

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

ANA PRIMOŽIČ

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO
KONCEPT AKTIVNIH TRGOV KAPITALA

Ljubljana, september 2013

ANA PRIMOŽIČ

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisana Ana Primožič, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtorica magistrskega dela z naslovom Koncept aktivnih trgov kapitala, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem dr. Aljošo Valentinčičem.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobila vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisala;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne 18.9.2013

Podpis avtorice: _____

KAZALO

UVOD	1
1 VREDNOTENJE FINANČNIH SREDSTEV IN DOLOČANJE AKTIVNOSTI KAPITALSKEGA TRGA GLEDE NA RAČUNOVODSKE STANDARDE	3
1.1 Finančna sredstva in računovodski standardi	3
1.1.1 Načela pripoznanja in merjenja finančnih sredstev	3
1.1.2 Poštena vrednost in hierarhija poštene vrednosti	5
2 FINANČNI TRG IN TRG KAPITALA V STROKOVNI LITERATURI	12
2.1 Kriteriji aktivnosti trga kapitala	12
2.1.1 Kriteriji aktivnosti na primarnem trgu	13
2.1.2 Kriteriji aktivnosti na sekundarnem trgu	15
3 AKTIVNOST SLOVENSKEGA KAPITALSKEGA TRGA	22
3.1 Uvod v slovenski kapitalski trg	22
3.2 Struktura slovenskega kapitalskega trga	24
3.2.1 Primarni kapitalski trg in vloga bank na slovenskem kapitalskem trgu	24
3.2.2 Sekundarni kapitalski trg v Sloveniji	27
3.3 Učinkovitost kapitalskega trga v Sloveniji	28
3.4 Kriteriji aktivnosti slovenskega kapitalskega trga	31
3.4.1 Tržna kapitalizacija	32
3.4.2 Določanje kriterijev aktivnosti trga s strani Ljubljanske borze	35
3.4.3 Določanje kriterijev aktivnosti kapitalskega trga s strani zakonodaje oziroma Agencije za trg vrednostnih papirjev	41
3.4.4 Določanje kriterijev aktivnosti kapitalskega trga s strani Slovenskega inštituta za revizijo	44
3.4.5 Kriteriji aktivnosti kapitalskega trga, določeni s strani Banke Slovenije	44
POVZETEK	48
SKLEP	49
LITERATURA IN VIRI	50
PRILOGE	

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Kriteriji pri odločanju o investiciji</i>	13
<i>Tabela 2: Merila oziroma kazalniki likvidnosti</i>	18
<i>Tabela 3: Povzetek študij o zavrnitvi Hipoteze učinkovitega (slovenskega) trga kapitala</i>	30
<i>Tabela 4: Osnovni podatki o organiziranem trgu v Republiki Sloveniji</i>	31
<i>Tabela 5: Tržna kapitalizacija finančnih instrumentov na Ljubljanski borzi (v milijonih EUR)</i>	32
<i>Tabela 6: Kriteriji likvidnosti</i>	36
<i>Tabela 7: Podrobni rezultati revizije kriterijev likvidnosti in razvrstitev vrednostnih papirjev v načine trgovanja, ki veljajo od 1.10.2012</i>	37
<i>Tabela 8: Povzetek kazalnikov likvidnih delnic, določenih na podlagi Uredbe komisije iz 2006 za obdobje 2008 - 2013</i>	43
<i>Tabela 9: Povzetek kazalnikov likvidnih delnic, določenih na podlagi Uredbe komisije iz 2006, držav Avstrija, Češka in Madžarska</i>	44
<i>Tabela 10: Pregled vrednotenj poštene vrednosti finančnih naložb bank v letu 2011 in 2012, efekte vrednotenja po modelu ter opredelitve, zakaj smatrajo trg za neaktiven</i>	46
<i>Tabela 11: Pregled definicij aktivnega kapitalskega trga in določitev ali je slovenski kapitalski trg aktiven ali ne</i>	48

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Povzetek MRS 39</i>	4
<i>Slika 2: Hierarhija poštene vrednosti po MSRP 13.71</i>	7
<i>Slika 3: Novoodobrena posojila podjetjem po ročnosti, po skupinah bank (v mio EUR)</i>	23
<i>Slika 4: Financiranje podjetij s posojili in komercialnimi krediti – stanja (v mio EUR)</i>	24
<i>Slika 5: Vrednostni papirji, s katerimi se trguje na Ljubljanski borzi (junij 2013)</i>	27
<i>Slika 6: Tržna kapitalizacija kotirajočih delnic (v % BDP) izbranih držav v obdobju od 2003 do 2012</i>	34
<i>Slika 7: Tržna kapitalizacija kotirajočih delnic (v mrd USD)</i>	34
<i>Slika 8: Letne stopnje rasti MSCI indeksov in SBI TOP (v %)</i>	39
<i>Slika 9: Vrednosti Blue chip indeksov na različnih borzah (v USD)</i>	40
<i>Slika 10: Gibanje cen kotirajočih delnic v prvi kotaciji LJSE od 31.12.2009 do 30.6.2012 (v EUR)</i>	41

UVOD

Slapničar (2011, str. 12) ugotavlja, da finančna kriza in slabi poslovni rezultati motivirajo podjetja k uporabi različnih metod, s katerimi prireajo dobiček in finančno stanje. S prirejanjem poslovnega izida in finančnega stanja navadno mislimo na izbor tistih računovodskih metod ali parametrov metod znotraj vseh dopustnih, ki omogočajo prikazati ciljni poslovni izid ali finančni položaj podjetja. Širok nabor različnih metod je posledica pestrosti pojavnih oblik poslovanja v gospodarstvu, zaradi katerih je nemogoče podjetjem določiti le en način vrednotenja gospodarskih kategorij. S preračunljivim prirejanjem je mišljena taka uporaba diskrecijske moči v okviru izbire dopustnih računovodskih metod in ocen, ko se koristi ene interesne skupine povečajo na račun drugih. Prirejanje dobičkov je posebno možno pri tistih računovodskih metodah in ocenah parametrov, ki so v veliki diskrecijski moči posloводства, ker temeljijo na oceni bodočih denarnih tokov podjetja in ne na trenutnih denarnih tokovih (rezervacije, časovne razmejitve, odpisi obratnih sredstev, oslabitve dobrega imena in finančnih naložb) in ker je to oceno težko narediti, je le-ta zelo variabilna (merjenje poštene vrednosti finančnih naložb). (Slapničar, 2011, str. 9 in 10)

Obstajajo različni vzroki in motivi za prirejanje poslovnega izida in finančnega stanja. Slapničar (2011, str. 10) ugotavlja, da so znanstvene študije, ki so se ukvarjale z dokazovanjem prirejanja dobička znotraj dopustnih metod v okviru računovodskih standardov v Sloveniji, skoraj brez izjeme dokazovale, da prirejanje dobička obstaja zaradi **davčnih namenov**. Garrod, Kosi in Valentinčič (2008) so na vzorcu majhnih podjetij v Sloveniji, v katerih je odsotno navzkrižje interesov med poslovoidstvom in lastniki, dokazali, da se z oslabitvami sredstev pomembno uravnava dobiček zaradi zmanjševanja davčne obveznosti in **maksimiranja premoženja lastnikov**. Slapničar (2001) je ugotovila tudi, da poslovoidstva z diskrecijsko uporabo celotnih razmejitev zasledujejo **cilj zadovoljivega dobička**, to je takega, ki je najmanj enak lansnemu. Slapničar (2011, str. 11 in 12) ugotavlja, da poleg navedenega na prirejanje dobička napeljujejo tudi **maksimiranje lastnih interesov poslovoidstva, vpliv managerskih prevzemov, zadolženost podjetij in finančna kriza ter slabi poslovni rezultati**.

Najpogostejše ugotovitve posebnih in izrednih revizij lahko glede na način preiskave ločimo na štiri področja, in sicer:

- preveritev ustreznosti vzpostavljenega notranjega ustroja in notranjih kontrol v tej povezavi;
- preveritev ustreznosti razkritij poslov v letnih poročilih družbe;
- preveritev agresivnega apliciranja računovodskih politik in
- druga področja preiskav.

Eno izmed področij agresivnega apliciranja računovodskih politik s strani poslovoidstva predstavlja **vrednotenje finančnih naložb**. Podjetja v skladu z računovodskimi standardi pri začetnem pripoznanju finančnih naložb, le-te razvrščajo v različne skupine, od česar pa je odvisno tudi njihovo nadaljnje vrednotenje. Računovodski standardi so na tem področju

relativno jasni, vendar pa je vedno bolj pogosto opaziti, da se pri vrednotenju finančnih naložb zaobidejo tiste določbe standardov, ki negativno vplivajo na prikazovanje dejanske uspešnosti in finančnega položaja družbe oziroma podjetja. (Sidorovich, 2011, str. 108 in 113)

Revizorji v praksi ugotavljajo, da:

- obstajajo pritiski s strani lastnikov, ki ne morejo zagotavljati novega kapitala, po uporabi modelov za vrednotenje finančnih instrumentov tudi za tiste finančne instrumente, ki imajo aktiven in likviden trg;
- se ocene vrednosti posameznega finančnega instrumenta, izvedene z uporabo modelov, pri različnih bankah zelo razlikujejo;
- banke, ki so kapitalsko šibke, običajno isto finančno naložbo ovrednotijo višje, kot banke, ki imajo presežek kapitala. (Kadunc & Veršnik Čemas, 2012)

Termin poštene vrednosti, finančnih naložb ter njihovo vrednotenje obravnavajo slovenski in mednarodni računovodski standardi (Slovenski računovodski standard 3, v nadaljevanju SRS 3, in Mednarodni računovodski standard 39, v nadaljevanju MRS 39). Ugotovitve se vrtijo okoli vprašanja, kaj je poštena vrednost naložbe – ali je to objavljena cena na delujočem trgu vrednostnih papirjev ali pa model vrednotenja, ki temelji na »inputih« delujočega oziroma aktivnega kapitalskega trga. (Žibret Kralj, 2012) V zvezi s slednjim je mogoče zapaziti precej primerov iz prakse, kjer podjetja prehajajo na model poštene vrednosti, cenilci pa so naklonjeni upravam podjetij, zaradi česar vrednotenja temeljijo na preoptimističnih projekcijah denarnih tokov. Kot posledica se skušajo podjetja izogniti potrebnim slabitvam in prenesti izgube v prihodnja obdobja. (Sidorovich, 2011, str. 113)

V primeru, da kapitalski trg ni aktiven, računovodski standardi dovoljujejo uporabo različnih modelov vrednotenja finančnih naložb, po katerih je poštena vrednost trenutno največkrat višja od cene na kapitalskem trgu. Ob navedenem se pojavi vprašanje, kdaj je kapitalski trg aktiven in kdaj ne, kar predstavlja temeljno raziskovalno vprašanje magistrske naloge.

Namen magistrske naloge je predstaviti pomembnost aktivnosti kapitalskega trga pri vrednotenju finančnih naložb ter bralcu pomagati pri odločitvi, kdaj je kapitalski trg aktiven oziroma vrednostni papir likviden in kdaj ne.

V magistrski nalogi so uporabljene uveljavljene metode znanstvenega raziskovanja. Pregled literature oziroma primarnih virov (literature domačih in tujih avtorjev, objavljene v knjigah, člankih ter internetnih straneh) v prvem in drugem delu magistrskega dela je služil kot okvir za tretje oziroma zadnje poglavje. Z analizo sekundarnih virov smo v tretjem delu predstavili dejanske značilnosti slovenskega trga kapitala in kaj regulatorji upoštevajo pri ugotavljanju definicije aktivnega trga kapitala.

V prvem delu magistrske naloge smo določili značilnosti finančnih naložb po mednarodnih računovodskih standardih (v nadaljevanju MRS) in mednarodnih standardih računovodskega poročanja (v nadaljevanju MSRP). Predstavili smo koncept poštene vrednosti finančnih naložb in opisali kako aktivnost kapitalskega trga vpliva na pošteno vrednost finančnih

naložb. Na koncu pa smo preverili razvijanje definicije aktivnosti kapitalskega trga v obdobju 2007 – 2012 ter kako računovodski standardi določajo aktivnost kapitalskega trga.

V drugem delu smo se osredotočili na določanje definicije aktivnosti v strokovni literaturi in sicer kateri so kriteriji aktivnosti primarnega in sekundarnega trga kapitala.

V tretjem delu magistrske naloge smo raziskali slovenski kapitalski trg. Najprej smo se osredotočili na strukturo, učinkovitost, razvoj in pomembnejše značilnosti slovenskega trga kapitala, tako primarnega kot tudi sekundarnega trga. V nadaljevanju smo preverili kriterije aktivnosti slovenskega kapitalskega trga, določene s strani Ljubljanske borze, Agencije za trg vrednostnih papirjev, zakonodaje, Slovenskega inštituta za revizijo in Banke Slovenije. S pomočjo primerjalne analize oziroma zbranih podatkov o slovenskem in drugih evropskih kapitalskih trgih smo preverili ali je slovenski kapitalski trg aktiven ali ne.

1 VREDNOTENJE FINANČNIH SREDSTEV IN DOLOČANJE AKTIVNOSTI KAPITALSKEGA TRGA GLEDE NA RAČUNOVODSKE STANDARDE

Število in obseg poslov z vrednostnimi papirji se je s pojavom recesije oziroma finančne krize v letu 2007 močno zmanjšalo, cene kotirajočih finančnih instrumentov so skokovito padale. Za dejanske podatke o trendih glej v nadaljevanju.

