močna. S tem, ko se azijskim vlagateljem večja bogastvo, bodo (iz tradicionalne ljubezni do zlata) velik del portfelja (okrog 10 – 20 odstotkov) imeli v zlato. Zato se cene zlata višajo.

4.3 NAFTA

Danes je nafta zelo pomemben energetske in surovinski vir. Največje proizvajalke nafte so države Bližnjega vzhoda, Rusija, ZDA, Nigerija, Venezuela, Mehika, Norveška in Velika Britanija (Wikipedia, 2009). Cene nafte in ostalih energentov so bile v zadnjih desetih letih tako nizke, da so ponudniki manj vlagali v iskanje novih virov in gradnjo rafinerij. Večina rezerv nafte je v državah, ki ne marajo tujcev na svojih tleh, zato bodo zaloge črpale same, brez pomoči tujcev. Tudi povpraševanje po nafti se danes povečuje bolj skokovito kot včasih. Vzrok je predvsem v Kitajski, kjer se močno razvija energetska zahtevna industrija. V letu 2007 se je povečala poraba nafte, kot posledica višje porabe na Kitajskem in v Indiji, za kar deset odstotkov, obenem pa so proizvodnjo minimalno povečali, zgolj za kakšen odstotek. Na tem trgu se ponudba in povpraševanje ne izravnata tako hitro, zato smo (ob še ostalih dejavnikih) pričali višanju cen nafte. Od nafte je odvisno tudi gibanje cen na delniškem trgu. Čeprav je napovedovanje gibanja cen delnic nevhvaležna naloga, še posebej pri naftni industriji, pa so strokovnjaki enotnega mnenja, da je cena nafte tista, ki najbolj odločilno vpliva na cene delnic naftnih družb. Delnice podjetij, ki se ukvarjajo z iskanjem in črpanjem nafte, se gibljejo v odvisnosti od cene sodčka nafte na svetovnem trgu. Delnice takih družb so zato podvržene velikim razponom in s tem so možni kratkoročni veliki zaslužki in izgube. Vlagatelji, ki želijo zaslužiti na dolgi rok, ponavadi vlagajo v naftne družbe, katerih dejavnosti so bolj razpršene. Poglejmo na primer nizozemski Royal Dutch, ki velik del svojega prometa ustvari z nadaljnjo obdelavo surove nafte. Vrednost delnic takšnih naftnih družb ni tako zelo odvisna od tržnih nihanj cen nafte kot pri prej opisanih naftnih družbah. Drugače je z delnicami ostalih podjetij, ki niso direktno povezane z nafto. Visoke cene nafte slabijo tečaje delnic. Če gre cena nafte navzgor, gredo cene delnic navzdol in obratno. Tudi primeri, ko zraste cena nafte in istočasno zrastejo tudi cene delnic, niso nič nenavadnega. Korelacija cen nafte se giblje med minus ena in ena, s čimer številni analitiki opozarjajo, da ni omembe vredne korelacije med gibanjem cene nafte in tečaji delnic. Običajno se cene nafte gibljejo okoli nekega srednjeročnega trenda (Surova nafta Brent, 2009).

Kljub temu pa je v trenutnem obdobju nafta blago, ki je v središču pozornosti in skrbi. Verjetno je vzrok tudi v moči, ki jo ima nafta in v številnih špekulacijah, ki se pojavljajo prav pri trgovanju z nafto. Tu gre za umetno napihnjene cene, s katerimi posamezniki dosegajo visoke donose, trg pa se na to odzove z nihanjem cen. Poleg špekulacij ima pomemben vpliv na nafto tudi obrestna mera. Države z nižanjem obrestnih mer ponavadi podražijo nafto, ker se povečujejo nakupi zaradi padca vrednosti valute. Tu je seveda najpomembnejši igralec dolar.

V obdobju, ko se cene nafte gibljejo na izjemno visoki ravni, je zanimivo videti, da so visoke cene nafte prispevale kar pomemben diskont pri tečajih na delniških trgih. Dejstvo je, da hitreje kot raste nafta, hitreje se višajo tudi vložki v naftno industrijo. V obdobju visokih cen nafte se gotovo nižajo dobički v letalski industriji in s tem njihove cene delnic. Višajo pa se cene podjetij, ki se ukvarjajo s črpanjem ali predelavo nafte.

V primeru daljšega obdobju višjih cen nafte ne smemo pozabiti na to, da so na mednarodnih borzah rastoče cene nafte v veliki meri že vkalkulirali v cene delnic. Tako naj ne bi, po optimističnem scenariju, več veliko vplivale na cene delnic.

5 INFORMACIJE O POSLOVANJU PODJETJA IN DELITVI DOBIČKA

Na cene delnic podjetja ne vplivajo samo makroekonomski dejavniki in stanje trga ampak tudi posebni pogoji, v katerih deluje podjetje. Nekatera podjetja so tem pogojem bolj izpostavljena, druga manj. Zato se udeleženci na delniškem trgu osredotočijo na objave rezultatov specifičnih podjetij, katerih signalne informacije o rasti prodaje, zaslužkih ali ostalih karakteristikah lahko povzročijo spremembe cen delnic. Čeprav direktno od podjetja pridobljeni podatki niso edini vir informacij, pa se zdijo vlagateljem najpomembnejši. Razlog je predvsem v tem, da naj bi šlo pri teh podatkih za neposredne podatke podjetja, s katerimi naj bi vlagatelji razumeli strategijo podjetja.

Pri nakupu delnic igra pomembno vlogo pozitivno mnenje o podjetju in prepričanje pri tem podjetju, da dobro opravlja svojo glavno dejavnost. Ko vlagatelj kupi delnico določenega podjetja, s tem postane tudi lastnik podjetja. Lastnik podjetja pa si želi biti vlagatelj le v primeru, ko podjetje dosega dobiček, saj mu le-ta povečuje premoženje. Prav dobiček je temeljni dejavnik rasti cene delnice podjetja. Te informacije so vlagateljem dosegljive, saj mora vsaka javna delniška družba enkrat letno izdati letno poročilo, ki je temeljni dokument, s katerim se delniška družba predstavi javnosti. Tu so navedene vse pomembnejše informacije o poslovanju in finančnem stanju podjetja, ki utegnejo biti zanimive za vlagatelje in na podlagi katerih bodo vlagatelji dobili vpogled v poslovanje in dogajanje v podjetju. Gotovo je glavni del letnega poročila za vlagatelje finančno poročilo, v katerem je dodobra predstavljena finančna uspešnost poslovanja in obstoječe finančno stanje podjetja. Opremljeno je s pojasnili vodstva o vseh pomembnejših spremembah v računovodskih izkazih podjetja. S temi informacijami si vlagatelji vsekakor zelo pomagajo in jim olajšajo odločitve o nakupu.

Uprava podjetja ima tako najboljši vpogled v cene delnic, saj uprava skrbi tako za aktivno kot za pasivno stran bilance. Glavni cilj uprave je zviševanje tržne vrednosti podjetja. To lahko stori na dva načina tako, da izplačuje dividende ali odkupuje lastne delnice; ali pa tako, da omogoča vlagatelju ustvarjanje kapitalskih dobičkov. Zato je za lastnike pomembno, da upava posluje s ciljem maksimiranja tržne vrednosti podjetja in s tem z zvišanjem cene delnice, saj je v nasprotnem primeru delnica za vlagatelje nezanimiva.

Za vlagatelje je pomemben podatek o podjetju čisti dobiček na delnico, ki kaže razmerje med čistim poslovnim izidom, preračunanim na letni nivo, in številom izdanih delnic. Ta podatek pa malim delničarjem ne pomeni kaj dosti, zato se velikokrat zgodi, da se tudi, ko podjetje objavi zelo dobre rezultate poslovanja, cene delnic ne spremenijo. Če vodstvo podjetja ne pokaže, da deluje v interesu njegovih lastnikov; v njihovem interesu pa je, kot smo že prej omenili, rast vrednosti podjetja, potem bodo cene delnic mirovale. Za delničarje je namreč pomemben pričakovani denarni tok, ki ga bo delnica prinesla v prihodnosti. Zaradi tega mora vodstvo podjetja poskrbeti, da bo čisti dobiček na delnico prišel do delničarja. To pa lahko podjetje stori tako da vlagatelji realizirajo denarni tok v obliki realiziranih kapitalskih dobičkov, kar pomeni, da podjetje vlaga svoja presežna sredstva v nove projekte, ali pa tako da izplačuje dividende oziroma odkupuje lastne delnice. Če vlagatelji ne zaupajo upravi, potem dobri poslovni rezultati in visok čisti dobiček ne vplivajo na ceno delnice.

