

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO
VPLIV INFORMACIJ NA GIBANJE CEN DELNIC**

Ljubljana, junij 2009

MIHA ŠTENDLER

IZJAVA

Študent **MIHA ŠTENDLER** izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom **doc. dr. ALEŠA BERKA**, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 10.6.2009

Podpis: _____

KAZALO

UVOD.....	1
1. UČINKOVITOST TRGA	2
1.1 PREDPOSTAVKE POPOLNEGA IN UČINKOVITEGA TRGA KAPITALA IN POMEN INFORMACIJSKE UČINKOVITOSTI.....	2
1.2 OBLIKE INFORMACIJSKE UČINKOVITOSTI.....	3
1.3 NEUČINKOVITI TRGI.....	4
1.3.1 KOLEDARSKI FAKTORJI.....	4
1.3.1.1 JANUARSKI UČINEK.....	5
1.3.1.2 PONEDELJKOV UČINEK TER UČINEK KONCA TEDNA	5
1.3.1.3 UČINEK PREHODA MED MESECEMA	5
1.3.2 UČINEK ZAPOSTAVLJENIH PODJETIJ IN LIKVIDNOST	5
1.3.3 UČINEK VREMENA	5
1.3.4 UČINEK PREOBRATOV	5
2. INFORMACIJE KI VPLIVAJO NA SPREMEMBO TEČAJEV DELNIC	6
2.1 KAJ SO INFORMACIJE	6
2.2 PRIMER UPORABE NOTRANJIH INFORMACIJ- ENRON	7
2.3 OBLIKOVANJE CEN DELNIC.....	9
2.3.1 Osnovni (temeljni) dejavniki.....	9
2.3.2 Gospodarski dejavniki.	9
2.3.3 Dejavniki podjetja.	9
2.3.4 Politični dejavniki.....	9
2.3.5 Tehnični dejavniki.....	9
2.3.6 Dejavniki na osnovi tržnega razpoloženja.....	10
2.3.7 Skupni vpliv dejavnikov	10
2.4 INFORMACIJE PODANE S STRANI RELEVANTNIH INSTITUCIJ.....	10
2.5 POSAMEZNE INFORMACIJE O RAZNIH NAMERAH	11
2.6 INFORMACIJA, NA KATERO BI MORALI BITI NAJBOLJ POZORNI.....	14
3. VEDENJSKE FINANCE.....	15

3.1 VEDENJSKE ANOMALIJE.....	16
3.2 VRSTE VEDENJSKIH ANOMALIJ.....	16
3.2.1 PREVELIKA GOTOVOST V PRAVILNOST INFORMACIJ,.....	16
3.2.2 PREOPTIMISTIČNO NAPOVEDOVANJE IN GIBANJE CEN DELNIC.....	16
3.2.3 NEPRIZNAVANJE NAPAK.....	16
3.2.4 HAZARDERSKA ZMOTA.....	16
3.2.5 VEČJE TVEGANJE ZA VEČJE PREMOŽENJE.....	16
3.3 OPIS ANOMALIJ SKOZI NEKATERE TEORIJE.....	17
4. TRŽNE MANIPULACIJE IN ZLORABA NOTRANJIH INFORMACIJ.....	18
4.1 NALOGE ATVP.....	19
4.2 TRŽNE MANIPULACIJE.....	21
4.3 Preprečevanje konfliktov interesov zaposlenih na ATVP.....	22
4.4 Notranja revizija.....	23
4.5 Ustrezen informacijski sistem.....	23
5. MEDIJI IN NJIHOV VPLIV NA CENE DELNIC.....	24
5.1 VPLIV MEDIJEV NA TEČAJ DELNIC.....	24
SKLEP.....	25
LITERATURA IN VIRI.....	27

KAZALO SLIK, TABEL IN GRAFOV

Slika 1: Zveza med tremi stopnjami informacijske učinkovitosti:.....	4
Slika 2: Gibanje vrednosti delnice Enrona (v USD).....	8
Slika 3: Primerjava gibanja delnice VW glede na DAX od februarja do septembra 2008.12	
Slika 4: Gibanje delnic VW v septembru in oktobru (do 23.oktobra).....	13
Slika 5: Gibanje cen delnice VW v tednu od 23.do 30 oktobra 2008.....	14
Slika 6: Graf gibanja delnic glede na dobičke.....	15
Slika 7: Organigram organizacije za trg vrednostnih papirjev.....	19
Slika 8: Konflikti interesov v grafiki.....	22
Slika 9: Nadzor ATVP.....	22
Slika 10: Kdo vpliva na tečaje delnic.....	24

UVOD

Izbira teme za diplomsko nalogo je po navadi ključna pri nadaljnji izdelavi. Sam sem se odločil za to temo na podlagi njene aktualnosti, saj je v zadnjem času opaziti v medijih precej primerov, ki se neposredno ali posredno navezujejo na informacije ali zlorabo le-teh.

Dejstvo je, da cene delnic nihajo ter, da je njihova vrednost odvisna od informacij, ki so na voljo. Tu se poraja tudi vprašanje katere informacije in kakšna pravila vodijo do spremembe cen in ali so morda navidezno zelo nihajoče cene delnic prevelike.

Mnogi vizionarji so že davno dejali, da bo trg kapitala sčasoma postal zelo zanimiv, saj bodo ljudje spoznali, da je tu mogoče pridobiti ogromne kapitalske dobičke. To se je tudi zgodilo, saj je moč zaslediti ogromno število finančnih inštitucij, specializiranih za to področje. Ko enkrat vstopiš na trg kapitala, pa je nadvse pomembno, da se primerno oborožiš. In na tem bojišču so informacije najboljše orožje. Informacij je na trgu cel kup, pomembno pa je, da jih pridobimo pravočasno, pravilno interpretiramo in na njihovi podlagi sprejmemo ustrezno nakupno ali prodajno odločitev.

V začetnem delu se dotaknem opisa ter značilnosti trga kapitala (učinkoviti in neučinkoviti), njihovih predpostavk in vpliv le-teh na vrednostne papirje.

V drugem poglavju predstavljam informacije, ki imajo vpliv na spremembo tečaja. Mednje sodijo notranje informacije, katerim namenjam največjo pozornost in posvečam opis praktično že kulturnega primera v sodobni ekonomiji - Enron, informacije podane s strani pomembnih institucij, informacije o raznih namerah - primer prevzema VW s strani Porscheja ter informacijo, na katero bi morali biti najbolj pozorni, ko se odločamo o nakupu ali prodaji vrednostnih papirjev - dobiček družbe. Pomembno vlogo ima tudi oblikovanje cen delnic in faktorji, ki na spremembo vplivajo.

V tretjem poglavju opisujem temo, ki je fokusirana na posameznika ter njegove reakcije in vplive na določene situacije - vedenjske finance. Skozi vedenjske finance predstavljam vedenjske anomalije ki se pojavljajo ter opis le-teh skozi nekatere teorije.

Na vseh področjih kjer je udeležencev veliko, se bržkone slej kot prej začnejo pojavljati določena trenja. Tako je tudi v svetu financ, zato v četrtem poglavju razčlenjujem tržne manipulacije ter zlorabo notranjih informacij. V tem poglavju razdelam tudi vlogo regulatorja (ATVP) ter pravila, katerih se je potrebno držati, da ne pride do konfliktov interesov.

V zadnje, peto poglavje, postavljam medije ter njihov vpliv na oblikovanje tečajev delnic. Mediji v današnjem času še zdaleč niso več samo prenašalci informacij, ampak imajo močno vlogo pri vplivanju na množice ter posredno pri oblikovanju tečajev delnic.

1. UČINKOVITOST TRGA

»Finančni trg je mehanizem, ki omogoča prenos finančnih presežkov od celic s finančnimi presežki na celice s finančnimi primanjkljaji. Finančni trg v najširšem smislu obsega ves pritok finančnih prihrankov ali sredstev, ne glede na to, ali se trguje z vrednostnimi papirji ali pa gre za bilateralne odnose med posojilodajalcem in posojilojemalcem. Gre za finančni trg v najširšem smislu, ki ga delimo na denarni trg in trg kapitala. Razlika med denarnim trgom in trgom kapitala je v tem, za koliko časa se prenašajo sredstva od suficitnih na deficitne celice. Navadno se z denarnim trgom misli na transakcije s kratkoročnimi vrednostnimi papirji in s trgom kapitala na transakcije z dolgoročnimi vrednostnimi papirji, to je s papirji, katerih dospelost je daljša od enega leta« (Ribnikar, 1999, str. 155).

Trg kapitala je konkurenčen in komplementaren drugim delom finančnega sistema in ima lahko bolj ali manj pomembno mesto v tem sistemu. Na to vpliva vrsta dejavnikov. Države z razvitim tržnim gospodarstvom se bistveno razlikujejo med seboj glede pomena trga kapitala v finančnem sistemu (od velikega pomena, na primer, v Združenih državah Amerike, Veliki Britaniji, do majhnega, na primer, v Avstriji, Nemčiji), čeprav se v devetdesetih letih zaradi številnih razlogov, predvsem pa zaradi globalizacije finančnih trgov, razlike med državami počasi zmanjšujejo (Aver, Petrič, Zupančič, 2000, str. 304).

1.1 PREDPOSTAVKE POPOLNEGA IN UČINKOVITEGA TRGA KAPITALA IN POMEN INFORMACIJSKE UČINKOVITOSTI

Predpostavke popolnega trga kapitala zagotavljajo, da popoln trg kapitala učinkovito alokira kapital v najbolj produktivne porabe z nakupi in prodajami vrednostnih papirjev. Cene vrednostnih papirjev morajo odražati vse razpoložljive relevantne informacije, da bi bil trg kapitala lahko alokacijsko učinkovit. Značilnosti popolnega trga kapitala v pogojih gotovosti so (Mramor, 1991, str. 21):

Trg kapitala deluje brez trenj

Da trg kapitala lahko deluje brez trenj, morajo biti izpolnjeni določeni pogoji. Najpomembnejši faktor je odsotnost transakcijskih stroškov. Ob odsotnosti transakcijskih stroškov to pomeni, da ni stroškov pridobivanja informacij, stroškov koordinacije, stroškov pogajanj, stroškov sklepanja pogodb, stroškov v zvezi s stečajem in finančno stisko podjetja, stroškov agentov, ni davkov, ni zakonodaje, ki bi omejevala prosto delovanje trga, zato imajo tudi vsi ekonomski subjekti prost dostop do trga kapitala ter, da so vsa sredstva popolnoma deljiva in se prodajajo in kupujejo na trgu kapitala.

Na trgu vlada popolna konkurenca

Za vsak posamezni ekonomski subjekt, ki na trgu kapitala prodaja ali kupuje vrednostne papirje, so cene le-teh dane.

Trg kapitala je informacijsko učinkovit

Informacije se morajo do investitorjev širiti karseda hitro in s karseda majhnimi stroški. Vse informacije, ki se pri tem širijo, niso nujno potrebne in nekatere ostanejo tudi tajne, vendar je pomembno da se do njih da priti karseda hitro. Za informacijsko učinkovitost je značilno, da so v trenutnih tržnih cenah finančnih naložb odražane vse razpoložljive informacije, tekoče cene finančnih naložb so poznane in vsi udeleženci na trgu imajo do njih prost dostop. Če je trg kapitala informacijsko učinkovit, se vse nove informacije, ki jih udeleženci na trgu pridobijo, hitro odražajo v cenah in dolgoročno ni mogoče dosežati nadpovprečne donosnosti. Iz tega sledi, da so spremembe cen posledica novih informacij, ki v vsakem trenutku predstavljajo najboljšo oceno notranje vrednosti naložb (Bodie, Kane, Marcus, 1999, str. 328).