Kot posledica opisanega se je začelo pojavljati vprašanje, ali so finančni trgi delujoči in odražajo pošteno vrednost bodočih denarnih tokov ali so le pod močnim vplivom likvidnosti oziroma nelikvidnosti in zato neaktivni. Problem nastane pri definiciji aktivnosti kapitalskega trga, saj v računovodskih standardih ne obstaja definicija, kdaj točno je kapitalski trg aktiven, večinoma je določanje aktivnosti stvar presoje. V nadaljevanju smo strnili vse definicije aktivnosti kapitalskega trga, ki so se pojavljale od začetka finančne krize do danes. Zadnji rezultat pretresov na finančnih trgih in skupnih projektov različnih regulatorjev ter odborov za računovodske standarde je MSRP 13, ki ga bomo opisali v nadaljevanju.

1.1 Finančna sredstva in računovodski standardi

1.1.1 Načela pripoznanja in merjenja finančnih sredstev

Načela pripoznanja in merjenja finančnih sredstev, finančnih obveznosti in nekaterih pogodb za nakup ali prodajo nefinančnih postavk postavlja **MRS 39 (angl. IAS 39: *Financial instruments: Recognition and Measurement*)**. Zahteve o predstavljanju informacij o finančnih instrumentih so našteje v MRS 32 Finančni instrumenti: Predstavljanje.

MRS 39 navaja, da je finančno sredstvo vsako sredstvo, ki je:

- Denar;
- Kapitalski instrument drugega podjetja;
- Pogodbena pravica;
 - o prejeti denar ali drugačno finančno sredstvo od drugega podjetja ali

- finančna sredstva ali obveznosti zamenjana z drugim podjetjem pod pogoji, ki utegnejo biti ugodni za podjetje;
- Pogodba, ki se lahko poravna, ali se bo poravnala, z lastnimi kapitalskimi instrumenti podjetja in je:
 - neizpeljan instrument, za katerega je podjetje (lahko) zavezano prejeti spremenljivo število lastnih kapitalskih instrumentov podjetja ali
 - izpeljan instrument, ki se lahko ali se bo poravnal drugače kot zamenjavo določenega zneska denarja ali drugega finančnega sredstva za določeno število lastnih kapitalskih instrumentov podjetja. Za ta namen lastni kapitalski instrumenti podjetja ne zajemajo tudi instrumentov, ki so sami po sebi pogodbe za prihodnji prejem ali izročitev lastnih kapitalskih instrumentov podjetja.

Finančna sredstva so v okviru MRS 39, 9. člen razvrščena kot finančna sredstva, namenjena trgovanju, finančna sredstva pripoznana po pošteni vrednosti skozi izkaz poslovnega izida, posojila in terjatve, finančna sredstva v posesti do zapadlosti ali finančna sredstva, razpoložljiva za prodajo.

Slika 1: Povzetek MRS 39

Finančna sredstva, izmerjena po pošteni vrednosti skozi poslovni izid	Poštena vrednost	- V posesti za trgovanje: - prodaja in nakup v kratkem roku, - Namen kratkoročno prinašanje dobičkov, - Izpeljani finančni instrument, ki ne varuje pred tveganjem, - Obstaja delujoč trg borzni trg, vrednosti so merljive
Finančne naložbe v posesti do zapadlosti	Odplačna vrednost	- Neizpeljana finančna sredstva z določenimi ali določljivimi plačili - Določena zapadlost v plačilo, - Podjetje nedvoumno namerava in zmore posedovati do zapadlosti
Posojila in terjatve	Odplačna vrednost	- Določena ali določljiva plačila, - Ne kotirajo na delujočem trgu, - Organizacija ne namerava prodati takoj ali v kratkem roku, - Se ne more razvrstiti v skupino sredstev, razpoložljivih za prodajo
Finančna sredstva razpoložljiva za prodajo	Poštena vrednost	- Neizpeljana finančna sredstva, označena kot razpoložljiva za prodajo, - Namen pridobitve je držanje sredstva z namenom upravljanja s tveganji in doseganja dobičkov na daljši rok

Vir: International Accounting Standards Board, International Accounting Standard 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement, 2010.

V magistrski nalogi smo se osredotočili samo na finančna sredstva, merjena po pošteni vrednosti, saj nanje aktivnost kapitalskega trga najbolj vpliva.

MSRP 9 je bil izdan novembra 2009 in nadomešča tiste dele MRS 39, ki se nanašajo na razvrščanje in merjenje finančnih sredstev, z začetkom obvezne uporabe za obdobja, ki se začnejo 1. 1. 2015. Septembra 2010 je Odbor za mednarodne računovodske standarde (angl. International Accounting Standards Board) ponovno izdal MSRP 9, v katerega je vključil nove zahteve glede obračunavanja finančnih obveznosti ter iz MRS 39 prenesel zahteve za

odpravo pripoznanja finančnih sredstev in finančnih obveznosti (International Accounting Standards Board, 2011b). Standard uporablja enoten pristop za ugotavljanje, ali je finančno sredstvo merjeno po odplačni ali pošteni vrednosti, s čimer nadomešča vrsto različnih pravil iz MRS 39. Pristop MSRP 9 temelji na načinu, s katerim podjetje upravlja finančne instrumente (njegov poslovni model), in značilnostih pogodbenih denarnih tokov finančnih sredstev. Novi standard še zahteva, da se uporablja enotna metoda za oslabitve, s čimer nadomešča številne različne metode za oslabitev v MRS 39. Ključne značilnosti MSRP 9 so:

- Finančna sredstva je treba razvrstiti v dve skupini merjenja: tista, ki se merijo pozneje po pošteni vrednosti, in tista, ki se merijo pozneje po amortizirani vrednosti. Odločitev je treba sprejeti ob začetnem priznanju. Razvrstitev je odvisna od poslovnega modela podjetja za upravljanje njegovih finančnih instrumentov in lastnosti pogodbenih denarnih tokov takega instrumenta.
- Instrument se pozneje meri po amortizirani vrednosti le, če je to dolžniški instrument in (i) je namen poslovnega modela podjetja posedovati sredstvo za izterjavo pogodbenih denarnih tokov ter so (ii) pogodbeni denarni tokovi sredstva zgolj plačila glavnice in obresti (tj. ima le »osnovne lastnosti posojila«). Vsi drugi dolžniški instrumenti se merijo po pošteni vrednosti.
- Vsi kapitalski instrumenti se merijo pozneje po pošteni vrednosti. Kapitalski instrumenti, ki so namenjeni trgovanju, se merijo po pošteni vrednosti. Za vse druge kapitalske naložbe se je mogoče ob začetnem priznanju nepreklicno odločiti za priznanje nerealiziranega in realiziranega dobička in izgube po pošteni vrednosti na podlagi drugega vseobsegajočega donosa. Dividende se prikažejo v izkazu poslovnega izida, če predstavljajo donosnost naložbe.
- Večina zahtev iz MRS 39 glede razvrščanja in merjenja finančnih obveznosti je bila v nespremenjeni obliki prenesena v MSRP 9. Ključna sprememba je v tem, da bo moralo podjetje prikazati učinke sprememb v lastnem kreditnem tveganju finančnih obveznosti, določenih po pošteni vrednosti v drugem vseobsegajočem donosu. Čeprav bo IFRS 9 obvezno sprejeti od 1. 1. 2015, ga je mogoče sprejeti tudi prej. (Factor banka, 2012)

1.1.2 Poštena vrednost in hierarhija poštene vrednosti

MRS 39 določa, da je poštena vrednost finančnih instrumentov znesek, za katerega je sredstvo mogoče zamenjati ali poravnati obveznosti. Namen opredelitve poštene vrednosti finančnega instrumenta, s katerim se trguje na delujočem trgu, je dobiti ceno, po kateri bi se posel opravil na dan bilance stanja s tem instrumentom (to je, ne da bi spreminjali ali ponovno opredeljevali instrument) na najugodnejšem delujočem trgu, do katerega ima podjetje neposreden dostop. Vendar pa podjetje usklajuje ceno na bolj ugodnem trgu, da ugotovi morebitne razlike v zaupanjskem tveganju nasprotne stranke med instrumenti, s katerimi se trguje na tem trgu, in s tistim, ki ga vrednoti. Objavljene cene na delujočem trgu najboljše pričajo o sprotni pošteni vrednosti, in kadar obstajajo, se uporabijo za izmero finančnega sredstva ali finančne obveznosti. V skladu z MRS 39 je torej najboljši pokazatelj poštene

vrednosti cena, ki je objavljena na delujočem trgu. (International Accounting Standards Board, 2010) Na pospešen razvoj koncepta poštene vrednosti je močno vplival razvoj finančnih trgov in sicer zaradi razlike med knjigovodskimi in tržnimi vrednostmi finančnih naložb. Kadar tržna cena ni na razpolago, se poštena vrednost oceni z modelom diskontiranega denarnega toka ali katerega drugega modela določanja cen.

Zahteve po razkritju informacij o finančnih instrumentih so našteje v **MSRP 7 Finančni instrumenti: razkritja (angl. IFRS 7 Financial instruments: Disclosures)**, ki določa tudi obvezo po razkrivanju razvrstitve meritve poštene vrednosti z uporabo hierarhije poštene vrednosti, katera odraža pomembnost vhodnih podatkov, uporabljenih pri meritvah. MSRP 7 je bil izdan leta 2005, njegova uporaba je bila obvezna od 1.1.2007 naprej, določila o razkritjih v MRS 39 so bila tako premeščena v MSRP 7. IASB je zaradi situacije na trgu predlagal spremembe MSRP 7, ki so bile sprejete po hitrem postopku in so stopile v veljavo 1.1.2009. Uvedena je bila tristopenjska hierarhija razkritij po vzorcu FAS 157.

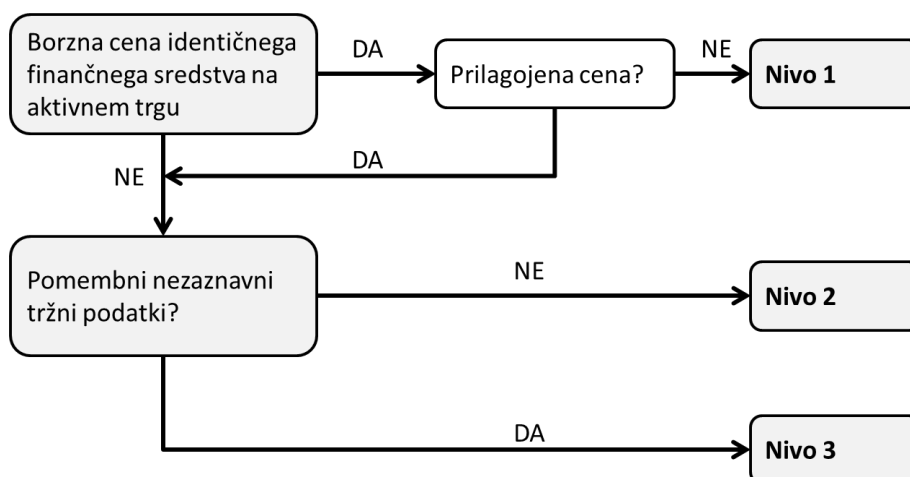
Hierarhija poštene vrednosti po MSRP 7 ima naslednje nivoje:

- Nivo 1 – objavljena tržna cena finančnih sredstev, s katerimi se trguje na aktivnih likvidnih trgih. Ta nivo vključuje lastniške in dolžniške finančne instrumente, ki kotirajo na borzah, ter izvedene finančne instrumente, s katerimi se trguje na borzah, kot so na primer terminske pogodbe.
- Nivo 2 – uporaba nedavnega posla istega finančnega instrumenta ali tržne cene podobnih instrumentov, v primeru ko kotirajoča cena ni objavljena oziroma, ko se s finančnim sredstvom trguje na neaktivnem kapitalskem trgu. Poštena vrednost drugih finančnih sredstev in finančnih obveznosti (razen izvedenih finančnih instrumentov) je določena v skladu s splošno sprejetimi modeli oblikovanja cen na podlagi analize diskontiranih denarnih tokov z uporabo cen podobnih kotirajočih instrumentov. Ta nivo vključuje na primer izvedene finančne instrumente, s katerimi se trguje na OTC-trgu, trgovana posojila, izdane strukturirane dolžniške vrednostne papirje in lastniški kapital.
- Nivo 3 – drugi modeli vrednotenja oziroma vložki za sredstvo ali obveznost, ki ne temeljijo na zaznavnih tržnih podatkih (neupoštevani vložki). Ta nivo vključuje vrednotenje naložb, kjer ne obstajajo podatki s prvega in drugega nivoja. Gre lahko za naložbe v lastniški kapital in dolžniške instrumente, katerih vrednost je določena v veliki meri z uporabo teoretičnih vložkov in subjektivnih ocen posloводства. (International Accounting Standards Board, 2011a)

Kot posledica finančne krize je bilo potrebno nujno izboljšati preglednost meritev poštene vrednosti finančnih instrumentov, zato je IASB marca 2009 spremenil MSRP 7. 3 in sicer gre tukaj za MSRP 7 členi 27A in 27B, ki so bil premeščeni v MSRP 13, členi 72 in 93.

Spodnja slika 2 prikazuje pristop k določanju razvrstitve meritev poštene vrednosti po hierarhiji poštene vrednosti, določene v MSRP 13.72.

Slika 2: Hierarhija poštene vrednosti po MSRP 13.71



Vir: KPMG IFRG Limited, *First Impressions: Fair value measurement*, 2011, str.28.

Zgoraj opisani hierarhiji zahtevata uporabo opaznih tržnih podatkov, kadar so na voljo. Opredelitvi nivoja 1 in 2 obravnavata koncept aktivnega trga, nas pa zanima, kakšen trg se smatra za aktiven trg, zato bomo v nadaljevanju preverili, kdaj je kapitalski trg aktiven.

1.1.2.1 Razvijanje definicije aktivnosti kapitalskega trga v obdobju 2007 – 2012

MRS 39 loči merjenje in določanje poštene vrednosti med finančnimi instrumenti, ki kotirajo na delujočem trgu, in finančnimi instrumenti, za katere delujoči trg ne obstaja. Člen AG 71 MRS 39 določa, da se finančni instrument obravnava kot kotiran na delujočem trgu, če so kotirane oziroma objavljene cene takoj in redno na voljo na borzi, pri trgovcu, borznem posredniku, gospodarski panogi, službi za cene ali državni agenciji in te cene predstavljajo dejanske posle, ki se redno pojavljajo na trgu na čisto poslovni podlagi.