Najbolj pomembno je, da člani uprave previdno ravnajo, ko je tečaj nizek in mu grozijo še nadaljnji padci. Takrat lahko uprava družbe poveča sklad lastnih delnic in tako nekaj časa brani tečaj. Ko vlada na trgu bik, lahko za dodatne impulze na borzi poskrbijo predstavniki družb z objavo pozitivnih novic v zvezi z njihovim poslovanjem. Pomembno je tudi, da se uprava pravočasno odzove na morebitne govorice, ki se pojavijo v javnosti in bi lahko imele pomemben vpliv na tečaj delnice. V omenjenem primeru mora uprava nastale govorice potrditi ali zanikati, saj lahko v primeru svoje neaktivnosti pripomore k dodatni negotovosti na trgu, kar pa ni ugodno za tečaj njenih delnic. Prav slabe novice so pri komuniciranju podjetja z javnostjo zelo pomembne, kot npr. novica o tem, da doseženi poslovni rezultati ne ustrezajo pričakovanjem. Do tega ne bo prišlo, če bodo podjetja sporočala svoje pomembne podatke in smernice poslovanja. S tem bodo tako analitiki kot tudi ostali vlagatelji pravočasno že sami zaznali spremembe v cenah delnic. Negativna posledica slabega oziroma nepopolnega informiranja je izguba zaupanja vlagateljev, zato ponavadi velja, da podjetje svojim vlagateljem posreduje točne in kakovostne informacije o podjetju.

Nekatere informacije o dogajanju v podjetju povzročijo porast cene delnice, druge pa padec. Tako informacija o novi izdaji delnic povzroči padec cene delnice, medtem ko novica o tem, da bo podjetje odkupilo del lastnih delnic, ponavadi povzroči porast cen delnic. Če npr. podjetje javno objavi podpis pomembne pogodbe, s katero si bo odprla vrata na tuj trg, se bodo pričakovanja vlagateljev povečala. Predvsem bodo vlagatelji računali na višji čisti dobiček podjetja in posledično na višje cene delnice. Podjetja se velikokrat tudi poslužujejo promocije delnic pri finančnih ustanovah in posredniku na trgu kapitala.

Pomemben podatek je tudi denarni tok. Analitike najbolj skrbi, ali je podjetje sposobno ustvariti dovolj denarja za pokritje dolga in hkrati širi svoje poslovanje. Zaželeno informacije so bolj kvantitativne kot kvalitativne narave (Razpet, et al., 2003, str. 75). Ne smemo pozabiti tudi na podatek v bilanci o tem, kakšno je razmerje med lastniškim in dolžniškim kapitalom v podjetju. Velikokrat velja prepričanje, da je za podjetje dobro, če ima čim manj dolga. Toda v določenih primerih lahko povečanje dolga močno vpliva na cene delnice, saj je dolg cenejši vir financiranja kakor lastniški kapital, zaradi česar lahko podjetje z večanjem dolga izrabi prednosti davčnega ščita.

Nekateri borzni analitiki menijo, da na cene delnic vpliva tudi to, kdo je predsednik uprave podjetja, spet drugi pa menijo da je pomembnejše okolje, v katerem podjetje deluje. Slednji menijo, da gredo v prodajo, če je v panogi konjunktura in podjetje dobro dela, s tem pa delnice rastejo, ne glede na to, kdo je trenutno direktor. Toda v današnjem globalnem

gospodarstvu je pomembno tudi, kdo je direktor in predvsem njegov način vodenja, saj je od tega odvisna uspešnost podjetja in s tem cena delnice.

5.1 DIVIDENDNA POLITIKA

V preteklosti so bile dividende prevladujoča oblika izplačil in vlagatelji so kupovali delnice zato, da bodo bili upravičeni do izplačila dividend. To je bil njihov glavni cilj pri nakupu delnic. Trgovanje z odkupi delnic je postalo tako pomembno šele sredi osemdesetih let dvajsetega stoletja.

Maksimiranje delnice, ki je cilj vsakega podjetja, se lahko doseže v obliki porasta cen delnice ali v obliki dividend. Za dividende lahko podjetje odloči ali jih bo izplačalo ali bo čisti dobiček zadržalo v podjetju. Odločitev podjetja o izplačilu dividende pomeni posledično manjše reinvestiranje dobička in nižjo stopnjo rasti. V primeru nižjega izplačila dividende pa pomeni višje reinvestiranje dobička in s tem višjo stopnjo rasti, katere posledica je porast delnic v prihodnosti. Višji kot bodo dobički podjetja, več dividend bodo lahko izplačali. S tem se bo povešalo zanimanje za delnice tega podjetja in s tem tudi vrednost delnice, saj velja, da večja kot je pričakovana stopnja rasti čistega dobička, večja bo vrednost njegove delnice. Ali bo podjetje izplačevalo dividende ali ne, je odvisno tudi od panoge, v kateri podjetje deluje. Če gre za neko tehnološko intenzivno panogo, bo podjetje verjetno več sredstev namenilo vlaganju v raziskave in razvoj in bo posledično manj ali nič sredstev namenjenih izplačilu dividend. Če gre za zrelo panogo pa je več možnosti za izplačilo dividend, saj so te panoge svojo rast že dosegle. V zrelih panogah so pomembne delnice tekočega donosa (income stocks). Te vlagateljem prinašajo še posebej visoko dividendno donosnost. Zanje so značilna nizka nihanja tečajev. V času padcev tečajev na trgu tečaji teh delnic pogosto padejo najmanj. Prednost teh delnic je tudi v tem, da izplačujejo dividende v obdobjih padanja tečajev (Kleindienst, 2001, str. 249).

V praksi podjetja nerada zvišujejo dividende v primeru, ko poslujejo dobro, saj je sicer veliki šok za vlagatelje, če bi slučajno, v primeru slabega poslovanja, morali znižati dividende. Zato se podjetja ponavadi poslužujejo tega, da je dividenda od prvega izplačila še kar nekaj let enaka. Poleg tega bi dvig dividend nakazal vlagateljem, da pričakuje podjetje v prihodnosti dobro poslovanje, medtem ko bi nižja dividenda pomenila, da se obetajo za podjetje slabi časi. Seveda to ni nujno res signalna informacija, vendar se podjetja raje držijo iste dividende, kot da pošiljajo napačen signal javnosti. Odvisno je tudi od tega, kakšne preference imajo delničarji. Kot navaja Razpet (2003, str. 156) imajo npr. upokojeanci raje tekoče prihodke, zato želijo, da podjetje izplača velik delež dobička. Ti vlagatelji so običajno v najnižjem davčnem razredu, zato jih davki ne skrbijo. Nasprotno pa vlagatelji z visokimi dohodki zagovarjajo reinvestiranje dobička, ker bi tako in tako iz izplačane dividende reinvestirali, potem ko bi plačali davek. Iz tega torej izhaja, da igrajo davki pomembno vlogo tudi pri dividendah. Načeloma za davkoplačevalce velja, da so dohodki iz dividend bolj obdavčeni kot kapitalski dobički in tako delničarji plačajo manj davka, če podjetje izplačujejo najnižjo raven dividend, z zadržanim dobičkom pa odkupijo delnice.