Vsi udeleženci na trgu se obnašajo racionalno

Sprejemajo odločitve, s katerimi maksimirajo svojo koristnost potrošnje in so tveganju nenaklonjeni. V razmerah negotovosti popolnemu trgu kapitala dodamo še eno predpostavko.

Udeleženci na trgu kapitala imajo homogena pričakovanja

Vsi imajo enako oceno verjetnostne porazdelitve prihodnjih denarnih zneskov, ki bodo predstavljali donos njihove naložbe v podjetje.

Število udeležencev trgovanja

Kot že rečeno, je kapitalski trg sestavljen iz ogromnega števila raznih subjektov, ki so pripravljeni trgovati na njem. Posledično je možno povezati, da več kot je teh subjektov, ki so pripravljeni kupovati in prodajati vrednostne papirje, manjša je verjetnost, da bi skušali posamezniki vplivati na tržno ceno določenih vrednostnih papirjev.

Geografska neodvisnost

Dejstvo je, da je lahko premoženje podjetja registrirano povsem na drugem koncu sveta kot kotirajo njegove delnice, vendar pa to ne sme biti ovira pri opravljanju trgovanja z vrednostnimi papirji.

1.2 OBLIKE INFORMACIJSKE UČINKOVITOSTI

V novejših empiričnih raziskavah je bila hipoteza učinkovitega trga kapitala¹, v nadaljevanju EMH, opredeljena in testirana v treh oblikah (Mramor, 1991, str. 87):

- Šibka oblika, ki pravi, da investitor na podlagi prejšnjih informacij o donosnosti ne more zagotoviti večjega donosa svojih naložb.
- Srednje močna oblika pravi, da investitor na podlagi katerih koli javno dostopnih informacij, ne more pridobiti večjega donosa svojih naložb.
- Močna oblika trdi, da investitor na podlagi katerih koli informacij ne more ustvariti večjega donosa svojih naložb.

¹ *efficient market hypothesis – EMH*

Slika 1: Zveza med tremi stopnjami informacijske učinkovitosti:



Vir: Lasten diagram

Alokacijska učinkovitost: Ta vrsta učinkovitosti kapitala se kaže v optimalnem razporejanju prihrankov v proizvodne naložbe tako, da ima družba od nje največje koristi. Če je trg informacijsko učinkovit še ne pomeni, da je tudi alokacijsko učinkovit. Informacijska učinkovitost je le potreben pogoj za alokacijsko učinkovitost, ni pa tudi zadosten. Pogoj, da se dosega alokacijska učinkovitost je ta, da sta izpolnjena tako informacijska učinkovitost kot tudi delovanje z čim nižjimi transakcijskimi stroški. V primeru nedelovanja le enega izmed njih, se pojavljajo težave pri neučinkovitem razporejanju prihrankov v narodnem gospodarstvu.

Operativna učinkovitost: Nanaša se na ustrezno ureditev trgov tako, da se prenos prihrankov opravi z najmanjšimi možnimi transakcijskimi stroški ter zagotavlja pošteno donosnost. Operativna učinkovitost je sorazmerno povezana s stroški povezanimi s posredovanjem in trgovanjem z vrednostnimi papirji.

1.3 NEUČINKOVITI TRGI

Ker pa v resničnem življenju nič ni idealno, se tudi tu pojavljajo trenja, ki preprečujejo, da bi lahko govorili o učinkovitih trgih. Na zgoraj navedene pogoje, ki morajo biti izpolnjeni, da bi lahko govorili o učinkovitih trgih deluje več faktorjev, ki to teorijo postavljajo na glavo. Največ pozornosti se namenja koledarskim in psihološkim faktorjem, ki neprestano težijo k neučinkovitosti trga (Železnik, 2002, str. 41).

1.3.1 KOLEDARSKI FAKTORJI

Za določena obdobja v koledarskem letu velja, da so bolj ali manj donosna od drugih. To se odraža skozi nekatere anomalije, ki jim pravimo koledarski faktorji. Te anomalije so:

januarski učinek, ponedeljkov učinek ter učinek konca tedna, učinek prehoda med mesecema, učinek zapostavljenih podjetij in likvidnost, učinek vremena ter učinek preobratov. Vse te anomalije imajo pomembno vlogo pri soustvarjanju razpoloženja vlagateljev ter posledično oblikovanju cene delnic.

1.3.1.1 Januarski učinek

Posebnost januarskega učinka se kaže v tem, da delnice dosegajo nadpovprečne vrednosti v času od meseca decembra do januarja. Najboljša razlaga tega dogajanja je ta, da se nekateri investitorji oziroma podjetja odločijo nekatere vrednostne papirje v decembru prodati zaradi davčnih razlogov, vendar pa jih v začetku januarja odkupijo nazaj. Posledica tega je, da se investitorji zaradi nastalih izgub na kapitalskih trgih izognejo plačilu davka, posledično pa takšno ravnanje močno zniža tečaje delnic v zadnjem mesecu, kar lahko s pridom izkoristijo mali delničarji in posamezni vlagatelji (Thaler, 1987, str.199).

1.3.1.2 Ponedeljkov učinek ter učinek konca tedna

Že leta nazaj so ugotavljali kakšni so učinki glede trgovanja v posameznih dnevih. Ugotovljeno je bilo, da se najnižji tečaji, oziroma donosi, beležijo v ponedeljek, medtem ko vrhunec tečaji dosežejo ob petkih (Russel, Torbey, 2008).

1.3.1.3 Učinek prehoda med mesecema

Na ta učinek so mnogi namigovali že nekaj časa, vendar razen namigovanj in špekuliranj trdnejših dokazov o obstoju tega učinka ni (Russel, Torbey, 2008).

1.3.2 Učinek zapostavljenih podjetij in likvidnost

Tu gre za neko verzijo učinka malih podjetij. Ta mala podjetja naj veliki investitorji ne bi jemali resno, oziroma, bi jih zapostavljali. O njih prav tako naj ne bi krožilo veliko informacij. Ta vzrok, in pa manjša likvidnost teh majhnih podjetij, naj bi bil razlog za višjo donosnost delnic teh podjetij, ki naj bi služili kot premija za tveganje (vir: Aver, Petrič, Zupančič, 2000, str. 314).

1.3.3 Učinek vremena

Kot kaže ima vreme pomembno vlogo ne samo na dogajanje v privatnem življenju, temveč tudi na borzne trge in tečaje delnic. Leta 1993 je Saundersova študija pokazala povezavo med vremenom in borznim indeksom na NYSE². Izkazalo se je, da je bil indeks negativen, kadar je bilo zunaj oblačno ali deževno vreme (Russel, Torbey, 2008).

1.3.4 Učinek preobratov

Preobrat se zgodi na podlagi donosnosti delnic. Pogosto se zgodi, da delnice, ki so v nekem obdobju kotirale slabo, doživijo nenadno rast ter obratno (vir: Aver, Petrič, Zupančič, 2000, str. 314).

² New York Stock Exchange - Newjorška borza

2. INFORMACIJE KI VPLIVAJO NA SPREMEMBO TEČAJEV DELNIC

Da niso vse informacije enake, oziroma enako koristne, je jasno že na prvi pogled. Nekaterih vsakdanjih informacij na primer ne moremo uporabiti na trgu kapitala, prav tako pa z informacijami o kapitalskih trgih ne moramo opravljati vsakdanjih stvari. Zato je pomembno kdaj pridobimo kakšno informacijo, predvsem pa, da je pravočasna ter točna.

2.1 KAJ SO INFORMACIJE

Vsi imamo take ali drugačne izkušnje, ko poskušamo pridobiti informacije. Običajno je dostopnost do informacij odvisna od statusa prosilca, to je, kakšno družbeno vlogo zaseda, pa tudi od vrste informacij, ki jih išče. Najbolj značilen primer je Statistični urad RS. Določene, izbrane informacije so dostopne vsej javnosti, za vse preostale, ki niso objavljene v letopisu, je treba zaprositi pismeno, z utemeljitvijo.

Prav tako je nekoliko drugačen odnos do informacij v podjetjih. Na raziskovalnih ali svetovalnih institucijah pa je vse odvisno od tega, kdo je naročnik, oziroma plačnik raziskave, in s tem lastnik informacij in podatkov. Če izpostavimo nekaj temeljnih človekovih pravic in svoboščin, ne gre prezreti pravice do svobode izražanja misli, govora in javnega nastopanja, tiska in drugih oblik javnega obveščanja in izražanja. Pravica do izražanja vključuje tudi pravico do informacij javnega značaja in je torej osnova za soudeležbo javnosti. Pravica do informiranosti ne pomeni le zbiranja javno posredovanih informacij, denimo v sredstvih množičnega obveščanja, ampak tudi pridobivanje informacij iz različnih virov.

Poenostavljeno je informacija sporočilo, ki jo dajalec posreduje recipientu, prejemniku. Zakaj so informacije tako zelo pomembne in zakaj se vedno vse zapleta okrog njih? **Informacija je moč! Informacije so nekakšen nadzor delovanja tistih, ki jih proizvajajo.** Razkrivajo, kako delovni, uspešni, verodostojni in strokovni so dajalci in posredovalci informacij. Na drugi strani pa so informacije hkrati mehanizem s povratno funkcijo. Tisti, ki jih posredujejo, se lahko nanje odzovejo. Informacije so bistvene in potrebne pri zanesljivem odločanju in za soudeležbo javnosti. Pri tem je nujno podčrtati tudi njihov obseg. Pravica do informacij in informiranja namreč v resnici omogoča obstoj demokratične družbe. Osnovni proglašeni način delovanja EU - svoboden pretok blaga, ljudi in storitev - vključuje seveda tudi neoviran pretok informacij. Tako kot za vse druge družbene dejavnosti je tudi za to treba pridobiti splošno privolitev, konsenz in določiti okvire, kako "trgovati" z informacijami. (Burja Alenka, REC-ov bilten, april 1999).

Glede na prejšnji odstavek o informacijah lahko nadaljujem z mislijo, da so informacije moč in da so le-te ob nepravem času v rokah napačnih ljudi, lahko celo pogubne. Dejstvo je, da se celotna borza vrti okrog informacij ter s tem posledično cene delnic. Kot že zapisano zgoraj, mora biti zagotovljen ustrezen mehanizem, ki preprečuje uhajanje informacij, ki niso namenjeni javnosti. Najpomembnejši faktor v tej zgodbi so notranje informacije.

2.2 PRIMER UPORABE NOTRANJIH INFORMACIJ- ENRON

Enron, nekoč energetski gigant in sinonim sodobnega korporativizma, je v današnjih časih postal študijski primer zlorabe notranjih informacij, prikrivanja resnice in zavajanja javnosti. Enron pa zaradi svojega delovanja ni propadel sam, temveč je za seboj potegnil še največjo revizijsko hišo v ZDA, Arthur Andersen, verigo investicijskih bank, ki so utrpeli škodo (HSBC, BNP Paribas) ter najpomembnejše, več kot 22.000 zaposlenih v Enronu ter 29.000 zaposlenih pri Arthur Andersenu (Košenina, 2003, str. 22).