Primerljivi standard v Združenih državah Amerike je Financial Accounting Statement 157 (v nadaljevanju FAS 157), ki je prešel v veljavo v letu 2007, in določa pošteno vrednost, okvir za merjenje poštene vrednosti in razkritja merjenja poštene vrednosti po Splošno sprejetih računovodskih načelih v Združenih državah Amerike (angl. *United States generally accepted accounting principles*, v nadaljevanju US GAAP). Pred izdajo FAS 157 je v GAAP obstajalo več definicij poštene vrednosti in omejene smernice za uporabo teh opredelitev. FAS 157 opredeljuje aktiven trg kot trg, kjer se transakcije sredstev oziroma obveznosti pojavljajo dovolj pogosto in v zadostnem obsegu, da sproti zagotavljajo informacije o ceni finančnega instrumenta. Tudi v tem primeru pojma zadostna frekvenca in obseg nista točno določena in puščata osebno presojo, zato FAS 157 pripravljalcem, revizorjem in uporabnikom računovodskim izkazom zagotavlja določene smernice oziroma značilnosti neaktivnega kapitalskega trga:

- na trgu se pojavlja malo transakcij sredstev in obveznosti;
- cene sredstev oziroma finančnih instrumentov niso trenutne;

- kotirajoče cene se bistveno spreminjajo v določenem časovnem obdobju in med ustvarjalci trga;
- malo informacij je javno objavljenih.

Globalna finančna kriza, pretresi na finančnih trgih in dejstvo, da se z nekaterimi finančnimi instrumenti ni več trgovalo, so poudarili pomen usklajenosti zahtev merjenja poštene vrednosti finančnih instrumentov po MSRP in US GAAP, zlasti za merjenje poštene vrednosti, ko se aktivnost trga zmanjša. Kot rezultat, in skladno s priporočili voditeljev skupine dvajsetih (G20), Odbora za finančno stabilnost ter svetovalnih skupin (angl. *Financial crisis Advisory Group*) Mednarodnega odbora računovodskih standardov (angl. *International Accounting Standards Board*, v nadaljevanju IASB) in Odbora standardov finančnega računovodstva v Združenih državah Amerike (angl. *US Financial Accounting Standards Board*, v nadaljevanju FASB), sta IASB in FASB skupaj razvila skupne zahteve za merjenje poštene vrednost sredstev in obveznosti, ko trgi niso več aktivni. V maju 2008 je IASB predložila dokument Fair value Expert Advisory Panel, kot odziv na priporočila Forum za finančno stabilnost (sedaj Odbora za finančno stabilnost, angl. *Financial Stability Board*) iz aprila 2008, na temo vrednotenja in razkrivanja finančnih instrumentov, ko kapitalski trgi niso aktivni. FASB je opazoval diskusijo na predloženo poročilo IASB. Kot povratno informacijo na osnutek poročila navajamo komentar Komiteja regulatorjev evropskih trgov vrednostnih papirjev (angl. *The Committee of European Securities regulators*, v nadaljevanju CESR). Udeleženci na nekaterih kapitalskih trgih so bili namreč mnenja, da osnutek izjave daje preveliko težo na razlikovanje med aktivnimi in neaktivnimi trgi. Prepričani so, da točno določena meja, ki razlikuje aktiven in neaktiven trg, ne obstaja. Po njihovem mnenju je za določanje aktivnosti potrebna večja stopnja individualne presoje. Menijo, da je osnovna filozofija poštene vrednosti, ki temelji na najboljših informacijah o cenah, ki bi se pojavili na trgu, skupna vsem vrednotenjem finančnih instrumentov in ostaja najpomembnejše načelo. Menijo, da so cenovni razmik in število transakcij samo nekateri kriteriji aktivnosti kapitalskega trga. (The Committee of European Securities Regulators, 2008)

IASB je oktobra 2008 izdal in objavil poročilo odbora strokovnjakov svetovalcev, ki so ga sestavljali pripravljavci in revizorji računovodskih izkazov, regulatorji kapitalskega trga in ostali (med drugimi posamezniki organizacij kot so Baselski odbor za finančni nadzor, Odbor za finančno stabilnost, centralne banke, finančne institucije in računovodska ter revizijska podjetja), z naslovom Merjenje in razkrivanje poštene vrednosti finančnih instrumentov na neaktivnih trgih (angl. *IASB fair value Expert Advisory Panel: Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active*). Nelikvidnost nekaterih finančnih oziroma kapitalskih trgov z začetkom v letu 2007 je opozorila na naslednja področja, kjer obstajajo stališča, ki podpirajo pristope, kateri morda ne izpolnjujejo cilja merjenja poštene vrednosti:

- Uporaba ocen posloводства pri merjenju poštene vrednosti;
- Uporaba cen na aktivnem trgu v primerjavi z neaktivnim trgom;

- Opredelitev prisilnih transakcij;
- Razlaga različnih ocen poštene vrednosti;
- Prilagajanje vrednosti finančnega instrumenta.

Te dileme so podrobneje razdelane v International Accounting Standards Board, 2008. Poročilo vsebuje izobraževalne smernice, ni pa bilo odobreno s strani IASB in tako ni uvajalo novih zahtev. (International Accounting Standards Board, 2011d)

Poročilo IASB pravi, da točno določene meje med aktivnim in neaktivnim trgom ni. Največja razlika med cenami finančnih instrumentov na aktivnem trgu in neaktivnem trgu je v tem, da mora podjetje v primeru neaktivnega trga vložiti več truda v proces vrednotenja ter v pridobivanje zagotovila, da cena transakcije predstavlja pošteno vrednost finančnega instrumenta, oziroma za določanje prilagoditve prodajnih cen transakcije, ki so potrebne za določanje poštene vrednosti instrumenta. Problem, ki se tukaj poraja, torej ni toliko v aktivnosti oziroma neaktivnosti kapitalskega trga, temveč v tem, ali cena transakcije predstavlja pošteno vrednost finančnega instrumenta. Glede na poročilo, so glavne značilnosti neaktivnega kapitalskega trga naslednje:

- **Občutno (angl. *significant*) zmanjšanje obsega in ravni trgovanja s finančnimi instrumenti;**
- **Cene, ki so na voljo, se v daljšem časovnem obdobju ali med udeleženci na trgu občutno razlikujejo;**
- **Cene na trgu niso aktualne oziroma trenutne.**

Omenjeni dejavniki pa sami po sebi ne pomenijo nujno, da kapitalski trg ni aktiven. Aktiven kapitalski trg je tisti trg, na katerem se transakcije redno pojavljajo. Pojem »redno« je stvar presoje in je odvisen od dejstev in okoliščin na trgu instrumenta, ki se meri po poštenu vrednosti. Prisilne transakcije, na katere je potrebno biti pozoren pri določanju poštene vrednosti, niso sestavni del merjenja poštene vrednosti¹. (International Accounting Standards Board, 2008)

IASB je 2. Oktobra 2008 objavil sporočilo za javnost, da je IASB upoštevala pojasnilo o računovodstvu poštene vrednosti pod US GAAP, kot ga navaja ameriški regulator trga vrednostnih papirjev (angl. *U. S. Securities and Exchange Commission*, v nadaljevanju SEC) in je v skladu z MRS39.

V odgovor na finančno krizo je FASB v aprilu 2009 izdal FASB vodilo 157 – 4: Določanje poštene vrednosti, ko se obseg in nivo aktivnosti sredstva oziroma obveznosti bistveno zniža, in opredelitev transakcij, ki niso urejene (angl. *FASB Staff Position or FSP No. FAS 157-4 Determining Fair Value When the Volume and Level of Activity for the Assets or Liability Have Significantly Decreased and Identifying Transactions That Are Not Orderly*, v nadaljevanju FAS 157-4). Omenjen računovodski standard je bil kodificiran v Temo 820

¹ Za podrobnosti v povezavi s prisilnimi transakcijami glej International Accounting Standards Board, 2008, str. 10 in 11.

(angl. *Topic 820 FASB's Accounting Standards Codification*) FASB kodifikacije računovodskih standardov².

IASB je po objavljenem FAS 157-4 (oziroma Topic 820) objavil zahtevo za mnenje, ali je vodilo FASB dosledno zgoraj omenjenemu IASB poročilu. Odzivi strokovnjakov na tem področju (regulator, revizorji in ostali udeleženci kapitalskih trgov) so potrdili doslednost objavljenih poročil.

V letu 2011 sta IASB in FASB izdala nove smernice o merjenju poštene vrednosti in zahtevah po razkritjih za MSRP in U.S. GAAP. Smernice, vključene v MSRP 13 Merjenja poštene vrednosti (angl. *IFRS 13: Fair Value Measurement*) in v posodobljeni verziji Teme 820 (prej imenovan SFAS 157), so zaključile pomemben skupen projekt IASB in FASB za izboljšanje MSRP in US GAAP ter omogočanje njihovega zbliževanja. Zaključek projekta je rezultat več kot petletnega dela za izboljšanje in usklajitev merjenja poštene vrednosti in razkritij. Zahteve, ki so v veliki meri enake po MSRP in US GAAP, so rezultat obsežnega predpisanega postopka in javnega posvetovanja, vključno s prispevki skupin *Fair Value Expert Advisory Panel* in *FASB's Valuation Resource Group*. Zahteve ne spreminjajo vodil, kdaj naj družba uporabi pošteno vrednost, ampak dajejo napotke, kako meriti pošteno vrednost finančnih in drugih sredstev ter obveznosti, ko je to določeno po MSRP ali US GAAP.

MSRP 13 ima začetek obvezne uporabe za obdobja, ki se začnejo 1. 1. 2013. Večina smernic, ki jih vsebujeta MRS 39 in MSRP 9, o tem kako meriti pošteno vrednost se je črtala in nadomestila z MSRP 13. MSRP 13 določa jasne in dosledne smernice za merjenje poštene vrednosti in reševanje vrednotenja na trgih, ki niso aktivni. MSRP 13 določa, da v primeru padca aktivnosti trga, podjetje za merjenje poštene vrednosti finančnega instrumenta uporabi model vrednotenja. MSRP določa podrobna navodila za naslednje primere:

- Na kapitalskem trgu je opazna tržna dejavnost za sredstvo ali obveznost;
- Na trgu je opazen padec tržne dejavnosti za sredstvo ali obveznost;
- Na trgu ni opazne tržne dejavnosti za sredstvo ali obveznost.

International Accounting Standards Board (2011c) v MSRP 13A, BC 169 določa, da je aktiven trg tisti trg, na katerem se transakcije sredstev oziroma obveznosti pojavljajo dovolj pogosto in v zadostnem obsegu, da sproti zagotavljajo informacije o ceni finančnega

² Julija 2009 je FASB izdal enoten vir verodostojnih nevladnih smernic, imenovani FASB kodifikacija računovodskih standardov (angl. FASB Accounting Standards Codification, "ASC" or "Codification", v nadaljevanju ASC). ASC ne spreminja U.S. GAAP, temveč predstavlja novo strukturo, ki računovodske izjave organizira po računovodskih temah. Tako je sedaj ASC Tema 820, Merjenje poštene vrednosti in razkritja (ASC 820, prej FASB izjava št. 157 Merjenje poštene vrednosti), edini vir za navodila o tem, kako je treba meriti in razkriti pošteno vrednost v računovodskih izkazih.

instrumenta. MSRP 13. B37 in B42³ pravijo, da je poštena vrednost sredstev in obveznosti ob občutnem zmanjšanju obsegu in padcu nivoja aktivnosti trga spremenjena. Poročevalec mora ovrednotiti spodaj našteje elemente trga, da lahko ugotovi, ali je prišlo na trgu do pomembnega zmanjšanja obsega in ravni dejavnosti v primerjavi z običajno tržno dejavnost sredstev in obveznosti. Za pomoč pri ugotavljanju pomembnosti zmanjšane obsega in ravni dejavnosti trga, standard MSRP 13 B37 navaja naslednje dejavnike trga:

- **Malo zadnjih poslov** (angl. *There are few recent transactions*);
- **Kotirajoče cene ne temeljijo na trenutnih informacijah** (angl. *Price quotations are not based on current information*);
- **Kotirajoče cene se močno razlikujejo bodisi v daljšem časovnem obdobju bodisi med ustvarjalci trga** (angl. *Price quotations vary substantially either over time or among market makers, for example, some brokered markets*).
- **Indeksi, ki so bili v preteklosti močno povezani s pošteno vrednostjo sredstev ali obveznosti, so sedaj očitno nepovezani z nedavno indenfikacijo poštene vrednosti** (angl. *Indexes that previously were highly correlated with the fair values of the asset or liability are demonstrably uncorrelated with recent indications of fair value for that asset or liability*);
- **Obstaja občutno povišanje vštete premije likvidnostnega tveganja, donosov ali drugih kazalnikov uspešnosti oziroma poslovanja za opazovane transakcije ali kotirajoče cene, v primerjavi z oceno pričakovanih denarnih tokov, ob upoštevanju vseh razpoložljivih tržnih podatkov o kreditnem tveganju ali tveganju neposlovanja** (angl. *There is a significant increase in implied liquidity risk premiums, yields, or performance indicators (such as delinquency rates or loss severities) for observed transactions or quoted prices when compared with the reporting fund's estimate of expected cash flows, considering all available market data about credit and other nonperformance risk for the asset or liability*);
- **Obstaja širok cenovni razmik ali občutna rast cenovnega razmika** (angl. *There is a wide bid-ask spread or significant increase in the bid-ask spread*);
- **Obstaja občutno znižanje aktivnosti oziroma odsotnost trga za nove izdaje (odsotnost primarnega trga) sredstev oziroma obveznosti** (angl. *There is a significant decline or absence of a market for new issuances (that is, a primary market) for the asset or liability or similar assets or liabilities*);
- **Malo informacij je javno objavljenih** (angl. *Little information is released publicly*). (International Accounting Standards Board, 2011d)