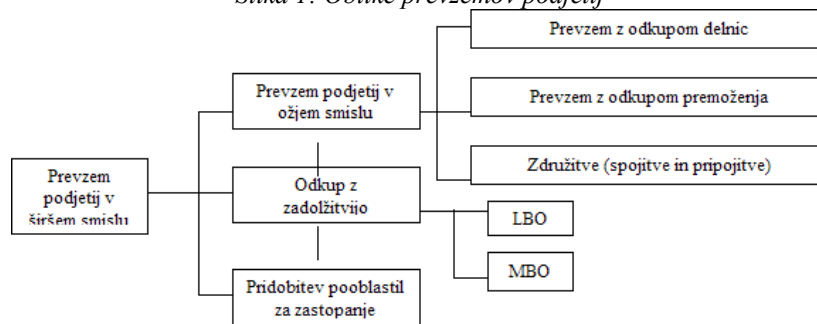
Trg reagira pozitivno na napoved o povečanju dividend, saj naj bi managerji imeli več informacij o podjetju kot zunanji delničarji. Tu naj bi šlo za tako imenovano teorijo signalov, ki pravi, da je mogoče z opazovanjem in analizo signalov, ki jih podjetje z različnimi aktivnostmi poda v svojo okolico, ugotoviti gibanje cen delnic. Med te signale se šteje informacije o spremembah v strukturi kapitala in pa napovedi o izplačilu dividend (Bešter, 1996, str. 55).

Dividende lahko včasih pomenijo tudi negativen signal za vlagatelje, saj si le-ti lahko izplačilo razlagajo kot to, da podjetje nima projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. To bi pomenilo, da podjetje dolgoročno ne bo konkurenčno in s tem tudi njegovo poslovanje ne bo tako uspešno kot vlagatelji želijo.

6 INFORMACIJE O ZDRUŽITVAH IN PREVZEMIH PODJETIJ

Na trgu kapitala so pomembne vse novice o tem, kaj se s podjetjem dogaja. Za vlagatelje je pomembno da vedo, kaj nameravajo v podjetju, saj bo to vplivalo na prihodnje poslovanje podjetja in s tem na cene delnic tega podjetja. Pri tem igrajo pomembno vlogo zlasti združitve in prevzemi podjetij. Osnovna oblika prevzemov so združitve (spojitve in pripojitve) in prevzemi (z odkupom delnic, odkupom premoženja) (slika 1). Združitve in prevzemi spadajo v eno izmed faz razvoja podjetja, v to pa jih sili predvsem konkurenčno okolje. Z omenjenimi aktivnostmi se ponavadi v upanju na hitrejšo rast in strateško obvladovanje trga podjetje lastninsko prestrukturira. Prav take kapitalske povezave so dandanes precej v trendu, v največji meri pa so zaznamovale devetdeseta leta, ko je svet prišel v dobo globalizacije. V času, ko se podjetja združujejo in prevzemajo druga drugo, so mediji polni dobrih novic o gotovi uspešnosti novega podjetja in ta pričakovanja povzročajo porast tečajev delnic.

Slika 1: Oblike prevzemov podjetij



Vir: Ross, Westerfield, Jaffe, *Corporate finance*, 1993, str. 829

Uspešnost združitev in prevzemov merimo na več načinov in z različnimi kriteriji. Najpogosteje ugotavljamo dodano vrednost za delničarje, ki je ustvarjena s prevzemom oziroma združitvijo, pa tudi ali je prevzem oz. združitev izpolnila strateški cilj. Strokovnjaki iz podjetja Boston Consulting Group so z analizo 408.000 združitev in prevzemov med letoma 1981 in 2007 ugotovili, da imajo združitve boljše možnosti za uspeh, če jih podjetja začnejo v obdobjih konjunktore in ne v fazah gospodarskega razcveta. Združitve in prevzemi, ki jih začnejo v konjunktorno šibkih obdobjih, imajo po njihovem mnenju, boljše možnosti, da prevzemniku ustvarijo vrednost. Iz zgoraj navedenega lahko torej sklepamo, da bo v letu 2008 veliko število prevzemov in združitev podjetij (V času gospodarskega pustošenja so prevzemi uspešnejši, 2008).

Pri poskusih prevzema določenega podjetja se v javnosti pojavijo nove informacije in sicer, da bodo cene delnic ostale tudi v prihodnosti višje kot pred poskusom prevzema. Do višje cene naj bi prišlo zaradi dveh možnosti. Po prvi možnosti pride s poskusom prevzema do javnega razkritja o podcenjenosti delnic ciljnega podjetja in ponudba za odkup delnic je signal trgu, naj tem delnicam prizna višjo ceno. V tem primeru ni treba managementu podjetja

narediti čisto nič, da bi se dvignila cena delnic podjetja, ki ga vodi. Druga različica pa trdi, da ponudba za odkup delnic spodbudi management k izvedbi učinkovitejših poslovnih strategij. Dvig cene delnic je tako posredna posledica ponudbe za prevzem podjetja (Bešter, 1996, str. 54). Pojavlja pa se še ena teorija o višjih cenah delnic. Ta pa navaja, da naj bi bile višje cene posledica predvidevanja, da bo po neuspelem poskusu prevzema to podjetje tarča poskusa ponovnega prevzema. Raziskovalci so ugotovili, da če podjetje pet let od neuspelega poskusa prevzema ne prejme nove ponudbe za odkup, se mu cene delnic vrnejo na prvotno raven.

Pomembne so informacije ki se pojavijo pred javno objavo o prevzemih. V večini primerov se taka ugibanja vedno pojavijo, saj je to težko varovana skrivnost. Le-te informacije lahko potisnejo cene delnic navzgor. Največji skok cen delnic beležijo na dan, ko vlagatelj najavi, da obstaja možnost prevzema. Če kupec izjavi, da gre le za nakup z namenom razprševanja naložb, potem je dvig cen delnic za polovico manjši kot v zgornjem primeru. Nadaljnji dejavnik, ki vpliva na višino zvišanja cene delnic, je identiteta vlagatelja. Specialisti za prevzeme povzročijo dvakrat višji dvig cene od običajnih vlagateljev (Bešter, 1996, str. 80).

Weston je ugotovil, da so neto učinki prevzemov v celoti pozitivni, saj imajo delničarji ciljnih družb znatne pozitivne koristi, delničarji prevzemnih družb pa imajo le v osemdesetih letih statistično neznačilne izgube (Bešter, 1996, str. 84).

6.1 ZDRUŽITVE PODJETIJ

O združitvi podjetja govorimo, ko iz dveh različnih podjetij nastane eno samo, na katero se prenesejo vse obveznosti podjetij, ki se združujeta. Tu gre za obojestransko zaželeno povezovanje. Ta način povezovanja je eden izmed najenostavnejših prenosov lastništva podjetja. Znotraj združitve ločimo pripojitve in spojitve podjetij. O pripojitvah govorimo, ko prevzemno podjetje zadrži svoje ime in identiteto, pridobi pa vsa sredstva in obveznosti prevzetega podjetja. V tem primeru je prevzemno podjetje močnejše in je njegova blagovna znamka bistveno pomembnejša. Spojitev je enaka pripojitvi, le da je ob združitvi ustanovljeno popolnoma novo podjetje, katerega del postaneta obe podjetji. Pri združevanju se pogosto pojavi, da se prevzema podjetje, ki je v težavah, saj to podjetje zaradi svojega slabega položaja išče primerne prevzemnika oz. partnerja. Združitev bi za to podjetje pomenila izhod iz finančnih težav, saj računa na svež kapital, pomoč pri odplačevanju dolgov in hitrejšo osvojitve novih trgov. Družbi si običajno izmenjata lastne vrednostne papirje, trg pa to dejanje vzame kot sporočilo, da so cene delnic podcenjene.

Družbe se ponavadi združijo v želji po boljšem obvladovanju trga ali v upanju na boljše poslovne rezultate. Od sodelovanja in uspešnega dela v prihodnosti je odvisno gibanje cen delnic. Seveda so cene pred združitvijo najbolj na udaru. Tu igrajo pomembno vlogo tudi mediji s svojimi objavami o prevzemih in s svojimi špekulacijami o prihodnosti podjetja. Pri vsem skupaj ima veliko vlogo tudi ime podjetij, ki se združita. Če gre za dve ugledni podjetji je verjetnost, da se bo cena delnic povišala višja, kot če se združujeta dve manj pomembni podjetji. V primeru, da se združita neko ugledno podjetje in neko manjše podjetje, je verjetno, da bo vloga manjšega podjetja tudi v novem podjetju ostala manjša, medtem ko bo veliko podjetje ostalo vodilno podjetje in bo dobilo le malce višji tržni delež.