Zametki v sumljivih poslih Enrona segajo v leto 1987, natančneje v škandal Valhala, kjer sta dva trgovalca Enron Oila začela organizirati stave na to, ali bo cena nafte v prihodnjih mesecih narastla ali padla. Kljub velikemu tveganju so dobički družbe Enron Oil skokovito naraščali (Eichenwald, 2005, str. 15).

Prava drama, oziroma začetek konca v poslovnem sistemu Enron pa se prične, ko za svetovalne storitve leta 1988 zaprosijo svetovalno skupino podjetja McKinsey & Co., katere vodja je bil Jeffrey Skilling. Prav Skilling je bil osrednji akter v drami, saj je leta 1989 sprejel delovno mesto v Enronu, vendar pod enim pogojem - da podjetje uvede računovodsko tehniko vrednotenja po tržni vrednosti ("*mark-to-market*"). In prav ta odločitev, ki so jo nadzorniki Enrona sprejeli, se je kasneje pokazala kot usodna. *Mark-to-market* je namreč tehnika, ki se uporablja v računovodstvu in financah in s katero lahko podjetje bodoče (potencialne) zaslužke, ki jih bo dejansko prejelo šele v prihodnosti, knjiži že danes, torej na dan sklenitve pogodbe. S to tehniko je Enron prikazoval enormne dobičke, čeprav se je dejansko utapljal v dolgovih.³ Da bi lahko skrili dolgove in izgube, je Enron prakticiral t. i. strukturirane finance ("*structured finance*")⁴ in ustanovil na stotine "podjetij za posebne namene" ("*Special Purpose Entity*")⁵, s katerimi je reševal Enronove finančne težave. Enronu je z dovršeno kampanjo uspevalo prepričevati tako javnost, kot tudi borzne analitike, da so dejansko najboljše in najbolj inovativno podjetje na trgu. Zaradi takšnega obnašanja so njegove delnice vedno znova dosegale nove meje mogočega na NYSE.

Z ustanavljanjem tako imenovanih SPE-jev, je Enron nadaljeval v nedogled, dokler niso spoznali, da je praktično konec in da tako ne gre več naprej.

14. avgusta 2001, 6 mesecev po tem, ko je prevzel mesto CEO Enrona, je Skilling nenadoma zapustil Enron. Dejanje je sprožilo val suma, špekulacij, vprašanj, strahu, jeze, predvsem pa

³ Primer mark-to-market: Če ima nekdo 100 delnic, kjer je ob nakupu ena stala 50 USD in se danes prodaja po vrednosti 60 USD, potem je "mark-to-market" vrednost njegovih delnic 6.000 USD, medtem ko je dejanska knjižna vrednost (*book value*) delnic le 5.000 USD.

⁴ »Strukturirano financiranje« je širok pojem, opisuje pa finančni sektor, ki je ustanovljen za preusmerjanje tveganj prek kompleksnih pravnih in gospodarskih družb.

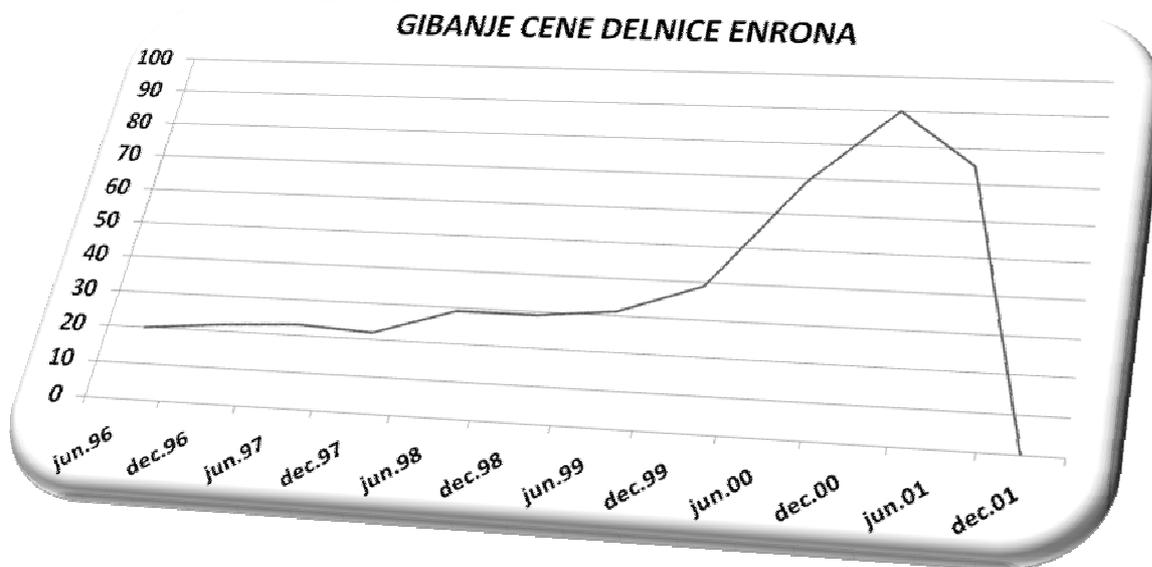
⁵ SPE je fond, korporacija, komanditna družba ali katera druga oblika pravne osebe, ki ima pooblastila za izvajanje dejavnosti, kot določa njena ustanovna listina. Svojemu sponzorju zagotavlja finance in likvidnost, kreditodajalce pa varuje pred morebitnim bankrotom dolžnika – sponzorja. Ta običajno ustanovi SPE zaradi opravljanja določene naloge pri prenosu sredstev.

dvomov glede podjetja tako med zaposlenimi kot tudi na Wall Streetu. Za Enron je to pomenilo še dodaten udarec: borzni analitiki so na podlagi Skillingove odpovedi degradirali vrednost Enronove delnice (Eichenwald, 2005).

Skillingov nenaden odstop je veliko zaposlenih jemalo kot izdajo. Ena izmed uslužbenk, ki jo je Skillingov odhod najbolj razjezil, je bila Sherron Watkins. Dan po Skillingovem odhodu, 15. avgusta, je poslala anonimno pismo, v katerem je opozorila na računovodske nepravilnosti in možnost goljufanja.

Sporne SPE so začele na trgu vzbujati sum prevare in s temu primerno so se odzvale tudi Enronove delnice. 17. oktobra, je Enron svojim zaposlenim blokiral račune in prepovedal prodajo delnic, medtem ko so njegovi vodilni v naslednjih dneh skupaj prodali nekaj več kot 100.000 delnic v skupni vrednosti več kot 1,1 mrd USD. Kljub temu so vodilni, 23. oktobra 2001, še vedno zatrjevali, da je Enron stabilno podjetje brez nepravilnosti in da ni razlogov za paniko. Na ta dan se je vrednost Enronove delnice spustila na 19 USD.

Slika 2: Gibanje vrednosti delnice Enrona (v USD)



Vir: Kovačič, 2002, str. 86

V povezavi z Enronom je v kazenskem postopku skupaj 34 posameznikov. Do danes jih je 18 priznalo krivdo, 4 ljudi je za krive spoznala porota (Lay, Skilling, Boyle, Brown), 2 sta bila spoznana za nedolžna, trem posameznikom so obtožnice zavrgli, v dveh primerih pa je bila obtožnica razveljavljena.

2.3 OBLIKOVANJE CEN DELNIC

Vsak posameznik, ki je kdaj pogledal na borzni monitor je zagotovo opazil nenehne spremembe ob določeni delnici. Kakšna bo ta sprememba do potankosti ne ve niti najboljši borzni analitik, temu tečaju se lahko le močno približa. Na oblikovanje tečajev delnic pa vplivajo naslednji dejavniki:

2.3.1 Osnovni (temeljni) dejavniki

Temeljni podatki so od trenutka, ko so znani, že vračunani v ceno delnice in na ta tečaj ne vplivajo več (Jerovšek, 1991, str. 113). Temeljne dejavnike pa lahko nato razdelimo v skupine.

2.3.2 Gospodarski dejavniki.

Mednje uvrščamo vse dejavnike, ki tako kot na naše podjetje vplivajo tudi na splošno okolje in javnost. Sem sodijo predvsem vsi makroekonomski kazalci, kot so: stopnja inflacije, obrestne mere, BDP ter stopnja brezposelnosti in devizni tečaj.

2.3.3 Dejavniki podjetja.

Ko govorimo o dejavniki podjetja, govorimo o vseh spremenljivkah, ki tako ali drugače vplivajo na poslovanje podjetja. Najpomembnejši dejavnik v tej kategoriji je dobiček, saj brez njega podjetje ne more preživeti. Med notranje dejavnike uvrstimo tudi vse finančne kazalce, ki nam omogočajo nemoteno poslovanje. Največkrat so to kazalci dobičkonosnosti ter likvidnosti. Likvidnost nam pove ali je podjetje v določenem trenutku plačilno sposobno. Med pomembne kazalce kot dejavnike podjetja štejemo tudi kazalce učinkovitosti, ki kažejo ali je bilo poslovanje v določenem obdobju uspešno.

2.3.4 Politični dejavniki.

Politični dejavniki so se pri nas izkazali za pomembne šele po vstopu Slovenije v EU in odprtjem visoko konkurenčnega mednarodnega trga. Kažejo se predvsem v splošnem interesu države oziroma naroda, da neko podjetje, ki je paradni konj domačega gospodarstva, uspešno posluje in tako prinaša splošno zadovoljstvo ter socialno blaginjo.

2.3.5 Tehnični dejavniki

Pri tehničnih dejavniki je bistvenega pomena analiza, ki se ukvarja s proučevanjem gibanja cen delnic v preteklih letih in na tej osnovi nato zgradi napoved za prihodnja leta. Ker delovanje trga deluje ciklično, se tudi napovedovanje gibanja delnic napoveduje glede na trend. Drugo, kar je pomembno pri tehničnih dejavniki je, da trendi niso edino kar se upošteva pri določitvi cene. Pri tehnični analizi upoštevamo, da vračunane cene niso vse kar vpliva na ceno, temveč v velikem obsegu na ceno vpliva tudi obseg poslovanja. Za razliko od analize pri gospodarskih in političnih dejavniki, se tehnični analitiki ne ukvarjajo preveč z vzrokom zakaj je cena delnice takšna kot je, ampak jih zanima le kakšen je vzrok.

2.3.6 Dejavniki na osnovi tržnega razpoloženja

Tržno razpoloženje je subjektiven faktor, ki se kaže pri vplivanju na spremembo cene. Tržno razpoloženje je navadno mešanica različnih občutkov in vplivov, pod katerimi je v danem trenutku investitor. Sem lahko spadajo različne novice, posredovane s strani medijev, videno ali slišano na internetu ter svetovanje raznih strokovnjakov.

2.3.7 Skupni vpliv dejavnikov

Ker se tako ljudje kot tudi številni finančni instrumenti razlikujejo, poznamo na trgu investicij dve vrsti investitorjev. Tiste, ki se odločajo za investicije na kratek, in tiste na dolgi rok. Na kratkoročne vlagatelje vplivajo predvsem psihološki ter tehnični dejavniki, medtem ko so za tiste dolgoročne ključnega pomena temeljni dejavniki, ki vplivajo na gibanje tečajev (Harper, 2004).