MSRP 13 B38 v nadaljevanju navaja, da če podjetje ugotovi pomembno zmanjšanje obsega ali ravni dejavnosti za sredstva ali obveznosti, je potrebna nadaljnja analiza transakcij oziroma kotirajočih cen. Zmanjšanje obsega ali ravni dejavnosti samo po sebi ne pomeni, da transakcijska cena ali borzna cena ne predstavljata poštene vrednosti oziroma, da transakcija na tem trgu ni urejena (angl. *orderly transaction*). Podjetje se mora osredotočiti na to, ali so

³ Enaka določila so navedena tudi v Temi 820 (ang. *ASC paragraphs 820-10-35-54C in 35-54D*) oziroma v FASB vodilu 157-4 (angl. *FAS 157 Paragraph 29A*).

opazovane transakcijske cene rezultat urejene transakcije, ne pa samo na stopnjo aktivnosti trga, saj so transakcije lahko urejene tudi na trgu z nizko stopnjo aktivnosti. MSRP 13, BC 181 tako pravi, da mora podjetje upoštevati opazovane transakcijske cene, razen v primeru, ko transakcijska cena ni urejena⁴. (International Accounting Standards Board, 2011d)

1.1.2.2 U.S. GAAP

V prejšnjem poglavju smo poleg razvoja računovodskih standardov in smernic opisali tudi smernice po U.S. GAAP. Ugotovili smo, da sta IASB in FASB skupaj sodelovala pri razvoju smernic o merjenju poštene vrednosti in zahtevah po razkritjih po MSRP in U.S. GAAP. V maju 2011 je FASB izdal popravljen računovodski standard 2011-04, Merjenje poštene vrednosti (angl. *Accounting Standards Update No. 2011-04, Fair Value Measurement (Topic 820): Amendments to Achieve Common Fair Value Measurement and Disclosure Requirements in U.S. GAAP and IFRSs, (the ASU)*), ki je tako spremenil ASC 820, in začel veljati po 15. Decembru 2011.

Smernice oziroma kriteriji aktivnosti kapitalskega trga so tako po MSRP in U.S. GAAP enake. Pred tem ni bilo na voljo nobenih točnih določil regulatorja ameriškega trga vrednostnih papirjev SEC, FASB in drugih udeležencev, v zvezi z definicijo aktivnega oziroma neaktivnega kapitalskega trga, pojavljali so se samo predlogi za dodatne smernice, ki bodo določale, kako določiti aktivnost kapitalskega trga.

2 FINANČNI TRG IN TRG KAPITALA V STROKOVNI LITERATURI

2.1 Kriteriji aktivnosti trga kapitala

V nadaljevanju smo nanizali pomembnejše definicije in značilnosti kriterijev aktivnosti kapitalskega trga, ki se pojavljajo v strokovni literaturi. Köke (1999, str. 4) je na podlagi raziskave oziroma ankete, narejene s strani Centra za evropske ekonomske raziskave med aprilom in junijem 1999, ugotovil pomembnejše kriterije pri odločanju o investiciji v portfelj in posledično aktivnosti kapitalskega trga, ki so nanizani v Tabeli 1.

⁴ Za podrobnosti v zvezi s terminom »urejena transakcija« glej MSRP 13, B43 in B44 v International Accounting Standards Board, 2011d.

Tabela 1: Kriteriji pri odločanju o investiciji

TRG	KRITERIJ	POVPREČNA OCENA POMEMBNOСТИ (v %) *
SPLOŠNO OKOLJE	Stabilnost pravnega sistema	83
	Stabilnost finančnega sistema	81
	Stabilnost političnega sistema	78
	Stabilnost valute	68
	Jasna oziroma pregledna davčna zakonodaja	63
	Splošno stanje v ekonomiji in gospodarstvu	62
	Strogost in učinkovitost stečajne zakonodaje	59
MIKROEKONOMSKO OKOLJE	Sposobnosti in znanje posloводства	93
	Produktivnost podjetja, v katerega bi vlagatelji vložili sredstva	83
	Rast panoge	83
	Visoka raven usposobljenosti zaposlenih	65
	Osebnostni stiki z vodstvom podjetja	65
	Stopnja obdavčitve podjetja	53
FINANČNI TRGI	Likvidnost posameznih delnic	97
	Zakonodaja in uveljavljanje zakonov	83
	Kontrola pretoka kapitala	78
	Prisotnost strateških vlagateljev	53
	Kotacija na borzah v tujini	52

Legenda: * Povprečna ocena pomembnosti je izračunana kot povprečje vseh odgovorov na vprašanje, v zvezi z določenim kriterijem, in znaša od 0 – 100%, kjer 0% pomeni nepomembno, 100% pa zelo pomembno. Manj pomembne kriterije avtor v tej tabeli ni zajel.⁵

Vir: J. F. Köke, *Institutional Investment in Central and Eastern Europe: Investment Criteria of Western Portfolio Managers*, 1999, str. 4.

2.1.1 Kriteriji aktivnosti na primarnem trgu

2.1.1.1 Primarna in sekundarna javna ponudba delnic

Podjetja se pri poslovanju soočajo s problemom financiranja nadaljnje rasti podjetja, s problemom preskrbe finančnih sredstev za nove investicije oziroma s problemom, kako zagotoviti finančna sredstva za nadaljnji obstoj podjetja. Pri tem lahko izbirajo med financiranjem iz notranjih virov in financiranjem iz zunanjih virov.

Pri **financiranju iz notranjih virov** podjetja uporabijo finančna sredstva, ki jih je sposobno ustvariti s poslovanjem. Pri tem mislimo na uporabo zadržanih dobičkov iz preteklih let.

Pri **financiranju iz zunanjih virov** imajo podjetja na voljo več oblik financiranja in sicer so to najem kreditov pri bankah, izdaja obveznic ali pa izdaja lastniških vrednostnih papirjev oziroma delnic.

Teorija vrstnega reda financiranja pravi, da so podjetja, ki izdajo nov lastniški kapital, že na robu možnega zadolževanja in z relativno velikim deležem dolga v strukturi financiranja.

⁵ Za podrobnosti glede raziskave in vprašalnika glej Köke, 1999.

Različni avtorji ugotavljajo, da managerji sledijo naslednjemu vrstnemu redu financiranja pri izbiri sredstev financiranja:

- notranje ustvarjeni denarni tok: čisti dobiček in amortizacija, od česar je odštet znesek izplačanih dividend;
- dolžniški viri financiranja z majhnim tveganjem – zavarovan dolg;
- bolj tvegano nezavarovano zadolževanje;
- zamenljivi vrednostni papirji in prednostne delnice;
- izdaja navadne delnice in nazadnje
- znižanje dividende kot zadnji ukrep.

Število novih izdaj vrednostnih papirjev je eden izmed indikatorjev aktivnosti kapitalskega trga. Poznamo javne in nejavne izdaje vrednostnih papirjev. Ob nejavni ponudbi mora izdajatelj vrednostnega papirja v Sloveniji predhodno obvestiti Agencijo za trgovanje z vrednostnimi papirji in ji predložiti sklep o izdaji (Zakon o trgu finančnih instrumentov, 2010). Z vrednostnimi papirji, ki so bili izdani z nejavno ponudbo, se na organiziranem trgu ne sme trgovati, niti se jih ne sme kako drugače javno ponujati. V nadaljevanju se bomo osredotočili samo na javne izdaje vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje na organiziranem trgu.

Poznamo primarne in sekundarne javne izdaje vrednostnih papirjev. Za **primarno javno ponudbo delnic podjetja**, ki še nikoli ni izdalo delnic, se uporablja izraz *initial public offering (IPO)*, za vsako naslednjo izdajo podjetja pa se uporablja izraz *seasoned equity offering (SEO)* oziroma **sekundarna ali naknadna javna ponudba**. V slovenski terminologiji se uporablja izraz primarna javna prodaja za izdaje delnic, ki so v bistvu IPO ali SEO, enako terminologijo bomo uporabili tudi v magistrskem delu.

Javna ponudba dolžniških ali lastniških vrednostnih papirjev je nedvomno temelj investicijskega bančništva, saj podjetja sama običajno niso sposobna izvesti zahtevnega postopka izdaje. Financiranje z vpisom nove izdaje vrednostnih papirjev je pogostejše pri podjetjih v anglosaškem bančnem sistemu, kjer je investicijsko bančništvo tudi bolj razvito.

Brigham in Daves (2004, str. 590-592) ter ostali avtorji različnih del navajajo naslednje prednosti in slabosti izdaje novih vrednostnih papirjev:

Prednosti:

- večja likvidnost: Trg zasebnega kapitala je nelikviden. V primeru, da eden od lastnikov želi prodati nekaj delnic, je težko najti ustreznega kupca. Čeprav kupec obstaja, pa se pojavi problem v ceni delnice, ki bi bila osnova za prodajo, saj le-ta na trgu ni določena. Na kapitalskem trgu teh problemov običajno ni;
- večja diverzifikacija lastništva;
- znana vrednost podjetja in večja prepoznavnost na trgu;
- vzpostavitev pogajanj za združitve;
- povečanje velikost potencialnih trgov kapitala;

- zadolževanje v višjem znesku, z daljšo ročnostjo oziroma s poznejšim odplačevanjem obveznosti (izplačilo ob dospelosti vrednostnega papirja);
- fiksna določena obveznost izdajatelja vrednostnega papirja;
- manjša dolžniška odvisnost od bank, pri katerih se pojavlja posojilni krč;
- večja preglednost poslovanja in
- možnost za dodatne dokapitalizacije prek sekundarnih prodaj v prihodnosti, če bodo obstajale potrebe.

Slabosti:

- Redno poročanja agencijam na trgu vrednostnih papirjev in lastnikom, kar je povezano z dodatnimi stroški;
- Razkritja posebnosti, značilnosti oziroma pomembnejših podatkov poslovanja, ki so na voljo konkurenčnim podjetjem;
- Nižja cena vrednostnega papirja v primeru, da vrednostni papir izdaja majhno podjetje oziroma je trgovanje majhno;
- Visoki transakcijski stroški;
- Nezmožnost prodaje prevzetih papirjev;
- Neuspešna prodaja na primarnem trgu slabo vpliva na ugled podjetja. IPO velja za uspešnega, če cena na borzi v nadaljevanju zraste.

Pri izbiri ustrezne borzne kotacije je pomembna ugotovitev, katera borza zagotavlja čim širši krog vlagateljev, ki bi jih morda zanimala delnice podjetja, ki načrtuje IPO. Izpolnjevanje tega merila je namreč pogoj za doseganje ustrezne cene delnice ob izvedbi IPO, za zagotavljanje ustrezne likvidnosti v kotaciji in nadaljnje vzdrževanje ustrezne cene. Brez aktivnega sekundarnega kapitalskega trga, je razlog za prvo izdajo vrednostnega papirja majhen, saj aktiven sekundarni trg po primarni javni izdaji vrednostnega papirja omogoča vlagateljem, da svoj delež s prodajo pretvorijo nazaj v denarna sredstva.

2.1.2 Kriteriji aktivnosti na sekundarnem trgu

2.1.2.1 Tržna kapitalizacija

V strokovni literaturi in medijih se kot osnovni kazalnik za merjenje razvitosti kapitalskega trga določene države uporablja delež tržne kapitalizacije v bruto družbenem proizvodu (v nadaljevanju BDP), kar pomeni vrednostni obseg vrednostnih papirjev, ki kotirajo na borzi, v primerjavi z BDP. Višji kazalnik in posledično aktivnejši trg kapitala imajo države s stabilnejšim makroekonomskim okoljem, dobro izdelano pravno in računovodsko zakonodajo ter večjimi zahtevami po razkrivanju informacij. Poleg tega pa na omenjeni kazalnik vplivajo tudi drugi dejavniki in sicer število podjetij uvrščenih na organiziran trg, stopnja liberalizacije kapitalskih tokov ter prisotnost institucionalnih investitorjev.

Tržna kapitalizacija vrednostnih papirjev je izračunana kot seštevek tržne kapitalizacije posameznih vrednostnih papirjev, le-ta pa je izračunana kot zmnožek števila kotirajočih vrednostnih papirjev in njihove tržne cene na koncu obdobja.

Bolj realno sliko stanja daje kazalnik **tržna kapitalizacija v prostem obtoku**, ki je vedno manjši od običajnega kazalnika tržna kapitalizacija, predstavlja pa način vrednotenja podjetja, s katerim se trguje na borzi, pri čemer je vrednost podjetja zmnožek števila delnic v prostem obtoku (samo tistih, s katerimi se dejansko trguje in niso v lasti strateških investitorjev, države itd.) in trenutnega tržnega tečaja.

2.1.2.2 Likvidnost

Likvidnost trga je ena najpomembnejših lastnosti aktivnosti trga finančnih instrumentov, ki udeležencu trga omogoča trgovanje z večjimi količinami vrednostnih papirjev, z nizkimi stroški in takrat, ko udeleženec trga želi trgovati. Likvidnost trga je najbolj vidna ob reakciji cene vrednostnega papirja ob nujnem čimprejšnjem nakupu ali prodaji vrednostnega papirja. Značilnost likvidnih trgov je veliko število udeleženih kupcev in prodajalcev, posledično posamezne transakcije nimajo večjega vpliva na cene, vlagatelji pa imajo možnost hitre sklenitve posla in poravnave. Na najlikvidnejših trgih so instrumenti običajno razpršeni med večje število udeležencev.

Za zagotavljanje večje likvidnosti trga, so na trgu prisotni **vzdrževalci likvidnosti**. Gre za borzne člane, ki zagotavljajo likvidnost določenega vrednostnega papirja z obveznim dnevnim zagotavljanjem omejenih naročil za nakup in prodajo v borznem trgovalnem sistemu, v določenem tečajnem razmiku ter s sklepanjem poslov na podlagi teh naročil v svojem imenu in za svoj račun.