6.2 PREVZEMI PODJETIJ

Prevzem podjetja oziroma sovražna transakcija se zgodi, ko podjetje poda ponudbo za odkup delnic ciljnega podjetja, brez soglasja njegovega managementa. Gre za najpogostejšo obliko širitve poslovne dejavnosti podjetja. Poznamo dve vrsti prevzemov podjetja in sicer (Bešter, 1996, str. 29):

- prevzem z odkupom delnic in
- prevzem z odkupom premoženja.

Pri prevzemu z odkupom delnic gre za nakup delnic z glasovalno pravico neposredno od njenih delničarjev. Z odkupom večinskega deleža delnic dobi prevzemnik nadzor nad podjetjem. Ponudbo za odkup objavijo v dnevnem časopisju; če se delničarji s ponudbo ne strinjajo, ni nujno da prodajo delnice. Številni primeri prevzemov podjetij z odkupom delnic se na koncu končajo z združitvijo podjetij.

Prevzem z odkupom premoženja je postopek, kjer mora prevzemnik dobiti potrebno večino glasov delničarjev ciljnega podjetja. Običajno prevzeto podjetje po prenosu lastništva preneha obstajati.

Cilj prevzema je pridobiti kontrolni delež v podjetju in pridobiti absoluten vpliv na delovanje podjetja. Za prevzem se šteje nakup delnic nad določenim obsegom. Ko postane podjetje tarča prevzema, se zaradi pričakovane prevzemne premije cena delnic poveča. Kolikšna bo ta sprememba in koliko časa bo cena ostala na taki ravni, kot je, pa je odvisno od številnih dejavnikov. Pri prevzemu je pomembna informacija o tem ali gre za sovražni ali za prijateljski prevzem. Tako je pri sovražnem prevzemu lahko problem v tem, da ne vemo, kakšne namene ima prevzemnik z podjetjem. Mogoče ga je prevzel zato, da ga bo likvidiral, mogoče je njegov namen odpuščanje zaposlenih, mogoče pa nič od tega, temveč le večji tržni delež. O teh informacijah pred prevzemom ne vemo nič, zato je tudi ne vemo, kaj se bo s podjetjem in cenami delnic podjetja v prihodnosti dogajalo. Tu je pomembna še informacija o tem, katero podjetje bo prevzelo. Če prevzema ugledno podjetje, ki je prevzemalo že prej, si vlagatelji lahko mislijo, da se bo tudi s prevzetim podjetjem dogajalo podobno, kot se je v primerih, ko je to podjetje prevzelo že druga podjetja. Odvisno je tudi od tega, kako prevzeme utemeljujejo v javnih objavah. Novinarji vodijo prevzema gotovo sprašujejo vse mogoče o prevzemu in odvisno od odgovorov vodilnih je, kako se bodo gibale delnice tega podjetja.

Pomembno vlogo pri prevzemih podjetij ima razpoloženje na trgu. Če se na primer neko podjetje odloči, da bo prevzelo drugo podjetje in bo kupilo njegove delnice po tržni vrednosti, je zelo pomembno, koliko so v tistem obdobju vredne delnice tega podjetja. Tako v današnjem času, ko je na finančnem trgu kriza in so številne delnice podcenjene, podjetja prevzemajo druga podjetja z manj stroški, kot bi jih imela v primeru dobrih razmer na finančnem trgu in s tem pri višjih cenah delnic. Prav to je vzrok, da je bilo v zadnjem času zaznati več prevzemov podjetij, kot je običajno, saj se v svetu soočajo z že dalj časa trajajočo krizo (Dakić, 2008).

Kako se bo trg odzval na prevzeme, ne moremo z gotovostjo napovedati. Dejstvo pa je, da se bo cena delnice vsekakor spremenila, vprašanje je le, ali navzgor ali navzdol. To je odvisno od številnih informacij in dejavnikov, ki spremljajo prevzem. Velikokrat prevzem sproži strah na trgu kapitala, saj je to velikokrat predvsem negativna izkušnja za podjetja in v prevzemu ni neke gotovosti, ki si jo vlagatelji želijo.

7 NOTRANJE INFORMACIJE IN ŠPEKULACIJE

7.1 NOTRANJE INFORMACIJE

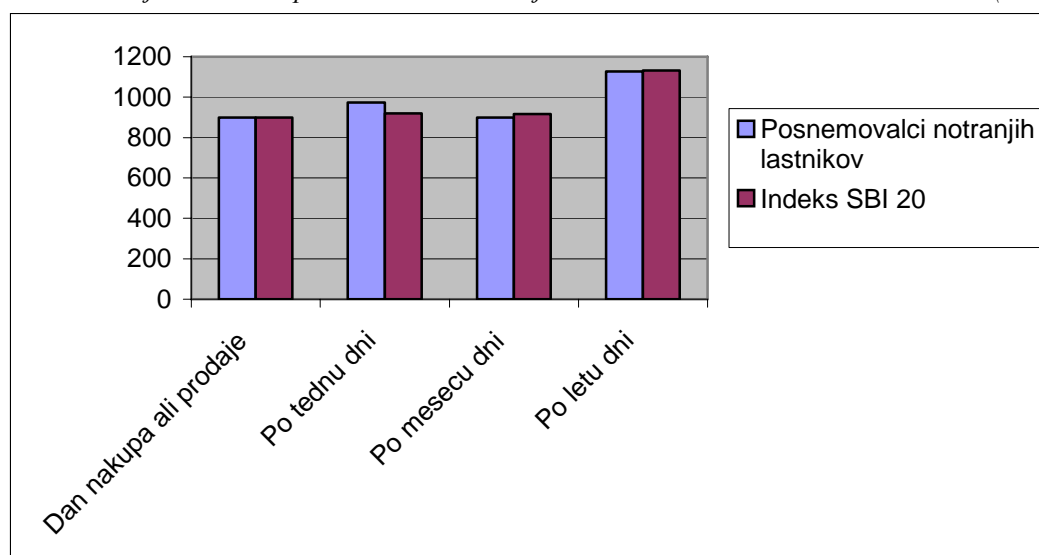
Zakon o trgu finančnih instrumentov (ZTFI) določa, da je notranja informacija vsaka informacija, ki se nanaša na enega ali več izdajateljev vrednostnih papirjev; ali na enega ali več vrednostnih papirjev, ki še ni postala dostopna javnosti in ki bi, če bi postala znana, verjetno imela pomembnejši vpliv na ceno vrednostnih papirjev.

Večina držav se je odločila za pravno urejanje trgovanja na podlagi notranjih informacij šele po gospodarskih in borznih krizah, in sicer zaradi konkurenčne sposobnosti svoje borze, torej ne na začetku delovanja borze (Mramor, 2000, str. 192). Informacije, ki jih vlagatelj potrebuje, so mnogokrat dostopne le omejenemu številu ljudi. Zato je osebam z notranjimi informacijami prepovedano pridobivanje in trgovanje z vrednostnimi papirji. Kot osebo z notranjimi informacijami se šteje delničarje, lastnike, člane uprave in nadzornih svetov, zaposlene, osebe, ki opravljajo določene posle po pogodbi in pa vse ostale osebe, ki imajo dostop do notranjih informacij. Za te osebe je značilno, da imajo informacijsko prednost. Tako imajo notranji lastniki znanje, ki je dosegljivo samo njim in lahko uporabijo to znanje tako, da dosežejo boljše donose kot trg. Samo posredovanje notranjih informacij še ni kaznivo, neupravičeno postane šele, če oseba z notranjimi informacijami te informacije sporoči drugi osebi ali če izkorišča te informacije na borzi. Pri trgovanju z notranjimi informacijami je problem ta, da je to nepravilnost težko odkriti, zato nemalokrat ostane tako ravnanje prikrito.

V primeru, da oseba z notranjimi informacijami kupi delnice tega podjetja, lahko to dejanje vpliva tudi na ostale vlagatelje, seveda če to dejanje nakupa prepoznajo tisti ključni udeleženci na delniškem trgu, ki lahko s svojimi ukrepi povzročijo večjo porast tečajev. Razlog je v tem, da osebe z notranjimi informacijami poznajo pravo vrednost delnice, zato te delnice kupujejo, ko so tečaji podcenjeni in jih prodajajo, ko je tečaj precenjen. Realen tečaj delnice se pojavi takoj po razkritju pomembne informacije o delnici. Realen tečaj delnic koristi tako podjetjem kot družbi v celoti, saj realnost pomeni manjše tveganje, ki poveča privlačnost delnic.