2.4 INFORMACIJE PODANE S STRANI RELEVANTNIH INSTITUCIJ

Da na odločitve subjektov, ki sodelujejo v trgovanju z različnimi finančnimi instrumenti ne vplivajo le informacije same, ampak tudi institucije, ki z njimi razpolagajo, se vidijo gibanja cen delnic, ki se spremenijo, ko katera izmed teh objavi relevantno informacijo, ki bo bodisi ugodna ali neugodna za posameznika ali družbo, vpleteno v trgovanje na trgu. Te informacije prihajajo iz različnih institucij, spodaj pa opisujem dve najpomembnejši.

Prva izmed njih je **Banka Slovenije**, ki izdaja razna poročila, na katera so vlagatelji še kako pozorni. Med ta poročila sodijo: letno poročilo, ki navadnemu investitorju ne povzroča velikih preglavic, mesečna poročila o cenovni stabilnosti ter primerjava z drugimi državami, mesečna poročila o finančni stabilnosti, mesečna poročila o poslovanju bank in gibanja na kapitalnem trgu. Tako za posameznike, kot za velike investitorje pa so bolj pomembna mesečna poročila o finančnem sistemu, kjer so informacije o kreditih, obrestnih merah ter gibanje na denarnem trgu. Za tiste, ki se odločajo o naložbah v tujino in tveganju, oziroma donosnosti le-teh, bodo verjetno najpomembnejši ekonomski podatki o sodelovanju s tujino. Med te sodijo ekonomski kazalniki mednarodnega okolja, ki se pripravljajo v analitskem delu Banke Slovenije. Namen tega gradiva je spremljanje dogajanj na ekonomskem področju v različnih državah in na naftnem trgu. V poročilu se opisujejo še ekonomski odnosi Slovenije s tujino, tudi ta poročila pa izhajajo mesečno.

Naslednja institucija, ki ima pomemben vpliv na razpoloženje vlagateljev je **Urad za makroekonomske analize (UMAR)**, ki na podlagi različnih publikacij izdaja makroekonomske analize, skozi katere se da pridobiti mnogo informacij, ki lahko ključno vplivajo na naše investicije.

Prva izmed njih so **Ekonomski izzivi**, gre za letno publikacijo, namenjeno spremljanju konjunkturalnih gibanj ter analiz fiskalnega stanja in fiskalne politike. Poleg teh standardnih rubrik, pa se v Izzivih vedno znajde tudi katera izmed aktualnih tem, ki je zanimiva za

obravnavo. Ekonomski izzivi izhajajo v začetku poletja saj jim to omogoča, da se ugotavljajo odmiki od analiz, oziroma predvidevanj, ki so jih podali predhodno. Vse več poudarka pa se namenja makroekonomski analizi javnih financ, ki je postala pomembnejša in zahtevnejša z vstopom v Evropsko in monetarno unijo.

Poleg Ekonomskih izzivov izdajajo tudi **Ekonomsko ogledalo**, ki je podrobnejša publikacija, namenjena sprotnemu ugotavljanju, objavljanju in komentiranju tekočih makroekonomskih zadev z ekonomskega, socialnega in okoljskega stališča. Publikacija je na voljo vsak mesec, razen v septembru, za tuje investitorje pa je na voljo tudi v angleškem jeziku.

Naslednja publikacija so **Napovedi gospodarskih gibanj**, ki izhaja dvakrat letno, in sicer najkasneje do 31. marca ter 30. septembra tekočega leta. Obe napovedi služita kot podlaga za načrtovanje gospodarske politike ter oblikovanje in pripravo državnega proračuna Vlade republike Slovenije.

Še ena izmed publikacij pa je **Poročilo o razvoju**, ki izhaja enkrat letno, v njem pa je predstavljeno uresničevanje strategije razvoja Slovenije.

Še nekoliko redkeje kot Poročilo o razvoju, izhajajo **Socialni razgledi**, ki sicer nimajo predpisanega roka, vendar izidejo približno vsake dve ali tri leta. To je monografsko gradivo, ki z vidika socialnih razmer kaže vpliv na gospodarstvo, saj je le popolna kombinacija lahko koristna za družbeno blaginjo.

Kot nekoliko manj pomembni izhajajo še delovni zvezki ter **IB revija**, v katerih je možno zaslediti prispevke zaposlenih na Uradu za makroekonomske analize ter določene odgovore na makroekonomske pojave.

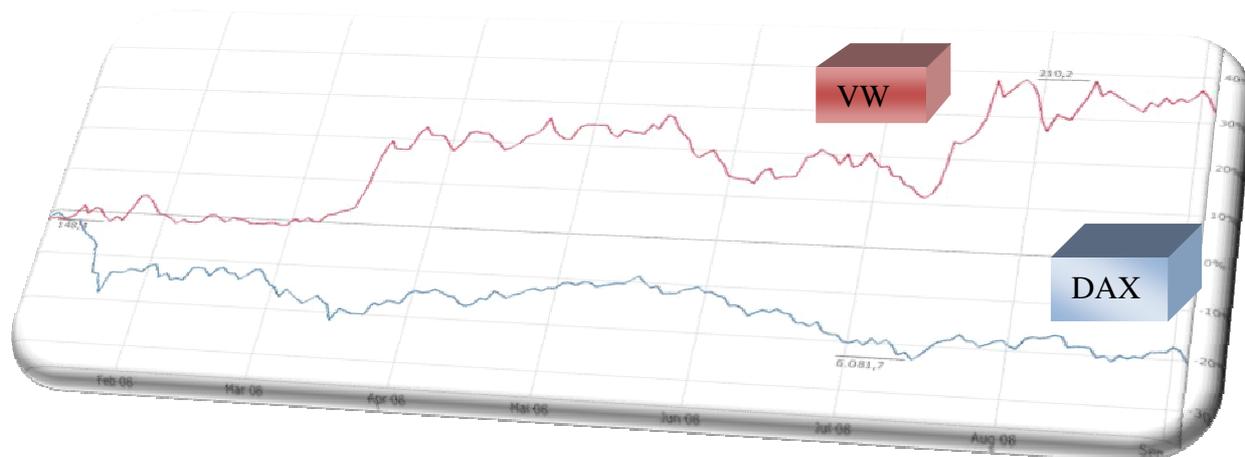
2.5 POSAMEZNE INFORMACIJE O RAZNIH NAMERAH

Prav tako kot informacije podane s strani zgoraj navedenih institucij, so lahko privlačne posamezne informacije o raznih namerah posameznih podjetij, države ali predstavitev raznih poročil oziroma investicij, ki jih nameravajo izvesti v prihodnosti.

Večina borznih privržencev se je najbrž že seznanila s primerom divjega trgovanja z delnicami Volkswagna (VW), katerega vrednost je zaradi špekulantov za kratek čas presegla celo Exxon Mobil, najbolj vredno naftno družbo na svetu.

Nadaljnje v primeru opisujem, kako je do tega fenomena prišlo in, kdo je imel od tega največ koristi. Do začetka septembra 2008 je bilo trgovanje z delnicami Volkswagna precej umirjeno, vendar pa v nasprotnem trendu od nemškega indeksa DAX, kar kaže tudi spodnji graf.

Slika 3: Primerjava gibanja delnice VW glede na DAX od februarja do septembra 2008



Vir: Finanzen.net/Porsche - VW

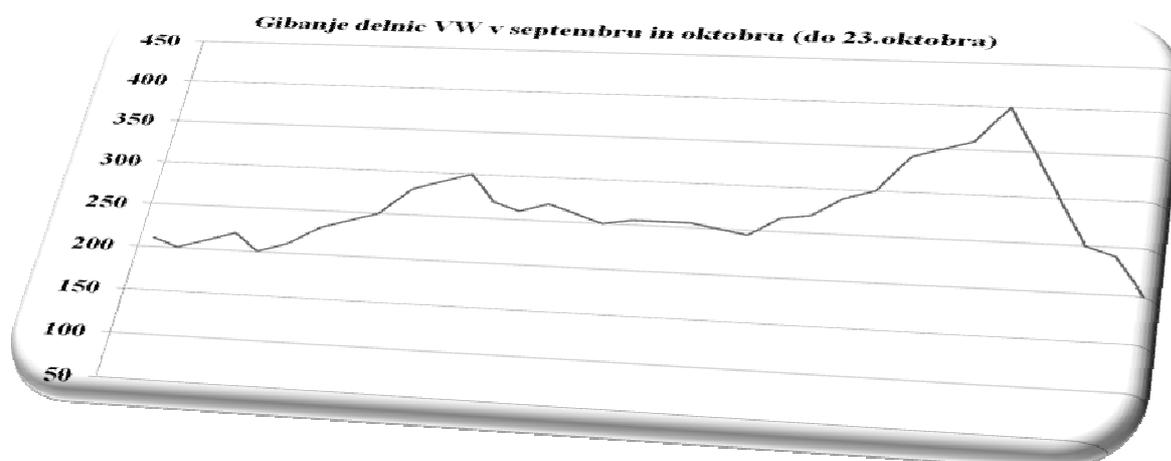
Ta trend se je močno obrnil, saj sta sledila razburljiva september in oktober.

Delnica Volkswagna se bliskovito dviga vse do 400 evrov. Konkurent Porsche namreč že dve leti postopno prevzema VW in tako zvišuje ceno njihovih delnic. Tržna kapitalizacija VW je bila pri 400 evrih in izdanih 291,337 tisoč delnicah dobrih 116 milijard evrov, kar je več od tiste, ki jo imajo BMW, Daimler, Renault in Porsche skupaj (vir: Finanzen.net/december).

V mesecih od septembra naprej je bila tako Volkswagnova delnica edina, ki ni podlegla finančni krizi, ki je še posebej hudo udarila proizvajalce avtomobilov. Povsem pričakovana je bila zato logika, da bo tudi Volkswagen prišel na vrsto in bo upadel tudi njegov tečaj, saj se ob krizi tudi golfi in passati ne bodo prav dobro prodajali. Tej logiki je sledila množica tako imenovanih skladov tveganega kapitala (hedge skladov), pa tudi malih vlagateljev, predvsem potem, ko je VW prvič dosegel 400 evrov in je bil v primerjavi s konkurenco ovrednoten neverjetno visoko.

Potem, ko je 16. Oktobra, cena delnic že presegla 400 evrov, so le-te nato upadle do 200 evrov in vse je kazalo, da logika prodajalcev z zavzetimi kratkimi pozicijami ("shorterjev"), lepo deluje. VW je postajal vse bolj podoben ostalim proizvajalcem avtomobilov, hedge skladi in ostali vlagatelji pa so se veselili večinoma še neiztrženih dobičkov.