Lee (2002, str. 12) pravi, da je likvidnost multidimenzionalen koncept, ki na osnovnem nivoju pomeni, da udeleženec na trgu lahko hitro izvede velike transakcije vrednostnih papirjev z majhnim vplivom na ceno vrednostnega papirja. Loči štiri dimenzije likvidnosti, in sicer so to:

- **širina cenovnega razmika** (angl. *Width ali tightness*), ki meri razliko med tržno ceno vrednostnega papirja in »pravo« ceno oziroma ceno vrednostnega papirja, ki vsebuje vse informacije. Nanaša se na stroške trgovanja z določeno količino in predstavlja strošek na enoto likvidnosti. Vključuje tudi provizije borznih posrednikov;
- **globina trga** (angl. *Depth*), ki meri za koliko bi se morale cene vrednostnih papirjev spremeniti, da bi se izvršilo večje število velikih transakcij oziroma predstavlja število vrednostnih papirjev, s katerimi lahko trgujemo, ne da bi s tem povzročili večjo spremembo cene;
- **takojšnja izvršljivost naročila** (angl. *Immediacy*), ki meri hitrost izvršitve posla pri dani količini in stroških;
- **odzivnost cene oziroma prožnost** (angl. *Resiliency*), ki meri hitrost vrnitve cen na raven pred spremembo, ki jo je povzročila velika količina naročil s strani neinformiranih udeležencev trga.

V strokovni literaturi se pojavlja še ena dimenzija likvidnosti in sicer je to **gostota trgovanja** z določenim instrumentom (angl. *Thickness of trading*). Merimo jo s številom vrednostnih papirjev, s katerim se trguje v časovni enoti, ali pa s številom transakcij na časovno enoto.

Gostota trgovanja kaže pripravljenost informiranih in neinformiranih udeležencev trga na trgovanje in se jo lahko smatra kot likvidnost v širšem smislu.

Obstaja več interpretacij likvidnosti kapitalskega trga, zato tudi več kazalnikov, ki določajo likvidnost trga. Deželan (2001, str. 34) deli kazalnike likvidnosti v dve skupini in sicer so to kazalniki za ugotavljanje likvidnosti posameznega vrednostnega papirja in kazalniki za ugotavljanje likvidnosti celotnega kapitalskega trga.

Merila likvidnosti vrednostnega papirja se ločijo glede na **merila na podlagi naročil** in **ostala merila likvidnosti**. Merila na podlagi naročil zahtevajo podatke o posameznih transakcijah, ostala merila pa se nanašajo na merila trgovalne aktivnosti in obsega, oziroma dnevne, tedenske ali letne podatke, ki so na voljo. (Deželan, 2001)

V spodnji tabeli 2 so navedeni različni najpomembnejši oziroma najpogostejše uporabljeni kazalniki likvidnosti, nekatere v nadaljevanju podrobneje pojasnjujemo (Deželan, 2001):

- **Cenovni razmiki oziroma razmiki med ponudbo in povpraševanjem** (v tabeli pod zaporedno št. 1., 2., 4., 5. in 6.):

Cenovni razmik iz kotacije (angl: *Quoted bid-ask spread*) odraža vpliv cene standardno velikih poslov oziroma je merilo za cene, ki jih vsebujejo standardno velika naročila, ne upošteva pa cen naročil večjih in bolj pogostih udeležencev trga. Večji udeleženci trgujejo po cenah, ki niso določene s cenovno razliko med ponudbo in povpraševanjem, zato nam razmik med nakupno in prodajno ceno ne daje natančnega podatka o stroških trgovanja oziroma transakcijskih stroških večjih udeležencev trga. Na podlagi opisanega ugotavljamo, da likvidnost lahko natančneje ugotavljamo z **dejanskim cenovnim razmikom** (angl. *Effective spread*), kateri pa upošteva tudi cene, pri katerih je transakcija dejansko izvedena. Nižji kot so cenovni razmiki, bolj likviden je kapitalski trg.

- **Globina trga** (angl. *Market depth*, v tabeli zaporedna št. 3): izračunamo jo na podlagi podatkov o količinah vrednostnih papirjev, ki so na voljo za trgovanje pri določenih cenah ponudbe in povpraševanja.

- **Lambda (λ)**

Cenovni vpliv 1 in 2 in kazalnik likvidnosti Grossman & Miller (v tabeli zaporedna št. 7.-9.): Z λ merimo maržni vpliv trgovanja na ceno vrednostnega papirja. λ ustreza naklonu regresijske premice, ki se nanaša na spremembo cene v primerjavi z obsegom trgovanja. V primeru, da na trgu ni asimetrije informacij med udeleženci trga, bi morala biti vrednost λ enaka 0. Merilo oziroma kazalnik, ki je v tabeli poimenovan »**cenovni vpliv 2**« se nanaša na opisane značilnosti λ , pri katerem pa se upošteva tudi dejstvo, da je število vrednostnih papirjev, s katerimi se bo trgovalo, odvisno od cene vrednostnega papirja. Model **kazalnika likvidnosti Grossman & Miller** pravi, da likvidnost nastane, ker so v vsakem obdobju vzdrževalci trga nagnjeni k tveganju pripravljeni na višje povpraševanje v zameno za ugodno spremembo v ceni med obdobji.

- **Tržna kapitalizacija:** Izračunana je kot zmnožek števila kotirajočih vrednostnih papirjev in njihove tržne cene ob koncu obdobja.
- **Delež prometa v tržni kapitalizaciji:** Kazalec likvidnosti je izračunan kot delež prometa ustvarjenega z vrednostnim papirjem na organiziranem trgu v določenem obdobju (običajno 1 leto) glede na tržno kapitalizacijo vrednostnega papirja. Kazalec likvidnosti kaže učinek kapitalskega trga na gospodarsko rast (Levine & Zervos, 1996). Višji kot je koeficient, bolj je vrednostni papir likviden, vrednost 1 pa pomeni, da so v določenem obdobju vsi vrednostni papirji zamenjali lastnika.

Tabela 2: Merila oziroma kazalniki likvidnosti

Zaporedno število	MERILO OZIROMA KAZALNIK LIKVIDNOSTI	DEFINICIJA OZIROMA IZRAČUN
Merila na podlagi naročil		
1.	Cenovni razmik iz kotacije	$P_A - P_B$
2.	Proporcionalen cenovni razmik	$(P_A - P_B) / P_M$
3.	Globina trga	$\frac{1}{2} (Q_A + Q_B)$
4.	Dejanski cenovni razmik	$2 P_t - P_M $
5.	Proporcionalen dejanski cenovni razmik	$2 P_t - P_M / P_t$
6.	Amortiziran cenovni razmik	$2 P_t - P_M / T$
7.	Cenovni vpliv 1	λ
8.	Cenovni vpliv 2	λ / P
9.	Kazalnik likvidnosti Grossman & Miller*	$\bar{V} / (\Delta \bar{P})$
Ostala merila likvidnosti		
10.	Promet	V
11.	Povprečni promet	$\bar{V}$
12.	Povprečna količina kotirajočih vrednostnih papirjev	$\bar{Q}$
13.	Koeficient obračanja (kot % vseh kotirajočih vrednostnih papirjev na trgu)	$\bar{Q}_\%$
14.	Tržna kapitalizacija	C
15.	Delež prometa v tržni kapitalizaciji	V / C
16.	Proporcionalen dnevni (tedenski) razmik iz kotacije	$(P_A - P_B) / \bar{P}$

Legenda: Znaki v okviru definicije predstavljajo naslednje: P pomeni ceno, Q količino vrednostnih papirjev, ki je na voljo za trgovanje pri določeni ceni, V vrednost trgovanja oziroma promet, T naložbeno obdobje, A predstavlja stran ponudbe, B stran povpraševanja, t čas izvršene transakcije, m srednjo vrednost med ponudbo in povpraševanjem, črtica nad črko pa ponazarja povprečno vrednost v določenem časovnem obdobju. V okviru ostalih meril likvidnosti pa R predstavlja donosnost vrednostnega papirja v določenem obdobju, A in B pa najboljšo stran ponudbe ter povpraševanja. V tem delu so časovni indeksi izpuščeni, saj lahko omenjene indekse izračunamo za poljubna časovna obdobja (dan, teden, mesec, leto,...).

Vir: S. Deželan, *The Impact of Institutional Investors on Equity Markets and Their Liquidity*, 2001, str. 36-37;

* S. J. Grossman & M. H. Miller, *Liquidity and Market Structure*, 1988, str. 630;

Likvidnost se običajno nanaša na posamezni vrednostni papir. Likvidnost celotnega trga vrednostnih papirjev lahko enostavno določamo na podlagi podatkov o likvidnosti posameznega vrednostnega papirja. Zgoraj navedena merila oziroma kazalnike, kot so na

primer tržna kapitalizacija, obseg trgovanja, količina kotirajočih vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje itd., se lahko uporabijo tudi za izračun likvidnosti kapitalskega trga, in sicer se pri izračunu dodatno upošteva vse vrednostne papirje s katerimi se trguje. Za primer izračuna tržne kapitalizacije kapitalskega trga glej poglavje Tržna kapitalizacija. (Deželan, 2001)

Za grobo oceno likvidnosti trga lahko upoštevamo tudi število udeležencev na trgu ali pa število neinformiranih udeležencev trga (angl. *Liquidity or noise traders*). Večje kot je število udeležencev, bolj likviden je kapitalski trg.

Zgoraj naštetih merila oziroma kazalniki so indikatorji likvidnosti trga v modelih tržne mikrostrukture, v nadaljevanju pa bomo opisali še dve merili, kot indikatorja likvidnosti v makroekonomskih modelih. Stump in Scott (1991, str. 33 - 40) za merilo oziroma kazalnik likvidnosti navajata kazalnik količina skupnega denarja, ki je na voljo za porabo v gospodarstvu. Primeri tega merila so npr.:

- letna stopnja rasti nominalne ponudbe denarnega agregata M2⁶ manj letna stopnja rasti osebnih dohodkov;
- letna stopnja rasti realnega M2 manj letna stopnja rasti industrijske proizvodnje;
- letna stopnja rasti realnega M3 manj letna stopnja rasti industrijske proizvodnje.

Pozitivni kazalniki omenjeni zgoraj pomenijo, da ponudba denarja raste po višji stopnji rasti v primerjavi z ekonomsko aktivnostjo. Na razvitih finančnih trgih to pomeni, da se presežek pozna pri likvidnosti na kapitalskem trgu.

Običajno imajo razvijajoče se države manj likvidne kapitalske trge v primerjavi z razvitimi državami, kar je največkrat posledica koncentracije lastništva v preteklosti, ki zmanjšuje trgovni delež lastniškega kapitala. Manjša likvidnost na kapitalskem trgu v državah z manjšim prometom je tudi posledica uvrstitve določenega dela lastniškega kapitala na zahodne borze v obliki potrdil o lastništvu, kar je značilno na primer za Rusijo in Kazahstan.

⁶ Ponudbo denarja opredelimo kot znesek denarja, ki obstaja v določenem trenutku v določenem gospodarstvu. Količinske mere ponudbe denarja predstavljajo različni denarni agregati, tako da se ponudba oziroma količina denarja razlikuje glede na likvidnost denarja. Pojavljajo se štirje denarni agregati in sicer gotovina, M1, M2 in M3. V **M1** spadajo gotovina v obtoku in blagajniški depoziti ali vloge na vpogled (te terjatve so likvidne). **M2** je kategorija, ki M1 dodaja imetja, ki so skoraj povsem neposredno uporabna kot menjalno sredstvo. Največji del M2 predstavljajo hranilne in manjše vezane vloge pri bankah in hranilnicah. **M3** pa predstavlja M2 in repo ter dolžniške papirje z zapadlostjo do dveh let, delnice in točke odprtih skladov. Širšo definicijo denarja pa predstavlja M3, ki poleg kategorije M2 vključuje še razne vrste kratkoročnih vrednostnih papirjev. (Senjur, 2001)

2.1.2.3 Donosnost

Donosnost merimo z borznimi indeksi, ki so pomemben kazalec dogajanja na organiziranem kapitalskem trgu. Borzni indeks je statistični kazalnik, ki kaže spremembe tečajev vrednostnih papirjev. Temeljni namen borznega indeksa je zagotavljati zbirne in jedrnat informacije o gibanju cen največjih in najlikvidnejših delnic na posameznem kapitalskem trgu. Lahko je košarica delnic gospodarskih družb iz iste panoge ali z istega geografskega območja in meri donosnost določene panoge, donosnost geografskega območja ali borznega trga. Na borzne indekse so lahko vezani tudi izvedeni finančni instrumenti, s katerimi špekulanti večinoma kratkoročno in z vzvodi skušajo ujeti nihanja na borzi in tako zaslužiti. Glavna naloga borznega indeksa je torej podati hitro in dobro oceno dogajanja na trgu kapitala, saj zajame spremembe cen najpomembnejših finančnih instrumentov.

Borzne indekse lahko razdelimo v tri skupine:

- indeksi, kreirani na borzi, ki temeljijo oziroma so izračunani glede na vse delnice, s katerimi se trguje na borzi;
- indeksi, kreirani s strani organizacij, kjer so delnice, vključene v indeks, subjektivno izbrane;
- indeksi, kjer so delnice izbrane glede na objektivne kazalnike, kot je na primer tržna kapitalizacija podjetja.

2.1.2.4 Velikost trga kapitala

Pri razvoju in posledično aktivnosti kapitalskega trga ima pomembno vlogo tudi velikost trga. Majhne države, med njimi tudi Slovenija, imajo pri razvoju kapitalskega trga veliko težav, zato ker je število podjetij z željo po uvrstitvi na organiziran trg vrednostnih papirjev majhno, stroški organiziranega trga pa so visoki. Želja udeležencev trgov kapitala po večjem, bolj likvidnem organiziranem trgu, kjer so transakcijski stroški manjši za vse udeležence, je v zadnjem času glavni vzrok za združevanje nekaterih svetovnih borz.