Večina raziskav, ki so jih naredili na razvitih trgih, je pokazala, da dosegajo notranji lastniki v povprečju le nekoliko višje donose od ostalih vlagateljev, ki nimajo notranjih informacij o podjetju, kar je prikazano tudi v grafu.

Slika 2: Primerjava donosov posnemovalcev notranjih lastnikov in indeksa SBI 20 v letu 2004 (v EUR)



Vir: *Moje finance*, november 2007, str. 26

Do tako majhne razlike prihaja predvsem zato, ker ti skoki tečajev delnic privabljajo kratkoročne investitorje. Cene delnic se v tem primeru dokaj hitro spustijo nazaj na realno vrednost. Iz zgornjega grafa lahko torej vidimo, da med posnemovalci notranjih lastnikov in indeksom SBI 20 ne prihaja do velikih razlik v donosih.

Kot smo torej lahko videli, so notranje informacije dejavnik, ki lahko povzroči (vsaj kratkoročne) premike cen delnic. Predvsem je za vlagatelje, oziroma osebe, ki bodo to šele postale, značilno, da opazujejo, kako se obnašajo ljudje, ki imajo notranje informacije o podjetju. Tu naj omenim še medije, ki s svojim poročanjem nemalokrat vnesejo paniko na delniški trg. Če na primer delnice podjetja proda v njej direktor, to dejanje objavijo mediji in številni vlagatelji na podlagi tega prodajo delnice tega podjetja, saj menijo, da se podjetje pripravlja na nekaj slabega oziroma tveganega. Problem v tem primeru je, da vlagatelji ne morejo vedeti, zakaj je direktor delnice prodal. Prodaja je lahko posledica kratkoročnih denarnih potreb ali želje po tem, da podjetje diverzificira svoj portfelj, kar pa ne pomeni, da podjetje posluje slabo ali da ima težave. Razlogi, da direktor proda ali kupi delnice, so torej lahko različni, zato morajo biti vlagatelji pri posnemanju previdni. Raziskovalci so ugotovili tudi, da nakup notranjih lastnikov pozitivno vpliva na ceno delnice še pred objavo, zato preostalim vlagateljem s posnemanjem javno objavljenih transakcij ne uspe doseči enakih donosov. Razlog je predvsem v tem, da imajo posamezniki v podjetju v rokah znanje o tem, kaj se s podjetjem dogaja in pa boljše informacije o tem, kaj naj bi se v prihodnosti s podjetjem dogajalo. Če je v prihodnosti verjeten problem v podjetju, kot na primer manjši zaslužki, počasnejša rast ali sprememba zakonodaje, ki zadeva poslovanje podjetje, takrat bo lahko oseba z dostopom do notranjih informacij prodala svoje delnice, preden se ta neljubi dogodek zgodi. Ko ta informacija postane javna, se cene delnice tega podjetja zmanjšajo. Torej se ta padec cen pojavi šele po tem, ko je oseba z notranjimi informacijami že prodala svoj delež in se s tem izognila izgubi. V tem primeru bi lahko rekli, da je oseba z notranjimi informacijami premagala trg.

Take vrste informacij in skoki cen delnic nimajo nič opraviti z zgodovinskim gibanjem cen. Tako spremenjene cene ponavadi hitro pridejo spet na prvotno raven, saj skoki tečajev privabijo kratkoročne vlagatelje, dolgoročni vlagatelji pa, zaradi zvestobe podjetju, delnic ne prodajo takoj, ko pride negativna informacija na trg. Tu naj omenim, da je pomemben tudi odnos podjetja do vlagateljev. Če je slaba novica ustrezno objavljena in razložena, imajo

delničarji zaupanje v podjetje tudi v slabših razmerah in je s tem manj možnosti, da bodo svoje delnice prodali in s tem dejanjem povzročili znižanje cene delnice.

Problem v zvezi s trgovanjem z notranjimi informacijami ni prisoten od danes. Ljudje z več informacijami so imeli že v preteklosti prednost pred manj informiranimi. Ena sama resnična ali neresnična informacija je lahko že davno nazaj povzročila premike tečajev. Včasih so bile te informacije povezane z vladarji in kralji in pa s tem, kaj se z njimi dogaja, danes pa gledamo predvsem na poslovanje podjetij.

Vse razvite države in tudi številne tiste, ki jih imamo za manj razvite, imajo danes že dobro urejene mehanizme za nadziranje in kaznovanje poslovanja z notranjimi informacijami. Vendar pa je to izjemno težko dokazati, zato so še vedno številni primeri kršitev.

7.2 ŠPEKULACIJE

Špekulant je oseba, ki v vrednostne papirje vlaga predvsem z namenom doseganja kratkoročnih dobičkov. Zanj je značilno, da nima izdelane dolgoročne strategije. O finančnih naložbah se odloča sproti, glede na informacije, ki jih ima na voljo. Njegov cilj je s pogostim trgovanjem z vrednostnimi papirji »premagati« trg. Špekulant torej predvideva, da je bodisi pametnejši oziroma spretnejši od drugih tržnih udeležencev, bodisi da ima posebne informacije in znanje, ki večini tržnih udeležencev niso dosegljive (Kleindienst, 2001, str. 29). Špekulant tako s svojim predvidevanjem in kalkuliranjem vpliva na cene vrednostnih papirjev. Prav špekulanti imajo velik vpliv na cene delnic. Od njih je odvisno kako se bodo cene gibale in katere delnice bodo videti precenjene in katere podcenjene. S svojim velikim vplivom povzročajo premike na trgu kapitala. Njihov namen so hitri in visoki donosi.

Delujejo na tem principu kot igre na srečo in ostale manipulacije. Špekulacije potekajo na borzi, kjer se trguje tako z vrednostnimi papirji, kot so delnice in obveznice, kot z dobrinami, kot so nafta, pšenica, kovine, bombaž, soja... in z denarjem, kjer gre predvsem za medvalutno trgovanje. Do tega je prišlo, ker je danes večina poslov na borzi namenjena preprodaji, katere namen so kar najvišji donosi. Cilj špekulantov je torej kupiti delnice z namenom, da bi jih kasneje prodali po čim višji ceni. Pri tem jih ne zanima za delnice katerega podjetja gre, pač pa je pomembno samo to, da imajo dober občutek, da se bo cena čez čas (lahko že čez 5 minut, eno uro, en mesec ali leto dni) toliko povečala, da bodo s prodajo dosegli zelen donos. Omenjeni špekulanti imajo ponavadi veliko bogastvo na borzi in s tem bogastvom lahko povzročijo nihanje cen in s tem dosegajo bajne donose. Z obsežnimi nakupi delnic sprožijo evforijo rasti, saj imajo moč, da z umetnim povpraševanjem dvignejo cene delnic. Ko se tej evforiji pridružijo ostali vlagatelji, to povzroči, da so cene delnic še kar nekaj časa zelo visoke. V neki točki, ko špekulant meni, da je dosegel dovolj visok donos, svoje delnice hitro proda in s tem doseže visoko razliko med nakupno in prodajno ceno. S tem dejanjem sproži panično prodajo drugih vlagateljev, posledica pa je padec cene delnice. Ko se cene teh zopet padejo na točko, na kateri so bile, preden so špekulanti začeli kupovati, začnejo špekulanti ponovno kupovati in spet se ponovi prejšnje stanje. Po nekaterih raziskavah naj bi bile take špekulacije zelo pogosto prisotne na borzi in naj bi bilo kar 97 odstotkov borznih transakcij špekulativne narave. Špekulacije povzročajo tudi večje ali manjše krize, ki prizadenejo celotno ekonomijo in vplivajo na inflacijo, posledice pa so take, da postanejo delniški trgi manj zanimivi. Ko se to zgodi, se špekulanti s svojimi dejanji preusmerijo na trge dobrin. Z dobrinami špekulirajo tako, da dobrin dejansko ne kupijo, ampak kupijo le termenske pogodbe o dobavi, ki jih pred samim rokom dobave prodajo naprej ali pa takoj, ko se cena dvigne. Z

velikimi nakupi dvigajo vrednost dobrin, kar pa ima spet vpliv na cene teh dobrin in posledično na življenje ljudi.