Slika 4: Gibanje delnic VW v septembru in oktobru (do 23.oktobra)



Vir: Finanzen.net/Porsche-VW

Ponedeljgov šok

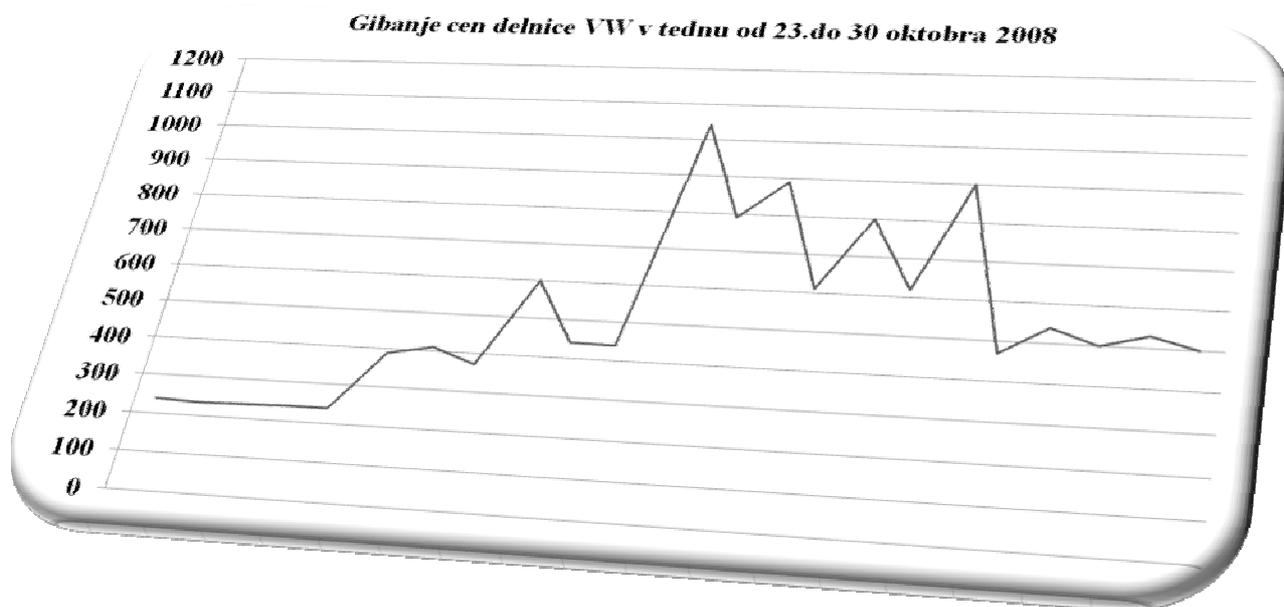
Čez vikend (25., 26. oktober) je Porsche objavil, da ima v lasti že 74,1 odstotka delnic. Pred to, je bila zadnja objava avgusta, in je kazala njihov 30,3-odstotni delež.

Posledica - v ponedeljek je njihov tečaj poletel za 85 odstotkov, na 391 evrov, kar je bil njihov daleč največji enodneveni skok v zgodovini. Izkazalo se je namreč, da je prostih delnic, ki bi jih lahko pokupili »shorterji«⁶, le okrog 6 odstotkov (74,1% Porsche in 20% dežela Spodnja Saška), ti pa so imeli po zadnjih podatkih izposojenih kar 12,9 odstotkov delnic, ki jih je bilo potrebno nekako vrniti. Izkazalo se je torej, da je Porsche hedge skladom posojal svoje delnice, ki jim jih je sedaj prodajal po katerikoli ceni je hotel, da mu jih bodo lahko vrnil. Cena je bila tako povsem v rokah Porscheja, ki je na ta način ukanil tako hedge sklade, kot tudi male vlagatelje (Bloomberg.com/, članki na temo VW objavljeni 06.01.2009).

⁶ Shortanje je način zaslužka na padajočem trgu. Trgovec (shorter) si izposodi delnico od lastnika in jo proda. Na določen dan mora delnico vrniti in jo zato kupiti nazaj. Če je cena delnice v vmesnem času upadla je shorter delnico lahko nazaj kupil po nižji ceni kot jo je prej prodal. Razlika med prodajno in nakupno ceno pa je njegov dobiček.

Gibanje cene delnic v tem tednu prikazuje spodnja slika.

Slika 5: Gibanje cen delnice VW v tednu od 23.do 30 oktobra 2008



Vir: Finanzen.net/Porsche-VW

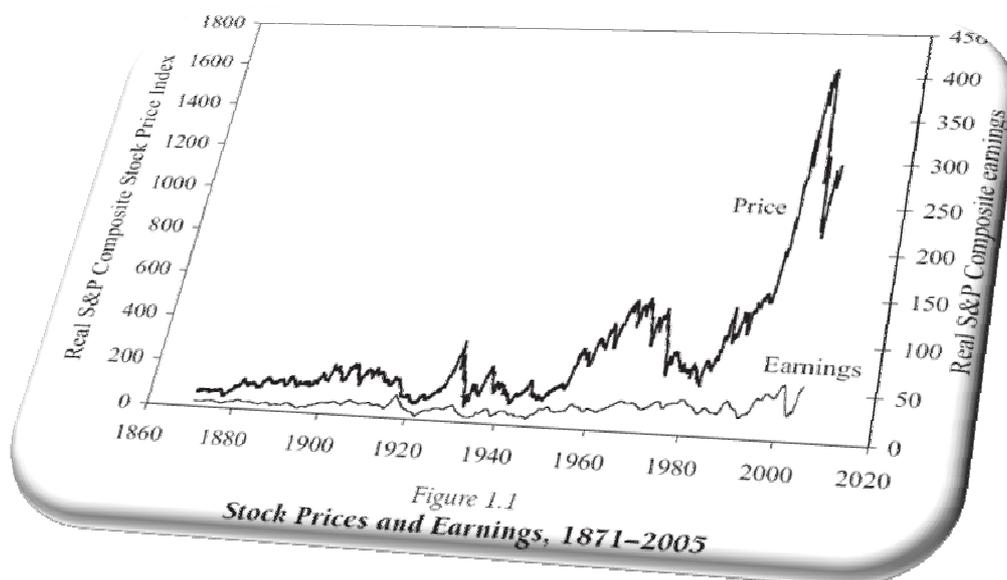
2.6 INFORMACIJA, NA KATERO BI MORALI BITI NAJBOLJ POZORNI

Robert Shiller (2005), je v svoji knjigi *Irrational Exuberance* (Second Edition), lepo razčlenil vedenje ljudi in njihovo slepo prepričanje, da so ljudje strokovnjaki nepremagljivi. S študijo je dokazal, da ljudje največkrat pozabijo, oziroma spregledajo stvari, oziroma faktorje, ki so res pomembni, saj preveč podlegajo raznim zgodbam, ki krožijo. Ljudi je opisal kot "lahko vodljive", saj mnogi podležejo delodajalcu in njegovim informacijam ter kupijo delnice podjetja, kljub temu, da vedo, da bi bilo premoženje bolje razpršiti. Za takšne poteze se odločajo, ker si želijo s tem povečati možnost kariernega napredovanja in pokazati pripadnost podjetju.

Kot rečeno, je Robert Shiller opazil, da se ljudje ne znajdejo preveč pri tem kam naj investirajo, oziroma koliko. V njegovi raziskavi, kjer se je osredotočil na pregledovanje družb z vidika cene delnic in pa dobička družb, je razvidno, da je naletel na zadetek, saj graf prikazuje, da so zgodovinsko gledano, družbe z večjimi dobički imele tudi ceno delnice na višjem nivoju, kot pa tiste, ki niso poslovale z dobičkom.

Nekaj podobnega se dogaja tudi v Sloveniji. Mnogi se sprašujejo, kako je mogoče da je novomeška Krka dosegla ceno delnice kakršno ima sedaj, in kako je mogoče, da je le-ta v konstantni rasti. Vendar, če se obrnemo na Shillerja vidimo, da je to povsem logično, saj je imela Krka v zadnjih letih precejšnje dobičke in ta informacija je precej bolj učinkovita, oziroma govori sama zase bolj kot katero koli nagovarjanje v medijih.

Slika 6: Graf gibanja delnic glede na dobičke



Vir: Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Second Edition

3. VEDENJSKE FINANCE

Vedenjske finance so v sodobnem času pomembno prispevale k dodatnim ugotovitvam glede delovanja trga ter subjektov, ki na njem sodelujejo. Na to temo je bilo napravljeno tudi ogromno raziskav, ki so poleg finančne analize, pomemben faktor pri ugotavljanju uspešnosti ter raziskavi trga.

Raziskave na področju vedenjskih financ nimajo namena, niti možnosti omajati temeljnih vrednosti, kot jo imajo ugotovitve ekonomske teorije, vendar je pomemben njihov prispevek k proučevanju pomembnosti nerealističnih vedenjskih predpostavk, ki so opazne pri tradicionalnem »Homo Oeconomicus« in jih poskuša narediti bolj realistične z vpeljevanjem individualističnega vidika posameznega subjekta v procesu sprejemanja odločitev.

Vedenjske finance so torej fokusirane na posameznika ter njegove reakcije in vplive na določene situacije. Vedenjske finance se v tem segmentu rahlo dotaknejo in povežejo tudi z drugimi panogami, kot so psihologija ter sociologija, saj le-te proučujejo kompleksnost človeškega bitja ter njegovo ravnanje v različnih situacijah (Shiller, R. J. (2005) *Irrational Exuberance*, Second Edition).

3.1 VEDENJSKE ANOMALIJE

»Najpomembnejši razlog, zaradi katerega pričakujemo, da so cene delnic pod močnim vplivom socialnih dinamik, izvira iz opazovanja udeležencev na trgu in opazovanja človeškega obnašanja, kot je predstavljeno v literaturi s področja socialne psihologije, sociologije in marketinga. Povprečen investitor se pretirano odzove na nove informacije o dobičku ali dividendah podjetja in zaradi takega odziva je povpraševanje investitorjev razmeroma težko predvideti« (Shiller, 1993, str. 41).

3.2 VRSTE VEDENJSKIH ANOMALIJ

Po Laki-Hazabentu (2002, str. 4) ločimo naslednje vrste, oziroma skupine investicijskega obnašanja, ki je del vedenjskih financ:

- 3.2.1 Prevelika gotovost v pravilnost informacij**, ki jih posedujemo. Zaradi prepričanja da imajo pravilne informacije, se investitorji držijo svojih odločitev, ki so večkrat nerealne in lahko privedejo do nepričakovano velikih sprememb tečajev vrednostnih papirjev.
- 3.2.2 Preoptimistično napovedovanje in gibanje cen delnic.** Ta vrsta obnašanja se ponavadi zgodi, ker finančni analitiki niso le analitiki, temveč tudi lastniki vrednostnih papirjev, katerih napoved podajajo. Zato je jasno pričakovati, da bodo podali precej optimistično napoved.
- 3.2.3 Neprižnavanje napak.** Ker so investitorji ali direktorji le ljudje, se tudi njim zgodi, da kdaj pa kdaj storijo napako. Ker pa obstaja strah, da je ta napaka lahko ključna za nadaljnje poslovanje podjetja, teh napak ne priznavajo, in zato te slabe investicije predolgo ždiijo v porfeljih družb.
- 3.2.4 Hazarderska zmota.** Nekateri enačijo vlaganje v trg kapitala z igranjem na srečo. Verjamejo, da se podobno kot na primer pri ruleti ali black jacku nek dogodek ne bo ponovil, ker se je v preteklosti že zgodil. Njihove napake zato sodijo v kategorijo hazarderskih zmot.
- 3.2.5 Večje tveganje za večje premoženje.** Da velja obratna sorazmernost med tveganjem in donosom že vemo. Kot stalnica pa se v zadnjem času kaže tudi odnos do tveganja z denarjem, pridobljenim na lahek način. Ljudje so namreč z denarjem, pridobljenim na hitro ter brez truda, pripravljeni vstopati v precej večja tveganja, kot če je ta denar prigarano.