2.1.2.5 Zakonodaja

Na velikost kapitalskega trga in posledično aktivnost trga pozitivno vplivata tudi razširjenost in učinkovitost zakonodaje. Pripravljenost vlagateljev za vlaganje sredstev oziroma denarja, s tem pa posledično tudi globina kapitalskega trga, se poveča v primer, da so potencialni investitorji pravno zaščiteni z učinkovito zakonodajo. Omenjeno povečanje temelji zlasti na malih delničarjih, saj v primeru dobrih zakonov in učinkovite zakonodaje ni potrebno nadzorovati večinskega deleža v podjetju. Zaradi tega so deleži v podjetjih veliko bolj razpršeni, kar posledično pomeni večjo likvidnost kapitalskih trgov. Ustrezna pravna regulativa pomeni, da mora biti urejena zakonodaja s področja nadzora nad poslovanjem in poročanjem podjetij, finančnih posrednikov in zagotavljanja zaščite malih delničarjev.

V primeru, da so pravice vlagateljev bolje zaščitene z zakonom, so vlagatelji pripravljeni plačati več za finančna sredstva, kot so lastniški in dolžniški kapital. Vlagatelji priznavajo, da

se v primeru boljše pravne zaščite več dobička podjetja vrne nazaj k lastnikom v obliki obresti ali dividend.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer in Vishny (1996 in 1999, str. 1-33) so na primeru 49 držav sveta dokazali močno in pozitivno korelacijo med kakovostjo zaščite vlagateljev in tržno kapitalizacijo ter likvidnostjo trgov kapitala. Ugotavljajo, da je razvoj pravne ureditve trgov kapitala eden ključnih dejavnikov razvoja trgov kapitala tranzicijskih držav v preteklosti. Za primer lahko vzamemo države v procesu približevanja evropskim integracijam. Ko le-te prevzamejo evropsko zakonodajo, se kazalnik tržne kapitalizacije v BDP poviša.

Slavova (2002, str. 11) uporabi za merjenje vpliva zakonodaje na likvidnost trga kapitala različne kazalnike EBRD in sicer so to:

- EXT BANK – Razširjenost bančnih zakonov in predpisov,
- EFF BANK – Učinkovitost bančnih zakonov in predpisov,
- EXT CAP – Razširjenost bančnih zakonov in predpisov kapitalskih trgov,
- EFF CAP – Učinkovitost bančnih zakonov in predpisov kapitalskih trgov,
- EXT – Indeks splošne razširjenosti finančnih zakonov in
- EFF – Indeks splošne učinkovitosti finančnih zakonov,

kjer razširjenost meri prisotnost določenih osnovnih pravnih zakonov, namenjenih za delovanje pravnega sistema, učinkovitost pa meri dejansko izvajanje teh zakonov. V veliko državah se zgodi, da ima država veliko zakonov, vendar se le-ti iz različnih razlogov ne izvajajo. Kazalniki lahko dosežejo največ 100%, kar je leta 1999 uspelo samo Združenim državam Amerike. Višine omenjenih kazalnikov za Slovenijo so se gibali med šestdeset in osemindemdeset odstotkih. (Slavova, 2002)

Za razvoj kapitalskih trgov so zelo pomembni tudi zakoni, ki ščitijo delničarje v javno kotirajočih podjetjih. Močna zaščita povečuje zaupanje delničarjev, zaradi česar je lahko lastništvo bolj razpršeno, to pa povečuje likvidnost trga. Pistor, Raiser in Gelfer (2000, str. 343) in Claessens, Djankov in Klingebiel (2000, str. 9) so ugotavljali stopnje zaščite in učinkovitosti zaščite delničarjev v posameznih državah s pomočjo naslednjih indeksov, pri katerih je bilo maksimalno možno število točk 6:

- pooblastilo preko pošte je mogoče (da = 1, ne = 0);
- delnice ni možno blokirati brez skupščine delničarjev (da = 0,5, ne = 0);
- datum izpisa iz registra ni možno določiti brez skupščine delničarjev (da = 0,5; ne = 0);
- dovoljeno seštevati glasove za volitev nadzornega sveta (da = 0,5; ne = 0);
- ostali zakoni, ki omogočijo proporcionalno zastopanje (da = 0,5; ne = 0);
- delničarji lahko spodbijajo odločitve uprave na sodišču (da = 0,5; ne = 0);
- delničarji lahko spodbijajo odločitve, sprejete na skupščini, na sodišču (da = 0,5; ne = 0);
- prednakupna pravica pri izdaji novih delnic (da = 1; ne = 0);

- delničarji z manj kot 10% deleža podjetja lahko skličejo izredno skupščino delničarjev (da = 0,5; ne = 0).

Rezultati raziskav so pokazali, da je bila leta 1998 najvišja stopnja zaščite delničarjev v Združenih državah Amerike, Armenije in Rusije, in sicer pet točk. Slovenija je bila s tremi točkami uvrščena v sredino lestvice v primerjavi z ostalimi vzhodno evropskimi državami. Izvajanje in učinkovitost zaščite delničarjev je bila največja v Združenih državah Amerike (100%), Slovenija pa se je s 40% uvrstila na zadnje mesto v primerjavi z ostalimi vzhodno evropskimi državami. Neučinkovito izvajanje zakonov je v večini primerov posledica korupcije, šibkega sodnega sistema in oteženemu dostopu do dejanskih informacij za male delničarje. (Vidic, 2002)

3 AKTIVNOST SLOVENSKEGA KAPITALSKEGA TRGA

V tretjem delu magistrskega dela smo preverili ali je slovenski kapitalski trg aktiven. Najprej smo razložili lastnosti oziroma značilnosti kapitalskega trga, saj bomo tako lažje razumeli rezultate. Natančneje smo opredelili aktivnost sekundarnega kapitalskega trga na podlagi podatkov oziroma kriterijev aktivnosti Ljubljanske borze (v nadaljevanju LJSE) ter Uredbe Evropske komisije. Na koncu pa smo preverili, kako Banka Slovenije kot regulator slovenskih bank določa, kdaj se z delnico trguje na aktivnem in kdaj na neaktivnem kapitalskem trgu, ter kakšne posledice ima neaktiven kapitalski trg na vrednotenje finančnih naložb bank.

3.1 Uvod v slovenski kapitalski trg

Medtem, ko Slovenija kot država spada med ekonomsko razvite države, tega ne moremo trditi za slovenski kapitalski trg, ki je v primerjavi z evropskimi trgi majhen in spada med evropske razvijajoče se trge (angl. *emerging market*) ter je primerljiv s trgi Poljske, Madžarske, Češke in drugimi tranzicijskim državami. Slovenija je tranzicijska država, tržni kapitalizem je v veljavi relativno kratko obdobje. V omenjenih državah so se kapitalski trgi začeli razvijati pred približno dvema desetletjema in imajo tudi razvojni zaostanek za celotnim trgom EU, če primerjamo tržno kapitalizacijo in ostale kazalnike. Pogost problem tranzicijskih držav je razvoj sekundarnega trga pred primarnim trgom, kateri pa bi moral biti razlog za razvoj sekundarnega trga, saj zagotavlja likvidnost finančnim instrumentom.

Slovenski kapitalski trg se uvršča v vrsto kapitalskega trga, za katero je značilno, da je nastal z uvrstitvijo manjšega števila podjetij na kapitalski trg, in sicer s prvo javno ponudbo delnic. Na teh trgih je bilo ustvarjenega relativno veliko prometa. Šušteršič (2010) ugotavlja, da je nerazvitost trga kapitala v Sloveniji logičen rezultat izbranega načina privatizacije podjetij in bank, konsolidacije lastništva v zaprtem krogu domačih lastnikov, načina financiranja podjetij preko bank, tipom kapitalizma, ki se je razvil v zadnjih dvajsetih letih, in izbranega razvojnega modela, ki ga lahko opišemo kot koordinirano tržno ekonomijo z močno vlogo države v nadzornih omrežjih. Slovenski kapitalski trg je nastal kot posledica razdelitvene privatizacije v devetdesetih letih. Dolga leta je služil predvsem za nepregledno konsolidacijo lastništva med velikimi domačimi lastniki (zasebnimi in državnimi), pogosto ob izigravanju

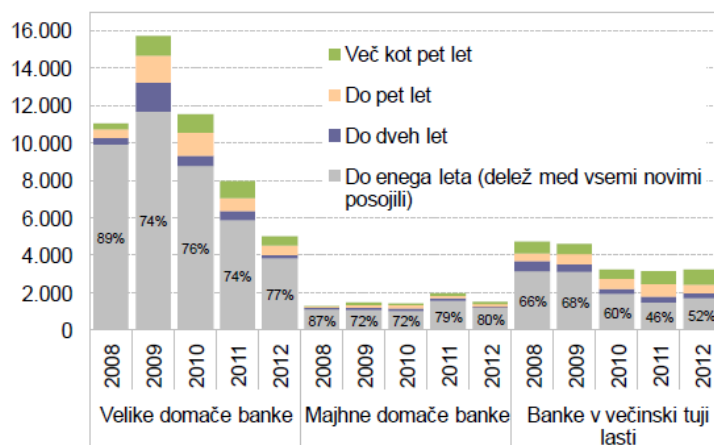
pravil transparentnosti, prevzemne zakonodaje in na škodo številnih malih delničarjev. Udeležba tujcev pri nadzoru nad podjetji je bila omejena, saj so bili že v izhodišču postavljeni v podrejeni položaj.

Slovenija je zaradi svoje majhnosti, nelikvidnosti kapitalskega trga in svojega poslovnega okolja, ki je za tuja vlaganja dokaj nezanimivo, prepuščena sentimentu domačih vlagateljev. Slovenski kapitalski trg tako odraža strah domačih vlagateljev zaradi zaostrenih razmer v gospodarstvu, zniževanja kupne moči prebivalstva, političnih razmer ter likvidnostnega krča domačih bank, ki zaradi slabih odločitev v preteklosti niso zmožne podpirati gospodarstva. (Janževič, 2012)

Po vstopu v Evropsko unijo je slovenski trg kapitala postal del enotnega finančnega trga oziroma enotnega evropskega kapitalskega trga. V preteklosti in danes so se slovenska podjetja financirala večinoma z bančnimi posojili, likvidnostna kriza bank pa slovenska podjetja spravlja v položaj, v katerem bodo sredstva zbirala tudi na kapitalskem trgu (glej sliko 3), zato je še bolj pomembna aktivnost kapitalskega trga.

Slovenske banke so v letu 2012 odobrile za 12,9 mrd EUR novih posojil nebančnemu sektorju, kar je 25% manj kot v letu 2011. Nefinančnim družbam so banke v letu 2012 odobrile za 9,8 mrd EUR novih posojil, kar je za 12 mrd EUR manj kot v letu 2009, ko se je začelo manjšanje posojilne aktivnosti v Sloveniji. Najbolj drastično zmanjšujejo kreditiranje velike banke v večinski domači lasti. Te so v letu 2012 odobrile manj kot tretjino posojil iz leta 2009. Slovenska podjetja pridobivajo nova posojila v tujini in s tem nekoliko nadomestijo izpad financiranja pri slovenskih bankah, vendar pa na dostop do financiranja pri tujih bankah vpliva deželno tveganje. Kot posledica večjega deželnega tveganja pridobivajo večja slovenska podjetja, ki pridobijo dvakrat večji delež prihodkov s prodajo zunaj Slovenije, nova posojila pri kapitalsko povezanih podjetjih v tujini. Upad bančnega kreditiranja podjetja deloma nadomeščajo tudi z izdajami komercialnih zapisov na domačem kapitalskem trgu. (Banka Slovenije, 2013)

Slika 3: Novoodobrena posojila podjetjem po ročnosti, po skupinah bank (v mio EUR)



Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2013, str. 19.

Slika 4: Financiranje podjetij s posojili in komercialnimi krediti – stanja (v mio EUR)

	2008	2009	2010	2011	2012
POSOJILA	33.348	33.431	33.581	34.573	32.688
Med podjetji	3.377	3.590	3.582	4.439	4.057
Od bank	20.704	20.908	21.000	20.458	19.099
Od nedenamih finančnih institucij	3.149	3.188	2.823	2.488	2.190
Iz tujine	4.972	4.718	5.124	6.312	6.434
- v tem: od podjetij iz tujine	1.443	1.040	1.018	1.092	1.450
- od tujih bank	ni podatka	ni podatka	2.279	3.165	2.901
- drugo	ni podatka	ni podatka	1.827	2.055	2.083
Ostalo	1.146	1.027	1.052	876	908
KOMERCIALNI KREDITI	13.378	12.425	12.920	11.874	11.900
- med podjetji	7.817	7.401	7.588	6.602	6.420
- iz tujine	4.519	3.878	4.333	4.356	4.570
- drugo	1.042	1.146	999	916	910

Vir: Banka Slovenije, Poročila o finančni stabilnosti, 2010-2013.

Simoneti (2010, str. 6) z ostalimi soavtorji poročila o razvojnih priložnostih trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi navaja področja, kjer bi razviti trg kapitala v Sloveniji v sedanjih razmerah lahko odigral pomembno podporno vlogo:

- spremembe korporacijskega modela Slovenije;
- večja finančna stabilnost pri financiranju razvoja iz tujine;
- zmanjšanje zadolženosti in boljša struktura financiranja največjih slovenskih korporacij;
- boljše korporacijsko upravljanje in dodatne možnosti za umik države iz podjetij z javno prodajo delnic;
- podpora pokojninski reformi in vsem oblikam varčevanja za starost;
- krepitev mednarodne konkurenčnosti slovenske finančne industrije.