Naj navedem primer velike špekulacije, katere posledica je bil borzni zlom leta 1929. Cene so se višale kot posledica želja, ne pa zato, ker bi dobički in dividende podjetij tako hitro rasli. Trg se je kmalu prevalil iz bika v medveda, cene so strmo padle in trg je leta 1933 dosegel maksimum in izgubil kar 85 odstotkov svoje vrednosti iz začetka, torej leta 1929. Ta primer je zanimiv, ker so špekulacije povzročile kar borzni zlom, kar je gotovo najhuje, kar se finančnim trgom lahko pripeti (Mesar, 2008).

Špekulanti imajo torej veliko moč na delniškem trgu. Seveda pa za svoja dejanja potrebujejo kapital in informacije. Pri informacijah je pomembno, da jih špekulanti dobijo čim prej, saj prej, kot jih dobiš, več lahko zaslužiš.

Špekulanti so prisotni na borzah vseh državah, več špekulativnega denarja pa je na območjih bolj tveganih držav, kot so Balkan, Kitajska in Rusija. Tu se ob nepredvidljivem dogodku hitro in močno znižajo cene delnic. Reakcija na nepredvidljive dogodke je na teh trgih bistveno močnejša kot na razvitih zahodnih borzah.

8 VPLIV MEDIJEV

Mediji nastopajo kot posredniki med organizacijo in vlagatelji. S svojim poročanjem in prepričanjem lahko nemalokrat vplivajo na finančno javnost. Njihova glavna naloga je iskanje informacij pri raznih virih in posredovanje teh informacij ter kritično presojanje dogodkov. Pomembno pravilo, ki izhaja iz regulative, je, da v komuniciranju nobena od finančnih javnosti nima privilegijev. To pomeni, da finančno občutljivih informacij ne posredujemo le posamezniku ali skupini posameznikov, temveč vedno celotnemu trgu. S tem pa se prepreči neupravičeno okoriščanje posameznika ali skupine (Razpet, et al., 2003, str. 37).

Močno povečanje števila medijev za posameznega vlagatelja pomeni, da imajo nov dostop do vseh informacij, v istem času kot ga imajo profesionalni vlagatelji. To je omogočilo individualnim vlagateljem, da se odzovejo na objavo informacije hitreje, kar jim omogoča višje donose. Pojav interneta je pomenil revolucijo besed in s tem tudi finančnih poročil. Tako danes vlagateljem ni potrebno čakati na časopis, ampak imajo dostop do informacij takoj, ko so le-te objavljene. Poleg tega je internet izboljšal tudi informacije, ki jih lahko posameznik dobi neposredno od podjetja. Večina podjetij ima svoje spletne strani, kjer objavljajo tudi nekatere novice, ki jih ni mogoče dobiti drugje, so pa za vlagatelje lahko zelo pomembne.

Vsakodnevno se v medijih pojavljajo številne novice iz poslovnega sveta in z borze. Prav te vsakodnevne novice naj bi nemalokrat vplivale na oblikovanje cen delnic, saj se posameznik pogosto odloči za nakup nekih delnic ravno po poročanju medijev oziroma zato, ker je v medijih nedavno slišal novico povezano z delnicami tega podjetja. Tako zagovorniki vedenjskih financ opozarjajo, da novice v medijih povzročajo premike na delniških trgih. Tu naj omenim še špekulativne cene, ki jih lahko mediji s svojim poročanjem še okrepijo.

Pri objavi v medijih je pomembno tudi, v katerem od medijev se novica pojavi. Če vzamemo za primer Slovenijo, kjer vemo, da so glavni mediji v rokah političnih strank, se lahko vprašamo, če mogoče želijo nekateri z novicami v medijih vplivati na cene delnic tistih podjetij, ki so v rokah države. Če mediji neko podjetje favorizirajo, potem bo delnica tega

podjetja rasla. Vendar danes to ni več tak problem, saj je z razvojem internetne tehnologije posamezniku na voljo veliko informacij od raznih medijskih hiš, tako da se lahko vsak sam odloči, kje bo novico prebral ali pa preveril.

Vlagatelji lahko torej danes dobijo informacije iz številnih virov. Tako slika 2 prikazuje razmerje med podjetji, vlagatelji in javnostjo. Ta slika nam pomaga razumeti, kako poteka proces komuniciranja s finančnimi javnostmi.

Slika 3: Javnost v procesu komuniciranja s finančnimi javnostmi



Vir: Razpet et al., *Komuniciranje s finančnimi javnostmi*, 2003, str. 36

Osebno menim, da so ene izmed pomembnejših objav v medijih informacije o poslovanju podjetja. S temi informacijami si bodoči vlagatelji pomagajo oceniti situacijo v podjetju in spoznati zaželeno smer prihodnjega razvoja podjetja. Poleg tega pa so ravno mediji tisti, preko katerih se vlagatelje seznanja z dogajanjem na trgu in v podjetjih.

9 VEDENJSKE FINANCE

V finančni teoriji postaja vedno bolj moderno vpeljevanje strokovnjakov iz psihologije in sociologije, da ugotovijo obnašanje posameznika v različnih pogojih na trgu. S tem so se razvile vedenjske finance, ki v nasprotju s tradicionalno finančno teorijo trdijo, da se vsi posamezniki ne vedejo popolnoma racionalno. Ocenjujejo, da napačna ravnanja z denarjem temeljijo tudi na prirojenih človekovih nagibih (Shleifer, 2000, str. 14-30).

Strokovnjaki s pomočjo vedenjskih financ raziskujejo, kako se posamezniki pretirano odzivajo na informacije v procesu investicijskega odločanja. Predvsem je tu pomembno, kako se odzivajo v pogojih negotovosti, saj se prav tu najbolj jasno vidi, kako posameznik razmišlja in kako se obnaša. Pri tem so ugotovili, da se posameznik v pogojih negotovosti obnaša v nasprotju s tradicionalnimi finančnimi teorijami, po katerih bi morale biti cene vrednostnih papirjev stanovitne, oblikovale naj bi se glede na prihodnje denarne tokove in se spreminjale le ob pridobitvi nove informacije. Shiller (1998, str. 13) je dokazal, da so cene vrednostnih papirjev pretirano nestanovitne. Zato meni, da vedenjske finance zanikajo predpostavko o racionalnosti posameznika oziroma ekonomskih subjektov. Posameznik naj bi se v pogojih negotovosti obnašal v nasprotju s tradicionalnimi finančnimi teorijami. Racionalni investitorji na kapitalskih trgih vrednotijo vrednostne papirje po njihovi temeljni vrednosti. Le-to dobijo z diskontiranjem prihodnjih denarnih tokov. Ko pridobijo kakšno pomembno informacijo, se le-ta hitro odraža v spremembi cen. Če je ta informacija pozitivna, se cene zvišajo, negativna informacija pa se odrazi v znižani ceni. V omenjenem primeru imajo cene delnic v svoji vrednosti vključene vse relevantne informacije. Omenjena teorija se naslanja na teorijo učinkovitosti trga kapitala, vedenjske finance pa prav to teorijo najbolj negirajo. Teorija učinkovitosti trga kapitala predpostavlja, da se cene delnic spremenijo, ko

pride na trg nova informacija. Shiller (1998, str. 35) je dokazal, da so cene delnic veliko bolj nestanovitne, kot bi bilo pričakovati v skladu s hipotezo o učinkovitosti trga kapitala. Poleg tega meni, da sprememb cen delnic ni mogoče pojasniti samo z obstoječimi ekonomskimi modeli, temveč je potrebno upoštevati tudi različne psihološke in sociološke dejavnike (Shiller, 1998, str. 35).

Vpliv psihologije in neracionalnega ravnanja vlagateljev lahko opazimo ob objavi vseh informacij, saj je želja vsakega vlagatelja čim večji donos. V tem strmenju proti čim višjim donosom se zato ne vedejo racionalno, saj nad njimi prevladajo čustva in pohlep. Tako se na novo informacijo velikokrat premalo ali pa premočno odzovejo. Premalo se odzovejo, če določeni informaciji ne zaupajo oziroma so negotovi. Vedeti moramo, da so vlagatelji zelo nenaklonjeni izgubam; in prav izgube imajo za vlagatelje večjo težo kot dobički. Vlagatelj si na podlagi javnih informacij oblikuje svoje mnenje in predvidevanje kako, se bo cena delnic gibala v prihodnosti.