3.3 OPIS ANOMALIJ SKOZI NEKATERE TEORIJE

Določene anomalije so zaradi psiholoških faktorjev opisane skozi različne teorije. V nadaljevanju opisujem nekaj najpomembnejših teorij, ki so tudi najbolj zanimive za obravnavo: teorija pričakovanj, strah pred obžalovanjem, čredni nagon, trgovanje na osnovi hrupa, pretiran/premajhen odziv investitorjev in modne muhe.

Prva izmed njih je **teorija pričakovanj**.

Ta teorija predvideva, da se ljudje v različnih situacijah tudi drugače odzovejo. Glavno sporočilo te teorije je, da ljudje različno reagiramo na dobičke ali izgube, ki jih utrpimo. Na to temo je bilo narejeno precej poizkusov, najbolj znan ali odmeven pa je poizkus avtorjev Kahnemanna in Tverskega iz leta 1979. Napravljena sta bila dve preizkusa. V prvem sta ponudila različnim ljudem možnost dobitka na loteriji v dveh različnih vsotah. Izbira je bila 25 odstotna možnost dobitka v višini 3000 dolarjev ali pa 20 odstotna možnost dobitka v višini 4000 dolarjev. Več kot 80 odstotkov udeležencev je pristalo na prvo možnost. S tem je bilo ugotovljeno, da so ljudje tveganju naklonjeni, kadar jim ta lahko prinese korist v obliki izgube dolga in nenaklonjeni, kadar tvegajo izgubo dobička (Kahnemann, Tversky, 1979, str. 263).

Naslednja teorija razčlenjuje **strah pred obžalovanjem**.

Ker smo navsezadnje vsi le ljudje, in to od posameznika do posameznika drugačni, je drugačno tudi obnašanje, oziroma odziv posameznika ob napačni odločitvi. Pri tej teoriji se dokazuje, da se investitorji neradi odločajo za prodajo svojih vrednostnih papirjev kadar cene le-teh padajo, saj s tem priznajo svojo napačno investicijo. Ravno obratno pa se radi odločajo za prodajo vrednostnih papirjev, kadar so cene delnic visoke, saj je strah pred morebitno nerealiziranim dobičkom precejšen in bi si kasneje to očitali.

Naslednja in morda najpomembnejša teorija je teorija **črednega nagona**.

Kot logično nadaljevanje prejšnje teorije se ljudje lažje odločijo za odločitev o investiranju, če vedo da se je za takšno odločitev odločilo še mnogo drugih ljudi, saj ne želijo izstopati. Ljudje tudi lažje prenesemo izgubo na našem računu vedoč, da so enako občutili tudi drugi, kot pa če se to zgodi samo enemu. Ta teorija je nastala iz vsakdanjega življenja, saj ljudje, ki prihajajo iz istih okolij, se veliko družijo in skupaj delajo v istem okolju, ponavadi gojijo tudi iste misli ter s tem vplivajo eden na drugega. Tudi vlagatelji so le ljudje, ki prihajajo iz istega okolja in zato je tudi pri njih včasih zaznati takšno delovanje. Je pa teorija črednega nagona nevarna za pojav tako imenovanih borznih balonov (Johnsson, Lindblom, Platan, 2008, str. 13).

Trgovanje na osnovi hrupa

Pri tej teoriji gre za to, da se ločita dva tipa investorjev. Tisti racionalni, ki se vedno odločajo na podlagi pridobljenih informacij, za katere mislijo da so najboljše ter neracionalni, ki sicer svoje racionalne informacije spremenijo na podlagi hrupa, ki ga proizvaja množica ali mediji, saj hrup vzamejo kot informacijo. Trgovanje na osnovi hrupa lahko pravzaprav prinese le škodo, saj neracionalni investitorji s hrupom zmanjšajo razsodnost nekaterih vlagateljev in s tem zmešajo blaginjo racionalnih vlagateljev (Shleifer, Summers, 1990, str. 20).

Pretiran/premajhen odziv investorjev

Ta pojav se zgodi, kadar ljudje, oziroma vlagatelji, namenijo pretirano pozornost zadnjim aktualnim novicam, pri tem pa zapostavijo pretekle novice. Posledica tega je, da se zaradi ene slabe novice ali ene dobre novice, lahko pojavi podcenjena ali precenjena delnica (DeBondt, Thaler, 1987, str. 557).

Modne muhe

Pojem modnih muh se močno drži teorije o trgovanju na osnovi hrupa, saj tudi tu odklone in spremembo cen delnic povzročajo panični vlagatelji. Posebnost pri modnih muhah pa je, da se cene v kratkem vrnejo na osrednjo vrednost delnice, kljub temu, da gre za dolgoročen preobrat. Za razliko od modnih muh lahko zajamemo borzne mehurčke, katerih razlika je precej bolj skokovita in kratkotrajna (Schaller, Norden, 2002, str. 360).

4. TRŽNE MANIPULACIJE IN ZLORABA NOTRANJNH INFORMACIJ

Na vseh področjih, kjer je udeležencev veliko, se bržkone slej kot prej začnejo pojavljati določena trenja. Prav tako je tudi v svetu financ in borze. Mnogi trg kapitala primerjajo s športom. Tudi tam je mnogo udeležencev, ki so lačni zmage, oziroma najboljšega rezultata. Vendar pa želijo določeni ljudje ali družbe, v času, ko jim ne gre vse po načrtih, priti do najboljših rezultatov čim hitreje in včasih tudi po nedovoljeni poti. Zato vsak trg ali področje, kjer je veliko udeležencev, potrebuje nekakšnega razsodnika.

Zato na trgu kapitala obstaja institucija, ki vse dogajanje budno spremlja ter opozarja na morebitne napake. V Sloveniji je takšna institucija Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP).

Naloga, ki jih prevzema ATVP so: nadzor nad vsemi udeleženci kapitalskega trga in posredovanje pri nepravilnostih, z namenom zagotoviti nemoteno delovanje trga kapitala.

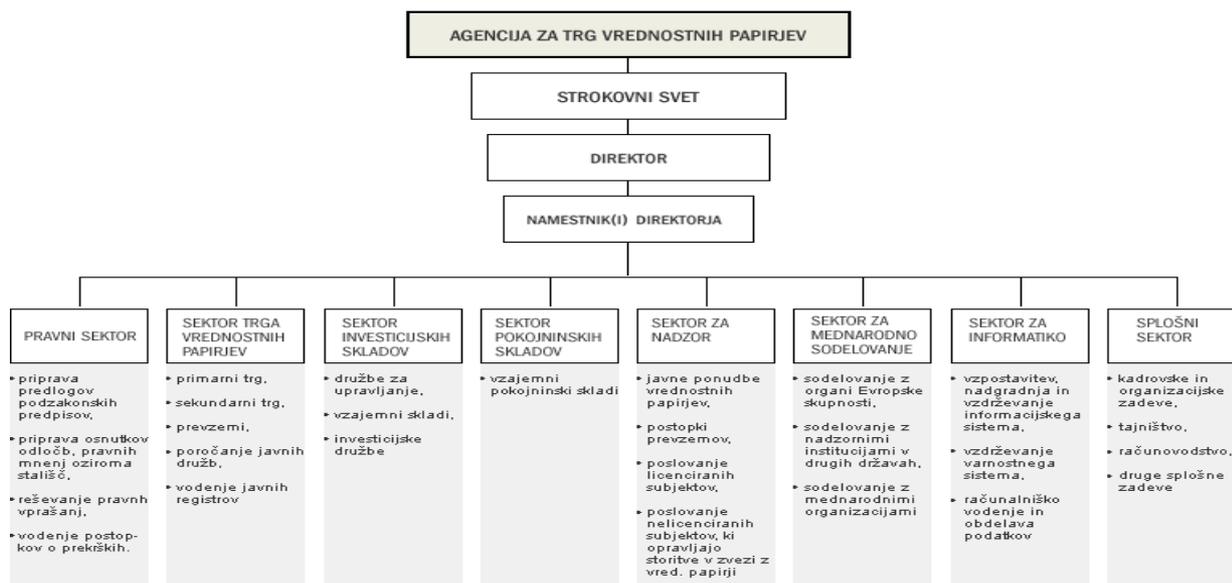
Poseben pomen pri nadzoru ima ugotavljanje konfliktov interesov, saj se na ta račun mnogokrat pojavljajo nepravilnosti na trgu.

4.1 NALOGE ATVP

»Agencija opravlja nadzor in izvršuje druge naloge in pristojnosti, določene z Zakonom o trgu finančnih instrumentov (Uradni list RS, št. 67/07 in 100/07), Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 26/05 – ZISDU-1-UPB1, 68/05 - odločba US, 28/06 – ZTVP-1B, 114/06 – ZUE, 92/07 in 109/), Zakonom o prevzemih (Uradni list RS, št. 69/06, 67/07 - ZTFI in 1/08), Zakonom o pravnih naslednicah pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 68/07 in 7/08) in Zakonom o nematerializiranih vrednostnih papirjih (Uradni list RS, št. 2/07 – ZNVP-UPB1 in 67/07 – ZTFI)«.

»Agencija izvršuje svoje naloge in pristojnosti z namenom zagotoviti spoštovanje določb navedenih zakonov in njihovih vsakokratnih sprememb ter predpisov, izdanih na podlagi teh zakonov ter s tem ustvariti pogoje za učinkovito delovanje trgov vrednostnih papirjev in zaupanje vlagateljev v te trge« (vir: <http://www.a-tvp.si>).

Slika 7: Organigram organizacije za trg vrednostnih papirjev



Vir: Spletna stran ATVP: [URL: <http://www.a-tvp.si>]

ATVP je posebej striktna glede naslednjih informacij ter njihovega pravočasnega razkrivanja:

A. PERIODIČNE INFORMACIJE

- **Letno poročilo:** Javna družba mora objaviti svoje letno poročilo najpozneje v **štirih mesecih po koncu poslovnega leta** ter hkrati zagotoviti, da le-to ostane dostopno najmanj pet let po njegovi objavi. Kot obvezne dokumente letnega poročila se štejejo

revidirano računovodsko poročilo, poslovno poročilo ter izjava članov vodstva, da so poročilo sestavili po svojih najboljših močeh ter v skladu z vsemi standardi.

- **Polletno poročilo:** To poročilo mora javna družba razkriti takoj, ko je to mogoče in najkasneje 2 meseca po preteku določenega obdobja. Podobno kot za letno poročilo, veljajo pravila tudi pri polletnem poročilu, le da so tu podatki za polletje.
- **Vmesno poročilo posloводства ali četrletno poročilo.**

B. STALNE (TEKOČE) INFORMACIJE

- pomembni lastniški deleži
- informacije glede lastnih delnic
- informacije o spremembi skupnega števila delnic z glasovalno pravico in spremembi kapitala
- dodatne (druge) informacije, npr. glede spremembe vsebine pravic iz vrednostnih papirjev, informacije o novih izdajah dolžniških vrednostnih papirjev, informacije potrebne za izvrševanje pravic iz delnic (vezane na skupščino delničarjev), idr.
- družbe, ki kotirajo na borzi, morajo morebitno vsakršno objavo informacij, ki so pomembne za njeno delovanje, oziroma poslovni izid prijaviti ATVP, ki bo takšno informacijo hranila v tajnosti. Nenadzorovano odtekanje informacij, ki so pomembne za delovanje družbe, lahko v javnosti nemudoma privede do odziva in spremembe cene delnice.