3.2 Struktura slovenskega kapitalskega trga

3.2.1 Primarni kapitalski trg in vloga bank na slovenskem kapitalskem trgu

Primarni kapitalski trg v Sloveniji, na katerem potekajo dejavnosti nastanka in oblikovanja vrednostnih papirjev ter prodaja in kotacija vrednostnega papirja, je relativno slabo razvit. Podjetja v Sloveniji običajno nimajo optimalne strukture virov financiranja in se ne odločajo za financiranje z novimi izdajami lastniških ali dolžniških vrednostnih papirjev na primarnem trgu kapitala, temveč se odločajo za bančno kreditiranje. To je posledica nerazvitosti in majhnosti kapitalskega trga ter visokih stroškov, običajno višjih od najema posojila.

Na razvoj primarnega kapitalskega trga v Sloveniji vplivajo različni spodaj nanizani dejavniki (Vidic, 2002 in Vehovec, 2010):

- Na področju lastniških vrednostnih papirjev sta problematični **majhna dobičkonosnost slovenskih podjetij** in **velika ponudba delnic iz lastninjenja**, na področju dolžniških vrednostnih papirjev pa **prevladujoč položaj bank**, ki z izdajo obveznic pridejo do dolgoročnih virov sredstev, katere potem v obliki posojil posredujejo podjetjem. Preko bančnega sistema poteka v Sloveniji večina financiranja

in varčevanja. Po podatkih Banke Slovenije so banke v Sloveniji najpomembnejši finančni posrednik, saj predstavljajo tri četrtine celotnega finančnega sektorja.

- **Obdavčitev delnic in obresti:** Pri doseganju kapitalskega dobička je v Sloveniji potrebno delnice posedovati dvajset let, da ni potrebno plačilo davka, medtem ko letne obresti od depozitov do 1.000 EUR niso obdavčene. 96. člen Zakona o dohodnini (v nadaljevanju ZDoh-2) določa, da se dohodnina izračuna in plača za dohodek iz finančnega kapitala dosežen do 31.12.2012 od davčne osnove po 20-odstotni stopnji. 132. člen ZDoh-2 (2006) pravi, da se dohodnina od dohodka iz kapitala izračuna in plača od davčne osnove, po stopnji 20% in se šteje kot dokončen davek. Stopnja dohodnine od dobička iz kapitala se znižuje vsakih pet let imetništva kapitala in znaša po dopolnjenih:

- petih letih imetništva kapitala: 15%,
- desetih letih imetništva kapitala: 10%,
- 15 letih imetništva kapitala: 5%.

118. člen Zakona za uravnoteženje javnih financ (2012) določa, da se za dohodek iz kapitala dosežen od 1.1.2013 dohodnina izračuna in plača od davčne osnove po 25-odstotni stopnji.

- **Cena delnic:** le delnice peščice najboljših izdajateljev dosegajo na sekundarnem trgu ceno, ki je višja od njihove knjigovodske vrednosti. V letu 2012 oziroma na dan 31.12.2012 je bilo takih delnic 11 in sicer delnice KRKG, PETG, ITBG, NIKN, TCRG, HDOG, MR0R, NALN, NF2R, SMPR in TRSG. (Ljubljanska borza, 2013f; Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve, 2013) Podrobnosti v zvezi s primerjavo zaključnih tečajev kotirajočih delnic in knjigovodskih vrednosti delnic so navedene v Prilogi 7.
- **Postopki izdaje:** Postopki izdaje vrednostnih papirjev so dolgi, prožnost pa manjša kot pri posojilih, če primerjamo denimo možnosti predčasnih vračil.
- **Svetovna finančna kriza,** ki se je začela konec 2007. Posledica finančne krize je bilo nezaupanje v finančni sistem, ki je povzročil pomanjkanje sredstev za financiranje. Bančne obresti so kljub znižanju diskontnih stopenj centralnih bank narasle, kar pa je povzročilo višje stroške odplačevanja posojil iz tujine in dražje bančno kreditiranje prebivalstva in gospodarstva. V tujini se je zato povečalo število izdaj novih podjetniških obveznic, s katerimi so podjetja nadomestila dolgoročno bančno financiranje, v Sloveniji pa je obveznice izdajala Banka Slovenije in s svojim zadolževanjem potem pomagala bankam, ki so nato lahko reprogramirale dolgoročne kredite podjetij. Nekatera slovenska podjetja so se na krizo in zmanjšano bančno kreditiranje odzvale z izdajo obveznic oziroma dokapitalizacijo, samo v letu 2009 so obveznice izdale tri slovenske nefinančne družbe, kar za slovenski primarni trg ni običajno.

Na trgu delnic so se v obdobju od leta 2010 do junija 2013 pojavili vrednostni papirji treh izdajateljev in sicer so to Unior (standardna kotacija avgusta 2011), Agrogorica (vstopna

kotacija marca 2010) in Alta Skupina (vstopna kotacija junija 2011). Na trgu obveznic je prišlo do štiriindvajset novih izdaj obveznic, od tega enajst izdaj v letu 2010, devet izdaj v letu 2011, dve izdaji v letu 2012 in dve izdaji v prvih šestih mesecih leta 2013. (Ljubljanska borza, 2013e)

Simoneti (2010, str. 4) in Mastnak (2010b) ugotavljata, da se slovenska podjetja dodatno financirajo predvsem preko bank, saj bi izdaja dodatnih delnic lahko ogrozila razmerja med velikimi lastniki, pa tudi transparentnost poslovanja za zunanje investitorje večkrat ni v interesu uprav in velikih lastnikov. V preteklosti je bila likvidnost slovenskega bančnega sistema visoka, predvsem po sprejemu evra, zaradi visoke dostopnosti tujih virov financiranja, kar je bilo za podjetja ugodno, saj so banke skušale z ugodnimi posojili pridobiti čim več kreditojemalcev. Slovenski kapitalski trg ni nikoli opravljal svoje temeljne funkcije dodatnega financiranja izdajateljev preko izdaje novih delnic in obveznic na primarnem trgu. Država in banke, ki imajo ustrezne mednarodne bonitete, pa zaradi boljše likvidnosti izdajajo obveznice predvsem v tujini.

Financiranje preko bank poteka s kreditiranjem podjetij ali z zbiranjem kapitala za podjetja preko kapitalskega trga. Prav dejavnost bank na kapitalskem trgu še vedno povzroča številne polemike, ali naj banka poleg osnovne dejavnosti nastopa tudi na tveganem kapitalskem trgu ter kakšen je primeren obseg aktivnosti bank. Javornik (2012) ugotavlja, da so trenutno kapitalski trgi preplavljeni z likvidnostjo, ki jo zagotavljajo centralne banke in to je v tem trenutku njihovo ključno gonilo.

Banke so na slovenskem trgu kapitala kot delu finančnega sistema najpomembnejše institucije, njihova dejavnost je raznovrstna, predstavlja pa vse možne aktivnosti univerzalne banke na kapitalskem trgu. Banke so na slovenskem trgu kapitala tudi edine finančne institucije, ki so kapitalsko dovolj močne za javne ali zasebne ponudbe vrednostnih papirjev. Borzno-posredniške družbe zaenkrat izdajajo le lastne obveznice v nižjih zneskih, predvsem za zagotovitev poslovanja družb. (Vehovec, 2010)

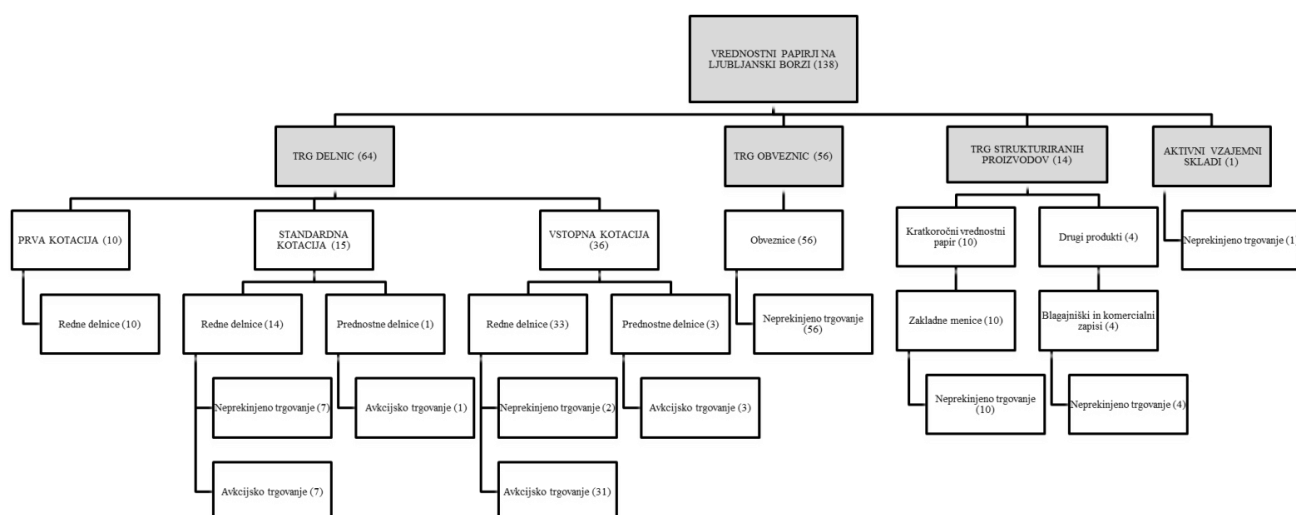
Mastnak (2010a) ugotavlja, da se bo položaj na slovenskem kapitalskem trgu zaostрил leta 2012 in 2013, ko naj bi bila gospodarska kriza že stvar preteklosti, zaradi zaostritev kapitalskih zahtev, ki bo otežila dostop do bančnega financiranja predvsem malim podjetjem, kateri imajo običajno zaradi manjšega kapitala nižje bonitetne ocene. Takšna podjetja pomenijo kar sedemdeset odstotkov evropskega gospodarstva in bodo brez bančnega financiranja hitro postala lahka tarča velikih podjetij ali pa bodo prej ali slej propadla. To bo predstavljalo velik problem slovenski podjetjem, ki so za financiranje svojega razvoja uporabljala samo bančni sistem. Poslovne banke so po vstopu Slovenije na evroobmočje lahko pridobivale pravzaprav neomejeno tuje vire in z njimi brez prepotrebne kritične presoje financirale različne konsolidacijske in razvojne projekte v Sloveniji. Če bodo centralne banke uresničile svojo obljubo in poostriale kapitalske zahteve in s tem banke prisilile v varnejše in s tem manj donosno poslovanje, bo posledice čutilo celotno slovensko gospodarstvo. Alternative bančnemu financiranju v tem trenutku večina podjetij namreč nima.

3.2.2 Sekundarni kapitalski trg v Sloveniji

LJSE skupaj s Klirinško depozitno družbo (v nadaljevanju KDD) predstavlja osrednjo infrastrukturo domačega trga kapitala. V letu 2008 je bila LJSE prevzeta s strani Dunajske borze, s čimer se je slovenska borza uvrstila v skupino borz regionalnega trga centralne in vzhodne Evrope, maja 2008 pa se je z novimi pravili borze uvedla tudi nova segmentacija LJSE, in sicer sta se odpravila borzna kotacija in prosti trg, ter se uvedla vstopna in standardna kotacija. Namen sprememb v strukturi je bil povečati kakovost informacij o borznem trgu ter prepoznavnost posameznih segmentov trgovanja.

Na LJSE lahko z vrednostnimi papirji, ki so prosto prenosljivi⁷, neposredno trgujejo samo njeni člani. Na trgu delnic junija 2013 kotira enainšestdeset delniških družb, od tega samo tri banke. Na trgu obveznic kotira šestinpetdeset obveznic. Prevladujejo bančne in državne obveznice.⁸

Slika 5: Vrednostni papirji, s katerimi se trguje na Ljubljanski borzi (junij 2013)



Vir: Ljubljanska borza, Seznam vrednostnih papirjev, 2013d.

Prva kotacija predstavlja najprestižnejši segment trga LJSE, na katerem kotirajo delnice najboljših slovenskih javnih družb, ki najbolj izstopajo po svoji likvidnosti, velikosti in transparentnosti poslovanja. Namen Prve kotacije je povečati prepoznavnost najboljših slovenskih družb med mednarodnimi vlagatelji. **Standardna kotacija** predstavlja podsegment trga delnic Ljubljanske borze, na katerem kotirajo delnice družb, ki zagotavljajo višjo stopnjo transparentnosti poslovanja ter izpolnjujejo višje zahteve po velikosti in razpršenosti. To so družbe, ki presegajo kvaliteto Vstopne kotacije ali pa se ob uvrstitvi na borzni trg šele pripravljajo za vstop v najvišji segment. Te delnice so med vlagatelji bolj

⁷ Prosto prenosljivi vrednostni papirji so papirji, za katere je izdajatelj izpeljal postopek javne ponudbe delnic.

⁸ Za podrobnosti glej Ljubljanska borza d.d. (2013e).

prepoznane in so praviloma bolj likvidne kot delnice Vstopne kotacije. **Vstopna kotacija** predstavlja podsegment, na katerem kotirajo delnice družb, ki izpolnjujejo osnovne pogoje za uvrstitev na organizirani borzni trg.