Pomembno vlogo pri vedenju vlagateljev imajo mediji in reklame, ki s promoviranjem določenih podjetij oziroma delnic poskrbijo za premike cen delnic. Bolj kot se neko delnico promovira, prej se posamezni vlagatelj, na podlagi čustev ali dobre reklame, odloči za nakup ali prodajo. Tudi v primeru, ko cena neke delnice dalj časa narašča, začnejo delnice tega podjetja posamezniki masovno kupovati, saj jih vodi čredni nagon. Sem so vpletena čustva in velikokrat nepremišljeno ravnanje posameznikov. Še vedno obstajajo številni vlagatelji, ki se pred nakupom določenih delnic ne pozanimajo, kaj želijo, tudi ne preberejo nič o podjetju, katerega delnice kupijo, pač pa opravijo nakup, ker to storijo ostali ljudje. Lep primer lahko vidimo na borzah v letu 2007. V času, ko so cene delnic konstantno rasle, so bili številni vlagatelji na borzi, med njimi tudi številni tisti, ki so kupili delnice določenega podjetja samo zato, ker je bilo to pač popularno. Veliko podjetij je na račun take množice vlagateljev izjemno dobro poslovalo. Tako so bila na Balkanu številna podjetja, ki niso imela ravno zelo dobrega poslovanja, so pa vseeno rasla in to zaradi ustvarjenih donosov na borzi. S tem so se vrstile reakcija za reakcijo in do finančne krize je bilo vse v redu in vsi so bili zadovoljni. Problem pri takih vlaganjih je v tem, da so vsi zraven ko cene rastejo, ko pa se pojavi pri nekaj vlagateljih strah pred izgubo, začnejo vsi množično prodajati, kar spet sproži na trgu reakcijo in hitro lahko pride do večjega znižanja cen delnic (Letni pregled trgov, 2008).

10 SKLEP

Pri trgovanju na borzi so ključnega pomena za odločanje informacije. Na oblikovanje cen močno vplivajo tudi pričakovanja udeležencev, psihološki dejavniki in evforija, ki jo ni mogoče nadzorovati. Gibanje tržnih cen delnic je odvisno od številnih dejavnikov, ki jih ni mogoče zanesljivo napovedati. Predvsem v današnjem času, ko so razmere na trgu zelo negotove in je prisotna velika stopnja globalizacije. Pri delnicah je zanimiv dejavnik ta, da če ljudje kupujejo delnice, ker pričakujejo, da jim bo cena rasla, bo že sam nakup teh delnic dvigal ceno. Višje cene pa nadalje vplivajo na ljudi, da kupujejo več in s tem se določen trend nadaljuje. Seveda velja enako v nasprotni smeri, kjer je poleg črednega nagona prisotna še panika. Finančni trg je eden izmed najbolj občutljivih trgov na negativna pričakovanja. Če prevladuje prepričanje, da se pojavlja upadanje dobička, bodo cene delnic še bolj padle. Prav zato so postali vlagatelji previdnejši in poleg finančnih informacij pričakujejo tudi informacije o trgu in ostale nefinančne informacije. Tudi nefinančne informacije nakazujejo prihodnjo usmeritev podjetij, ki nakazuje, ali je delnice tega podjetja smiselno imeti ali ne.

V diplomskem delu so me zanimali dejavniki, katerih informacije povzročijo nihanje cen delnic. Ugotovila sem, da nekatere informacije vplivajo bolj, druge manj, poleg tega pa je pomembna tudi hitrost širjenja informacij. Če povzamem ugotovitve, na gibanje tečajev vplivata dve vrsti dejavnikov; in sicer dejavniki, ki vplivajo na celoten trg in pa dejavniki, ki vplivajo samo na posamezno podjetje.

V prvem poglavju, ki se nanaša na učinkovitost trga kapitala, sem povzela teoretične preispitve, iz katerih izhaja, da je na posameznem trgu širjenje in vgrajevanje informacij odvisno od informacijske učinkovitosti tega trga. Pomembna ugotovitev se nanaša na to, da na učinkovitem trgu kapitala cene delnic vsebujejo tudi pričakovanja udeležencev. V praksi pa nobeden izmed trgov ni stoodstotno učinkovit. Tako so na trgu obdobja, ko večina vlagateljev ne trguje racionalno in ne upošteva razpoložljivih informacij ali pa jih uporabi z manjšim zamikom.

Pri analiziranju makroekonomskih dejavnikov sem ugotovila, da so dejavniki (ki vplivajo na vrednost delnice tako, da se njihova cena poveča); znižanje ravni obrestnih mer, visoka gospodarska rast in nižja stopnja inflacije. Dejavniki (ki povzročijo znižanje cen) pa so volitve, ki prinesejo negotovost na trg, napovedi o spremembah v davčni zakonodaji, povišanje ravni obrestnih mer, nižja gospodarska rast in višja stopnja inflacije.

Med zunanje dejavnike, ki vplivajo na celoten trg, štejemo tudi dejavnike sprememb cen surovin. Tu sem si za analizo izbrala kmetijske pridelke, zlato in nafto. Ti dejavniki vplivajo na spremembe načina življenja in tudi na cene delnic. Danes imamo v svetu globalizirane tudi prehranjevalne navade ljudi, kar je povzročilo večje povpraševanje po določenih vrstah živil, kar je pa imelo za posledico dvige cen hrane. Omenjeni trend s hrano je povzročil velik dvig povpraševanja predvsem na račun srednjega sloja prebivalstva, ki se v državah v razvoju krepi. Ta trend so izkoristili tudi s ponujanjem investicij v prehranska podjetja. Tako se na finančnih trgih vedno bolj pojavlja investiranje v hrano in ostale surovinne izdelke. Zlato, ki že od nekdaj velja za statusni simbol moči in bogastva, predstavlja dobro alternativno naložbo delniškemu trgu. Zlato se dobro izkaže v času medvedjega trenda, saj je povpraševanje po zlatu v krznih časih večje. Nafta je tudi eden izmed dejavnikov, katerega cena pomembno vpliva na delniški trg. Pri trgovanju z nafto se pojavljajo številne špekulacije. Pogoste so tudi napihnjene cene, s katerimi posamezniki dosegajo visoke donose.

Na delniškem trgu ima izjemno moč psihologija. Z njo ugotavljajo obnašanje posameznika v različnih pogojih ki jih ustvarja trg. Tu sem podrobneje pogledala notranje informacije in špekulacije in način, kako se vlagatelji odzovejo na le-te. Ugotovila sem, da je na trgu zlasti potrebna previdnost v pogojih negotovosti in ko cene delnic padajo, saj se nemalokrat pojavi čredno obnašanje, ki na trgu povzroča paniko in borzne zlome. V teh primerih je pomembno tudi, kako se odzovejo mediji in kakšno teorijo o prihodnosti podajo, saj so prav mediji prvi stik med vlagatelji in podjetji. Njihova vloga je močna tudi pri objavi poslovnih rezultatov podjetij in informacij o delitvi dobičkov. S svojim poročanjem lahko zelo vplivajo na vlagatelje. Vedeti moramo, da so prav mediji velikokrat edini, ki poročajo o nekem dogodku, ki zadeva podjetje, sploh kadar primanjkuje uradnih informacij iz podjetja. Tako vlagatelji iščejo pri njih informacije, iz katerih bodo kasneje sklepali, kaj se bo s podjetjem dogajalo. Ti primeri so pogosti pri združitvah in prevzemih podjetij, kar pomenijo spremembo, ki si je vlagatelji načeloma ne želijo. Tu je pomembno, kako poročajo (tako o prevzetem podjetju kot o prevzemniku), oziroma kako se odzovejo na združitev, saj je od tega odvisno zanimanje vlagateljev za določeno podjetje in s tem vpliv na ceno delnice tega podjetja.