C. NOTRANJE INFORMACIJE

Po navajanju 275. člena Zakona o trgu finančnih instrumentov, je notranja informacija vsaka natančna informacija, ki ima naslednje značilnosti:

- je natančna,
- ni bila objavljena,
- se neposredno ali posredno nanaša na enega ali več izdajateljev finančnih instrumentov ali na enega ali več finančnih instrumentov in
- bi, če bi postala javna, verjetno pomembno vplivala na cene teh finančnih instrumentov ali na cene z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov.

Oseba, ki je pridobila notranjo informacijo, le-te ne sme uporabiti za neposredno ali posredno pridobitev ali odtujitev finančnih instrumentov, na katere se ta informacija nanaša, oziroma za poskus pridobitve ali odtujitve teh finančnih instrumentov, in sicer niti za svoj račun niti za račun druge osebe.

Poleg tega se notranje informacije ne sme razkriti nobeni drugi osebi ali priporočati, oziroma napeljevati drugo osebo, da pridobi ali odtuji finančne instrumente, na katere se ta informacija nanaša.

Zloraba notranje informacije je hkrati kaznivo dejanje, za katero je zagrožena zaporna kazen do 3 oziroma do 5 let (vir: ATVP).

Delovanje trga vrednostnih papirjev je pomemben makroekonomski interes vsake države, zato le-te zagotavljajo zanesljivo delovanje tega trga in zaupanje vlagateljev v trg ter enakopravni položaj vseh udeležencev.

Na tem mestu je potrebno povedati, da gre pri ATVP za institut, s katerim pravo zagotavlja učinkovito delovanje trga vrednostnih papirjev.

Potrebno je povedati tudi, da je takšen sistem razkrivanja informacij v dobro tako izdajateljem vrednostnih papirjev, ki si s tem zagotavljajo finančne vire, kot tudi vlagateljem, katerim je trg vrednostnih papirjev pomembna oblika naložb.

4.2 TRŽNE MANIPULACIJE

Kot tržna manipulacija se sklepa vsaka sklenitev posla ali izdaja naročila za trgovanje:

- ki daje ali je verjetno, da lahko daje napačno ali zavajajočo predstavo udeležencem trga glede ponudbe, povpraševanja ali cene finančnega instrumenta;
- s katerim oseba ali več oseb, ki delujejo povezano, zagotovijo ceno enega ali več finančnih instrumentov na nenormalni ali umetni ravni;
- trgovanje z uporabo fiktivnih sredstev ali katere koli druge oblike prevare ali zavajanja.

Kot tržno manipulacijo pa štejemo tudi razširjanje informacije, ki daje ali je verjetno, da lahko daje napačen ali zavajajoč znak glede finančnega instrumenta (vključno z razširjanjem govoric prek medijev, svetovnega spleta, idr.), če oseba, ki razširja informacijo ve ali bi morala vedeti, da je informacija napačna ali zavajajoča.

Zakon o trgu finančnih instrumentov določa tudi domneve, katerih ravnanja imajo značilnosti tržne manipulacije ter kazalnike tržne manipulacije (okolščine, ki same po sebi še ne ustvarjajo nujno domneve tržne manipulacije).

Namen in cilj Agencije za trg vrednostnih papirjev je: zagotavljanje spoštovanja navedenih predpisov, ustvarjanje pogojev za nemoteno in učinkovito delovanje agencije ter delovati tako, da bodo pridobili zaupanje vlagateljev za trgovanje na tem trgu.

ATVP se poleg naštetih opravil ukvarja tudi z izdajanjem raznih dovoljenj. Med najpogostejša dovoljenja uvrščamo dovoljenja finančnim inštitucijam, dovoljenja za javno ponudbo za odkup, vodenje raznih registrov izdanih dovoljenj (za javno ponudbo, organizirano trgovanje ter revidiranje poročil).

ATVP sicer dosega določeno stopnjo samostojnosti, vendar pa za svoja dejanja odgovarja tudi državnim organom. Med tiste, ki neprestano spremljajo delovanje agencije, sodijo Državni

zbor, Računsko sodišče ter Vlada, ki tudi odobri njen proračun ([http:// www.a-tvp.si/naloge](http://www.a-tvp.si/naloge) in pristojnosti).

4.3 Preprečevanje konfliktov interesov zaposlenih na ATVP

Med te odnose se štejejo zaposleni, direktor ter vsi člani strokovnega sveta.

- **Zaposleni v ATVP** ne smejo biti v kakršnem koli organu raznih borznoposredniških družb ali bank, katerih vrednostni papirji so uvrščeni na borzo in se z njimi dnevno trguje.
- **Člani, oziroma predsednik strokovnega sveta** ne smejo biti pogodbeno vezani, oziroma imeti deleža v katerem koli podjetju, s katerim se trguje na organiziranem trgu.
- Ena izmed najpomembnejših stvari, ki jih morajo vsi spoštovati, je varovanje zaupnih podatkov, in sicer v času delovanja na ATVP ter po prenehanju delovnega razmerja.
- Glede na zgoraj navedeno, morajo vsi zaposleni, vključno s strokovnim svetom in **direktorjem**, podati informacije o vsakršnem nakupu vrednostnih papirjev (cena, količina).

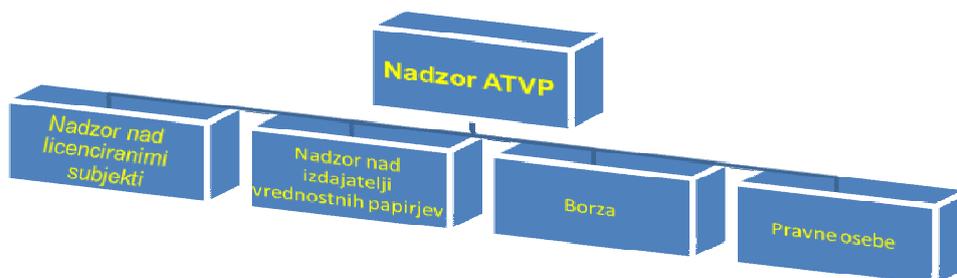
Slika 8: Konflikti interesov v grafiki



Vir: Lasten diagram

Na spodnji sliki je predstavljen nadzor, ki ga ATVP vrši na različne subjekte. Kot je razvidno, so sem zajeti borza, razni izdajatelji vrednostnih papirjev ter pravne osebe.

Slika 9: Nadzor ATVP



Vir: Lasten diagram

Posredovanje EU glede konfliktov interesov

Cilj posredovanja EU je zagotoviti, oziroma pridobiti enoten evropski trg finančnih instrumentov in storitev. To so storili z nekaterimi prednostnimi direktivami, ki regulirajo dogajanje na trgu:

- “Prospectus Directive” (prospektna direktiva)
- “The Market Abuse Directive” (direktiva o zlorabi trga)
- “The Transparency Directive” (direktiva o transparentnosti)
- “The Takeover Directive” (prevzemna direktiva)
- “Directive on Markets in Financial Instruments« (direktiva o trgih finančnih instrumentov)

4.4 Notranja revizija

Borza mora vzpostaviti in vzdrževati funkcijo notranje revizije, ki je funkcionalno in organizacijsko ločena od drugih organizacijskih delov borze in ima naslednje odgovornosti:

1. Vzpostavitev, izvajanje in vzdrževanje revizijskega načrta za pregled in ocenjevanje primernosti in učinkovitosti sistemov, mehanizmov notranje kontrole in ureditev borze
2. Izdajanje priporočil na podlagi rezultatov notranje revizijskih pregledov
3. Preverjanje skladnosti ukrepov, sprejetih za odpravljanje morebitnih pomanjkljivosti, z navedenimi priporočili
4. Poročanje organom vodenja in nadzora borze v zvezi z notranjo revizijo

4.5 Ustrezen informacijski sistem

Dandanes si življenja brez informacijske tehnologije praktično ne moremo več predstavljati. Zato je poseben izziv tudi za zaposlene na borzi, da zagotovijo komitentom nemoten potek trgovanja brez nevšečnosti. Za to pa praviloma skrbi splošni informacijski sistem, ki podpira računovodstvo in notranje postopke v zvezi z opravljanjem storitev borze, mora omogočati beleženje vseh transakcij in s tem povezanega pretoka podatkov, ki je potreben v procesu sprejemanja odločitev v okviru notranjih kontrol; predvsem pa mora omogočati sledljivost vseh transakcij z beleženjem časa in bistvenih podatkov o transakciji, ki omogočajo sledljivost transakcij.

Zaposleni morajo imeti ustrezne dostope do informacij, da lahko izvršujejo svoje naloge, omogočajo izpise in posredovanje podatkov pooblaščenim osebam in nadzornim organom.

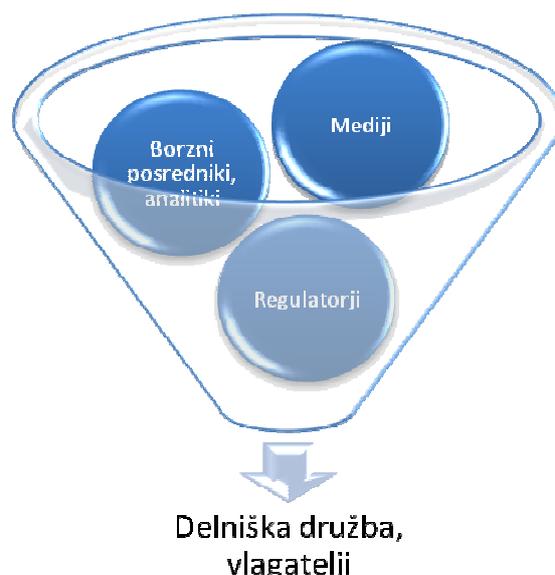
5. MEDIJI IN NJIHOV VPLIV NA CENE DELNIC

V turbulentnih časih trgovanja, oziroma napetih pričakovanjih o tečaju delnice, je večkrat mogoče slišati, da so se cene spremenile pod pritiskom nekaterih informacij v medijih. To je primer, ki kaže, da imajo mediji možnost in moč, da v določenem trenutku vplivajo na pričakovanja finančne skupnosti in s tem posameznega podjetja. Mediji so pravzaprav posrednik informacij med določeno organizacijo, oziroma podjetjem in vsemi vpletenimi. Na nek način lahko med mediji in vlagatelji ter borznimi analitiki in posredniki zasledimo neko vzajemnost. Mediji želijo na vsak način prvi priti do neke informacije, oziroma bistva, zakaj se je neka zgodba začela in končala tako kot se je. Isti interes pa imajo seveda tudi vsi investitorji in špekulanti, saj želijo biti na pravem mestu ob pravem času, ko bo neka novica prišla na dan. Zato si mediji in borzni posredniki pogosto izmenjujejo informacije in delujejo vzajemno, oziroma s svojimi dejanji vplivajo drug na drugega. Borzni posredniki odreagirajo na objave raznih medijev, drugi pa povzemajo zgodbe, oziroma ugotovitve analitikov in se nanje nanašajo.

5.1 VPLIV MEDIJEV NA TEČAJ DELNIC

Kaj oziroma kdo vpliva in odloča kakšni bodo tečaji določenih delnic se je veliko razpravljalo že v preteklosti, vsi hkrati pa smo lahko enotnega mnenja, da pomemben člen te verige odločitev vse bolj postajajo mediji. To je v zadnjem času razvidno tudi iz raznih političnih iger, kjer si strankarski prvaki na vso moč prizadevajo, da bi pridobili čim več medijev na svojo stran, saj se zavedajo, kakšen vpliv ima pozitivna oziroma negativna publiciteta na volivce.

Slika 10: Kdo vpliva na tečaje delnic



VIR: Lasten diagram

SKLEP

Slovenski trg je tako kot slovensko gospodarstvo majhen, to je dejstvo. Trg kapitala je v tujini postal privlačen že nekaj časa pred evforijo na domačem trgu. Vendar pa bo slovenski trg počasi začel dozorevati in prevzemati lastnosti, ki jih že vsebujejo razvitejši trgi kapitala.

Za svetovne trge kapitala je značilno, da so na njih prisotni tako racionalni kot neracionalni dejavniki. Neracionalni dejavniki odražajo psihološko vedenje vlagateljev, ki se izoblikuje na podlagi raznih novic, ki spremenijo njihovo presojo in odločitev.

Na podlagi različnih kriterijev, ki vplivajo na trg kapitala, ločimo učinkovite in neučinkovite trge kapitala. Za učinkovite trge je značilno, da morajo izpolnjevati določene pogoje, medtem ko se neučinkoviti trgi na te pogoje ne odzivajo. V diplomskem delu opisujem tako učinkovite kot neučinkovite trge ter faktorje, ki potrjujejo določeno tezo.

Nadaljnje pa sem posvetil več pozornosti informacijam. Kaj informacije sploh so in zakaj so potrebne sem opisal v tretjem poglavju, kjer sem se tudi lotil najpomembnejših informacij za delovanje na trgu kapitala. To so notranje informacije ter informacije podane s strani pomembnih institucij. Kot primer notranjih informacij sem navedel primer nekoč največjega energetskega giganta Enrona. Na primeru se lepo vidi, kako so vodilni v podjetju načrtno zavajali javnost in borzne analitike ter s tem umetno držali ceno delnice Enrona na določeni točki. Da je vse v najlepšem redu so zatrjevali tudi takrat, ko so sami že prodajali svoje delnice, vedoč da podjetje drvi v propad.

Ker se vlagatelji ne odločajo za nakup oziroma prodajo vrednostni papirjev kar na srečo oziroma občutek, podrobno opisujem kateri so dejavniki, ki oblikujejo ceno delnic. Najpomembnejši so osnovni, gospodarski, politični, tehnični dejavniki, ter dejavniki na osnovi tržnega razpoloženja

Poseben vpliv na gibanje cen delnic v razviti družbi imajo vedenjske finance, ki so nekakšen skupek ekonomskih in socioloških in psiholoških ved in ki razčlenijo in opišejo posamezen subjekt ter njegovo obnašanje v različnih situacijah. V odstavku o vedenjskih financah sem opisal nekatere skupine investicijskega obnašanja, ki so v tem času najbolj pogoste. Poznavanje vedenjskih financ je v današnjem času lahko velika pridobitev.

Naslednja pomembna ugotovitev je razkritje informacije, ki lahko o gibanju cene delnice določene družbe, pove mnogo več kot katera koli druga informacija. To je podatek o dobičku družbe. Iz raziskave o gibanju dobička in cene delnic družbe je razvidno, da praviloma družbe z večjimi dobički tudi dosegaajo večjo ceno delnic na borzi.

V četrtem poglavju izpostavljam ATVP, ki ima v svojem pravilniku zapisanih mnogo pravil delovanja trga ter organizacij in posameznikov, ki se morajo le-teh držati, če želijo delovati na

slovenskem trgu. ATVP ima posebej pomembno funkcijo, saj mora skrbeti tako za regulacijo trga, preprečevanje konfliktov interesov, kot tudi za nemoteno delovanje trga.

Mnogi udeleženci trga pa želijo obiti ta pravila in priti do bajnih vsot, ki naj bi se jih dalo pridobiti na kapitalskem trgu kar čez noč. To jim lahko uspe le, če imajo v pravem času prave informacije. Tem informacijam pravimo notranje informacije, zanje pa je strogo predpisano katere so in kakšno ravnanje z njimi je dopustno, oziroma kakšni so ukrepi ob neupoštevanju teh pravil.

Za konec se v zadnjem, petem poglavju, dotaknem tudi medijev in njihovega prispevka k oblikovanju cen delnic. Mediji že dolgo niso več le pasivni akter na tem trgu, ampak skupaj z vlagatelji aktivno sooblikujejo cene delnic. Informacije so namreč primarnega pomena tako za vlagatelje kot tudi medije.

Pri izdelavi diplomskega dela sem naletel na mnogo zanimivih ugotovitev glede kapitalskega trga samega, kot tudi njegovih pravil in regulacije. Glede na primere, podane v diplomskem delu, sem tudi pokazal, da so prave informacije res zlata vredne, slabe pa se bodo kaj kmalu pokazale na ceni delnic.

V sedanjem času finančne in gospodarske krize je in bo še možno, na račun pravih informacij, bodisi rešiti družbo pred izgubami s pravimi naložbami bodisi z odprodajo deležev v tistih podjetjih, za katere napovedujemo slabo prihodnost.

LITERATURA IN VIRI

1. [URL:<http://www.investopedia.com/articles/analyst/03/070903.asp>]
2. Andreas Cremer: *Porsche Says Buying 75% of Volkswagen to Take Time*, članek objavljen na spletni strani Bloomberg.com/news.
3. Aver Boštjan, Petrič Matjaž, Zupančič Blaž (2000): *Učinkovitost trga kapitala*. Ljubljana: Gospodarski vestnik. Str. 303-331.
4. *Bančni vestnik*: Revija za denarništvo in bančništvo, letnik 2003, Alternativne oblike investiranja, Ljubljana, številka 1.
5. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus J. Alan (1999): *Investments*. 4th Edition. Boston: McGraw- Hill. Str. 967.
6. Burja, Alenka: Članek o informacijah, najden dne 15.8.2008, na spletnem naslovu <http://www.rec-lj.si/publikacije/bilten/apr99/clanek01.html>.
7. De Bondt Werner F.M., Thaler Richard (1987): *Further Evidence on Investor Overreaction And Stock Market Seasonality*. Journal of Finance. New York. Str. 557-581.
8. Direktiva komisije 2003/124/es o izvajanju direktive 2003/6/es Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z opredelitvijo in razkritjem notranjih informacij javnosti ter opredelitvijo tržne manipulacije.
9. Eichenwald, Kurt (2005): *Conspiracy Of Fools: A True Story*. New York: Broadway Books
10. *Fitch senkt Volkswagen-Rating auf "BBB+" wg Porsche-Anteilsaufstockung*, članek na temo Porschejevega prevzema VW, objavljen in najden na Finanzen.net, dne 08.01.2009.
11. Harper, David: *Forces That Move Stock Prices*. Najdeno 20. Junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.investopedija.com/articles/basics/04/100804.asp>
12. Jerovšek, Aljoša (1991): *Delnice-analize, strategije, špekulacije, davki*. Ljubljana: First d.d. Str. 196.
13. Johnsson Malena, Lindblom Henrik, Platan Peter : Behavioral Finance, Ad the Change of Investor Behaviour during and After the Speculative Bubble at the end of the 1990s. Najdeno dne 10.8.2008 na spletnem naslovu <http://www.loss-aversion.behaviouralfinance.net/JoLP02.pdf>
14. Kahnemann Daniel, Tversky Amos (1979): *Prospect Theory: An Anylysis of Decision under risk*. *Econometrica*. New York. Str. 263-291.
15. Košenina, Barbara (2003): *Zlom korporacije Enron z vidika poslovne etike*. Diplomsko delo, Ljubljana. Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta.
16. Laki-Hazabent, Boštjan (2002): *Nekatere značilnosti investicijskega obnašanja slovenskih malih delničarjev*, diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.Str. 39.
17. Ljse- ljubljanska borza, grafi borzne kotacije podjetij. Najdeno dne 22. Julija 2008 na spletnem naslovu http://www.ljse.si/vrednostni_papirji.
18. Mitchell L.Mark, Mulherin J.Harold (1994) : the impact of public information on stock market. *The journal of finance*, 49 (3), 923-950.

19. Mramor, Dušan (1991): Poslovne finance, Ljubljana: Ekonomska fakulteta. Str. 21.
20. Petavs, Stane (2005, 16. september): *Finance*. Notranje informacije lahko zlorabi tudi družba ne le posameznik. Str. 8
21. Ribnikar, Ivan (1999): *Monetarna ekonomija 1: Denar, finančne institucije in denarna politika*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
22. Russel Philip S., Torbey Violet M.: *The Efficient Market Hypothesis on Trial: A Survey*. Najdeno 22.8.2008 na spletnem naslovu <http://www.westga.edu/~bquest/2002/market.htm>.
23. Shaller Huntley, Norden Simon van. (2002): *Fads or Bubbles? Empirical Economics*. Ottawa. Str. 335-360.
24. Shiller, Robert J.: *Human Behaviour and The Efficiency of Financial System*, Yale University, najdeno 22. julija 2008 na spletnem naslovu : [URL: <http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d11b/d1172pdf>]. Str. 1-34.
25. Shiller, Robert J. (2005) *Irrational Exhuberance*, (Second Edition), New Jersey, Princeton University press
26. Shleifer Andrei, Summers Lawrence H., (1990) : *The Noise Traders Approach to Finance. The Journal of Economic Perspective*, Nashville, Str. 20
27. Sklep o posebnih pravilih za obveščanje o notranjih informacijah in naložbenih Priporočilih (2007) *Uradni list RS*. (Št. 106/07)
28. Spletne strani pomembnih institucij
 - i. Agencija za trg vrednostnih papirjev [URL: <http://www.a-tvp.si>]
 - ii. Banka Slovenije, najdeno 18. Julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/publikacije>
 - iii. Urad za makroekonomske analize Republike Slovenije. Najdeno 19. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.umar.gov.si/publikacije>
29. Svolfjšak, Žigon (18.04.2003), *Slovensko insajderstvo*. Najdeno dne 25. julija na spletnem naslovu <http://www.kapital.si>.
30. Špec, Boštjan (1996): *Gospodarski vestnik*. Poslovanje na podlagi notranjih informacij. Ljubljana. Str. 219.
31. Thaler, Richard H. (1987): *Anomalies: The January Effect. The Journal of Economic Perspectives*. New York. Str.197-201.
32. Zakon o trgu finančnih instrumentov (2007). *Uradni list RS*. (Št. 67/07 in 100/07).
33. Železnik, Tanja (2002): *Neučinkovitosti trga kapitala*, diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta. Str. 41