O tem, s katerimi objavami informacij je doseženo večje nihanje cen delnic, je težko govoriti. V razmerah recesije je odziv na informacije večji kot v normalnih razmerah na trgu. V času slabega stanja na trgu lahko torej že samo ena majhna informacija močno zamaje trg. V tem primeru so pomembne vse informacije, tudi informacije ki ne zadevajo podjetja neposredno, kot na primer informacije o makroekonomskih dejavnikih ali o spremembah cen surovin. Če pa predpostavimo normalne razmere na trgu, se cene delnic bolj spremenijo ob informacijah, ki neposredno zadevajo podjetje, torej ob informacijah o združitvah in prevzemih podjetij ter ob informacijah o poslovanju podjetij in delitvi dobička. Ker je v primerih združitvev in sploh prevzemov večja negotovost, so nihanja cen delnic tu najvišja. Pomembno vlogo pri oblikovanju cen delnic imajo špekulanti, za katere pa ostali vlagatelji največkrat ne vedo, da gre za špekulante, zato se lahko na špekulacije odzovejo tako, da ravnajo enako kot trg. Torej kupujejo delnice, ko cene rastejo in jih prodajajo, ko cene padejo. Veliki premiki v cenah se zgodijo, ko se to ravnanje množično pojavi. V takih razmerah je poročanje medijev pomembno, saj še vedno na trgu obstaja veliko število vlagateljev, ki finančnega trga ne razumejo najbolje, v primeru krize jih zgrabi panika in začnejo množično prodajati. Zato je pomembno, da mediji objektivno in strokovno poročajo o dogajanju na finančnem trgu.

Zaradi velike kompleksnosti delniškega trga so napovedi o gibanju cen delnic precej zahtevna naloga. Prisotnost nepredvidljivih dogodkov je velik krivec, da gibanje cen delnic težko popolnoma preučimo in napovemo. Kar se je na trgu zgodilo včeraj, ni nujno, da se bo tudi čez en mesec. S številnimi informacijami, ki bodo objavljene v naslednjem obdobju, bo najverjetneje povezano gibanje cen, ki pa seveda ni zagotovljeno. Kljub temu, da imajo informacije pomemben vpliv na gibanje cen delnic, so prisotni še številni drugi dejavniki, ki tudi vplivajo na gibanje cen.

LITERATURA IN VIRI

1. Aver, B., Petrič M., Zupančič B.(2000). *Učinkovitost trga kapitala*. V Mramor Dušan et al.: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
2. Berk, A., Lončarski, I. & Zajc, P. (2004): *Poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
3. Berk, A., Peterlin, J. & Ribarič, P. (2005). *Obvladovanje tveganja: Skrivnosti celovitega pristopa*. Ljubljana: GV Založba.
4. Bešter, J. (1996). *Prevzemi podjetij*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
5. Bodie, Z., Kane A. & Marcus A.J. (1999). *Investments*. (4th ed.) Boston: Irwin/McGraw-Hill.
6. Brealy R.A., Myers Steward C. (2000). *Principles of Corporate Finance*. (6th ed.) New York: McGraw-Hill.
7. Bregar, L. (2007). *Statistika za poslovno odločanje – prvi del*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
8. Copeland, T. E., Weston F. J. (2005). *Financial Theory and Corporate Policy*. Boston: Pearskon Addison Wesley.
9. Dakić, L. (2008, 29. julij). *Letos se sovražni prevzemi kar vrstijo*. *Finance*. Najdeno 30. julija 2008 na spletnem naslovu http://www.finance.si/219394/Letos_se_sovra%BEEni_prevzemi_kar_vrstijo
10. Deželan, S. (1996). *Učinkovitost trga kapitala: teorija, empirične raziskave in primer Slovenije*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
11. *Expanding market [Belex]*, (2009). Najdeno 1.junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.belex.rs/index-e.php>
12. Fama E.F. (1970). *Efficient Capital Markets: (2nd ed.)A Review of Theory and Empirical Work*.
13. Fama, E. F. (1991). *Efficient Capital Markets: II*. *Journal of Finance*.
14. Grm, J. (2007, 12. november). *Dolar – grdi raček ameriškega gospodarstva*. *E-revir*. Najdeno 17. julija 2007 na spletnem naslovu <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=9096>
15. Grossman Sanford, J., Joseph E. & Stiglitz. (1980). *On the Impossibility of Informationally Efficient Markts*. *The American Economic Review*.

16. Hirshleifer, J., John Riley G. (1992). *The analytics of Uncertainty and Information*. Cambridge: Cambridge University Press.
17. *Index Informations [Down Jones]*, 2009. Najdeno, 14.januar.2009 na spletnem naslovu <http://www.djindexes.com/>
18. *Investment tools [Bloomberg]*, 2009. Najdeno dne 21. januarja 2009 na spletnem naslovu: <http://www.bloomberg.com/apps/cbuilder?ticker1=TRA%3AUS>
19. *Report for selected countries and subjects [Internation monetary found]*, 2008. Najdeno 24.november 2008 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/weodata/weoselagr.aspx>
20. Jerovšek, A. (1991). *Delnice – analize, strategije, špekulacije, davki*. Ljubljana: First.
21. Kleindienst, R. (2001). *Varčevanje v domačih in tujih delnicah*. (1th ed.) Ljubljana: Gospodarski vestnik.
22. *Kmetijske surovine [Surovine]*, 2009. Najdeno 20. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.surovine.si/diagrami/psenica.php>
23. Kostolany, A. (2002). *Borzna psihologija*. Ljubljana: Soleco.
24. Košak, M., Berk, A. (2007). *Finančni trgi in institucije I: Zapiski predavanj*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
25. LeRoy, S. F. (1989). *Efficient Capital Markets and Martingales*. (4th ed.) Journal of Economic Literature.
26. *Letni pregled trgov [Raiffeisen Bank]*, (2007). Najdeno dne 15. decembra 2008 na spletnem naslovu http://www.raiffeisen.si/uploads/market_reports/rb_lpt_2007.pdf
27. Madura, J. (2006). *Financial markets and institutions*. (7th ed.) Thomson/South-Western.
28. Malkeiel, B.G. (1992). *Efficient Market Hypothesis*. Newman P., Milgate M., Eatwell J.: The New Palgrave: Dictionary of Money and Finance. London: Macmillan Stockton Press.
29. Malkeiel, B.G. (2003). *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*. Journal of Economic Perspectives, Princeton.
30. Mastnak, S. (2007, november). *Če delnice proda direktor, Moje finance*, str. 26.
31. Mramor, D. (1999). *Slovar poslovno finančnih izrazov*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
32. Mesar, M. (2008, 29. januar). *Se zgodovina res ponavlja? E-revir*. Najdeno 25. julija 2008 na spletnem naslovu http://vzajemci.com/vz_article.php?ArticleID=9598
33. Mramor, D. (2000). *Trg kapitala v Sloveniji*. Ljubljana: GV založba.

34. Razpet, A., Tič Vesel, M. & Verčič D. (2003). *Komuniciranje s finančnimi javnostmi*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
35. Ross, S. A., Westerfield R. W. & Jaffe J. F. (1993). *Corporate finance*. Boston: Irwin.
36. Shiller J.R. (1998, januar). *Human Behavior and the Efficiency of the Financial System*. Najdeno 21. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d11b/d1172.pdf>
37. Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets: An introduction to Behavioral Finance*. Oxford: University Press.
38. *Surova nafta Brent [Surovine], 2009*. Najdeno 22. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.surovine.si/diagrami/nafta.php>
39. Stergar, A. (2001, 19. februar). *Letalska industrija prva domina. Delo*, str. 14.
40. Špec, B. (1996a). *Poslovanje na podlagi notranjih informacij*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
41. *The World factbook [Central intelligence agency]*, (2008). Najdeno 24.novembra 2008 na spletnem naslovu <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>
42. *V času gospodarskega pustošenja so prevzemi uspešnejši [Finance]*, (2008). Najdeno 1.avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/219687>
43. *Wikipedia*, (2009). Najdeno 21.januarja 2009 na spletnem naslovu <http://sl.wikipedia.org/wiki/>
44. *Zakon o trgu finančnih instrumentov*, (2008). Najdeno 25. februarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.zakonodaja.com/zakoni>.