Neprekinjeno trgovanje je trgovalni način na LJSE, v katerem se trguje z vrednostnimi papirji, ki ustrezajo kriterijem likvidnosti (glede števila sklenjenih poslov, obsega prometa in globine trga), pri čemer se v času trgovanja posli sklepajo avtomatsko glede na ujemanje nakupnih in prodajnih naročil. Trgovanje se začne z otvoritveno in konča z zaključno avkcijo. (Ljubljanska borza, 2012b) **Avkcijsko trgovanje** pa je trgovalni način na Ljubljanski borzi, v katerem se trguje z manj likvidnimi vrednostnimi papirji (ki ne izpolnjujejo kriterijev likvidnosti glede globine naročil na trgu, števila sklenjenih poslov, vrednostnega obsega prometa). V tem načinu trgovanja se naročila znotraj dneva določen čas samo zbirajo, nato pa se v enem trenutku vsi posli sklenejo naenkrat, po enem samem tečaju (t.i. avkcijski tečaj, ki je tečaj, pri katerem se sklenejo posli v avkciji na način, da se doseže količinsko največji obseg prometa ter najmanjši količinski preostanek udeleženih naročil). (Ljubljanska borza, 2012b)

3.3 Učinkovitost kapitalskega trga v Sloveniji

Učinkovitost kapitalskega trga je pogosto termin za opis ciljnega delovanja kapitalskega trga. Danes poznamo veliko različnih definicij informacijske učinkovitosti trga kapitala, še vedno pa je najbolj znana definicija Eugena Fama iz leta 1970. Fama (1970, str. 383) ugotavlja, da je idealen trgi tisti trg, na katerem cena zagotavlja natančen signal za dodelitev sredstev: to pomeni trg, na katerem se podjetja odločajo o proizvodno-investicijskih odločitvah in na katerem vlagatelji izbirajo med vrednostnimi papirji pod predpostavko, da cena v vsakem trenutku v celoti odraža vse razpoložljive informacije. Fama (1991, str. 1575-1610) pravi, da nižji so transakcijski stroški na trgu, vključno s stroški pridobivanja informacij in trgovanja z vrednostnimi papirji, bolj učinkovit je trg.

Grossman (1995, 773-774) ugotavlja, da obstajata dve vrsti učinkovitosti trga kapitala:

- **Informacijska oziroma zunanja učinkovitost** (angl. *Informational efficiency*), ko so cene finančnih naložb na trgu poznane in prosto dostopne vsem udeležencem na trgu ter izražajo vse razpoložljive informacije. Fabozzi in Modigliani (1992, str. 249-250) to učinkovitost poimenujeta **cenovna učinkovitost** (angl. *pricing efficiency*), ko cena finančnega instrumenta v vsakem trenutku popolnoma odraža vse razpoložljive informacije, ki so pomembne za njegovo vrednotenje. Damodaran (2002, poglavje 6, str. 2) temu nasprotuje in pravi, da učinkovitost trga kapitala ne zahteva, da je tržna cena v vsakem trenutku enaka pravi vrednosti. Vse kar zahteva je, da so napake v tržni ceni finančnega instrumenta nepristranske, kar pomeni, da cene lahko odstopajo od prave vrednosti, če so ta odstopanja naključna.
- **Alokacijska učinkovitost** (angl. *allocational efficiency*), ko so cene prihrankov določene tako, da se mejne donosnosti vseh proizvajalcev in varčevalcev izenačijo.

Pomemben vendar ne zadosten pogoj za alokacijsko učinkovitost kapitalskega trga je, da je trg informacijsko učinkovit ter deluje z minimalnimi transakcijskimi stroški.

Fabozzi in Modigliani (1992, str. 249-250) zgoraj omenjenima vrstama alokacijske učinkovitosti dodajata še **notranjo oziroma operativno učinkovitost**. Notranje učinkovit trg omogoča vlagateljem najnižje stroške trgovanja. Notranje učinkovit ni trg kapitala, ki deluje popolnoma brez transakcijskih stroškov, saj ni sposoben zagotoviti obstoja posrednikom in preko njih najnižjega mejnega stroška informacije.

Bailey (2005, str. 23) pa dodaja še en tip učinkovitosti, to je **portfeljska učinkovitost** (angl. *Portfolio efficiency*), ki predstavlja ožji koncept v primerjavi z drugimi. Omenjeni koncept pravi, da je kapitalski trg oziroma portfelj (ki pomeni finančno premoženje, ki ga ima posameznik ali družba naloženega v različnih vrednostnih papirjih) na kapitalskem trgu učinkovit, ko je varianca donosnosti portfelja čim nižja za katero koli stopnjo pričakovane donosnosti.

Brez učinkovitosti je obstoj trgov nepotreben, saj bi lahko finančni posredniki, poleg lastnih prednosti, sami dovolj dobro določali tudi cene finančnih naložb. Če finančni trgi svoje funkcije ne opravljajo dovolj učinkovito, jih finančni posredniki potisnejo na obrobje finančnega sistema. (Aver, Petrič in Zupančič, 2000) V realnosti se trgi kapitala le približujejo lastnostim popolnega trga.

Številni avtorji in raziskovalci so ugotavljali, da Slovenija ne izpolnjuje predpostavke o učinkoviti organizaciji trga kapitala, kar je razvidno iz spodnje tabele 3. Ugotovili so, da je glede na izpolnjevanje predpostavk učinkovitega kapitalskega trga slovenski trg še daleč od učinkovitosti in še ni šibko učinkovit. Nasprotno sta dokazala samo Omay in Karadagli (2010). Deželan (1996) je ugotovila tudi, da je slovenski trg kapitala majhen in razvijajoč se trg novonastale države, v kateri prevladuje bančni del finančnega sistema, in za katerega je težko uporabljati tipične metode za ugotavljanje učinkovitosti trga.

Tabela 3: Povzetek študij o zavrnitvi Hipoteze učinkovitega (slovenskega) trga kapitala

Avtor	Proučevano obdobje	Hipoteza učinkovitega trga kapitala je lahko zavrnjena?
Deželan	januar 1994 - marec 1998	da
Aver, Petrič in Zupančič	november 1996 - maj 1999	da
Yalcin in Yucel	december 1994 – marec 2005	da
Heininen in Puttonen	januar 1997 – februar 2008	da
Omay in Karadagli	januar 2002 – maj 2010	ne
Guidi, Gupta in Maheshwari	januar 1999 – januar 2009	da
Smith	februar 2000 – december 2009	da

Vir: S. Deželan, Efficiency of the Slovenian capital market, 1999;

B. Aver, M. Petrič & B. Zupančič, Učinkovitost trga kapitala, 2000;

Y. Yalcin in E. M. Yucel, The Day-of-the-Week effect on stock market volatility and return: evidence from emerging markets, 2006;

P. Heininen in V. Puttonen, Stock Market Efficiency in the Transition Economies through the Lens of Calendar Anomalies, 2008;

N. C. Omay in E. C. Karadagli, Testing Weak Form Market Efficiency for Emerging Economies: A Nonlinear Approach, 2010;

F. Guidi, R. Gupta in S. Maheshwari, Weak-form market efficiency and calendar anomalies for Eastern Europe equity markets, 2011;

G. Smith, The changing and relative efficiency of European emerging stock markets, 2012.

Jenko (2006) je v magistrskem delu na podlagi obstoječih modelov v literaturi analizirala šibko in srednje močno učinkovitost slovenskega trga kapitala. Fama (1970, str. 388) opisuje šibko obliko učinkovitosti trga kot tisto, kjer cene delnic odražajo vse pretekle informacije, srednja učinkovitost trga pa naj bi bila odvisna od hitrosti prilagoditve cene ob objavi nove informacije. V primeru šibke učinkovitosti trga investitorji v povprečju na podlagi preteklih cen vrednostnih papirjev ne morejo doseči nadpovprečnega dobička, v primeru srednje učinkovitosti trga pa cene delnic odražajo vse javne informacije. Fama (1970, str. 388) poleg šibke oblike učinkovitosti in srednje učinkovitosti trga določa tudi močno teorijo učinkovitega trga, ki v realnosti ne obstaja, veljala pa bi, če na trgu ne bi obstajali posamezni investitorji, ki trgujejo na podlagi notranjih informacij.

Pri analizi šibke in srednje učinkovitosti slovenskega trga kapitala je Jenko (2006) uporabila isti vzorec dvaindvajsetih podjetij iz borzne kotacije in s prostega trga, ki so v letih 2001 do 2005 dosegle največji promet z borznimi posli in svežnji. Poleg vzorca podjetij je Jenko (2006) pri analizi šibke učinkovitosti preučila učinkovitost trga na podlagi tedenske donosnosti indeks SBI 20. Pri analizi šibke učinkovitosti na podlagi tedenske donosnosti indeksa SBI 20 so test potekov, test avtokorelacije in test koeficientov varianc potrdili šibko učinkovitost trga. Pri analizi tedenskih donosnosti posameznih delnic je test potekov dokazal, da investitor na podlagi analize preteklih dogodkov ne more doseči nadpovprečnega dobička. Test avtokorelacije in test koeficientov variance sta opozorila na odvisnost pri posameznih delnicah pri različnih zamikih v tedenski donosnosti. Odvisnost je bila večja predvsem pri delnicah, s katerimi se v posameznih tednih ni trgovalo oziroma se jim cena več tednov ni spremenila. Srednje močno učinkovitost trga kapitala je Jenko (2006) preverila z metodo študije dogodka »prva objava letnih računovodskih izkazov« oziroma dogodka »objava letnega dobička«. Pokazala je, da se cene delnic začnejo prilagajati novi informaciji že pred

objavo računovodskih rezultatov. Razlog za to vidi Jenko v razkritju javnih informacij, ki jih podjetja razkrijejo že med letom ter v trgovanju na podlagi notranjih informacij, ki je v Sloveniji zelo razširjeno. Jenko (2006) je ugotovila, da na učinkovitem trgu kapitala ob nastanku dogodka trg takoj reagira na objavo informacije, v Sloveniji pa se delno prilagajanje cen kaže za delnice s pozitivno novico še 28 tednov po objavi, za tiste z negativno pa 33 tednov. Jenko (2006) je v raziskavi na podlagi tedenske donosnosti dokazala, da je slovenski kapitalski trg šibko učinkovit ter zavrnila srednje močno obliko učinkovitosti. Ugotovila je, da se učinkovitost slovenskega trga kapitala giblje v pozitivno smer.

Dragotā in Ťilicā (2013) ugotavljata, da kapitalski trgi dvajsetih post-komunističnih vzhodnoevropskih držav, med katere uvrščata tudi Slovenijo, še vedno veljajo za zelo špekulativne. Iz tega razloga so v preteklosti opravljeni testi ovrgli hipotezo o učinkovitosti kapitalskega trga, vendar pa so različne študije v zadnjih letih pokazale izboljšanje stopnje učinkovitosti. Dragotā in Ťilicā (2013) sta testirala predvidljivost donosov na podlagi preteklih podatkov, (kot približek šibki obliki učinkovitosti trga kapitala) in sicer borznih indeksov in najpomembnejših delnic omenjenih držav za obdobje od januarja 2008 do decembra 2010. Dragotā in Ťilicā (2013) sta v raziskavi dokazala, da za nekatere delnice hipoteze učinkovitega trga kapitala ne moremo zavrniti. Vendar pa so rezultati pokazali, da obstajajo resni dvomi o učinkovitosti kapitalskega trga za vseh dvajset držav v analiziranem obdobju.

3.4 Kriteriji aktivnosti slovenskega kapitalskega trga

Iz spodnje tabele 4 je v različnih kazalnikih aktivnosti kapitalskega trga razvidno, da je v času finančne krize oziroma v obdobju od leta 2006 do 2012 prišlo do občutnega znižanja, razen v primeru letne donosnosti SBI TOP. Stanje kazalnikov v letu 2012 oziroma na 31.12.2012 je enako ali pa celo nižje v primerjavi s stanjem v letu 2006. To gre pripisati zgoraj omenjenim značilnostim slovenskega kapitalskega trga.

Tabela 4: Osnovni podatki o organiziranem trgu v Republiki Sloveniji

	31.12.2003*	31.12.2004*	31.12.2005*	31.12.2006*	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
Tržna kapitalizacija (mrd EUR)	9,24	11,73	12,74	18,14	25,67	15,26	19,28	20,22	19,33	17,66
Tržna kapitalizacija investicijskih skladov (mrd EUR)	0,95	0,99	0,65	0,81	1,18	0,35	0,38	0,27	0,02	0,02
Delež tržne kapitalizacije v BDP (%)	38,50	45,00	42,80	60,00	74,50	41,10	54,50	57,20	54,67	49,79
SBI TOP				1.473,33	2.518,92	854,26	982,67	850,35	589,58	635,51
Število finančnih instrumentov	254	254	227	205	188	187	174	158	139	136
Delnice	162	153	128	109	96	90	82	75	68	63
Investicijski kuponi				3	3	7	7	4	1	1
Obveznice	92	101	99	93	89	90	85	79	70	72
Promet (mrd EUR)	1,41	1,65	1,84	1,81	3,38	1,29	0,90	0,49	0,47	0,36
Delež prometa v BDP (%)	5,90	6,40	6,20	6,0	9,8	3,5	2,5	1,4	1,3	1,02
Število pooblaščenih udeležencev	27	29	27	24	24	24	26	25	25	23
borzno posredniške družbe	17	18	16	12	12	12	11	9	9	10
banke	10	11	11	12	12	12	15	16	16	13

Legenda: *Podatki do 31.12.2006 so preračunani po tečaju zamenjave 1 EUR = 239,640 SIT.

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev, Poročilo s stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2011, 2012; Ljubljanska borza, Statistična poročila, 2013e.

Slovenski kapitalski trg je v zadnjih mesecih leta 2012 prvič po treh letih dosegel medletno rast delniških tečajev in obsega trgovanja. Vendar so bili razlogi za rast predvsem v nizkih osnovah in pozitivnem vzdušju na tujih kapitalskih trgih ter manj v rezultatih poslovanja

domačih delniških družb, prodaji državnih lastniških deležev v nekaterih podjetjih ali večjih neto vlaganjih tujcev. Slednji imajo še vedno skromen delež v tržni kapitalizaciji delnic na LJSE. V slovenske delniške naložbe, kljub presežni likvidnosti na tujih finančnih trgih, nerezidenti ne vlagajo bistveno več kot v predhodnih letih, zanimajo se predvsem za posamezne delniške naložbe oziroma prevzemne tarče. (Banka Slovenije, 2013)

Vlaganja na domačem kapitalskem trgu postajajo vse manj privlačna tudi za domače vlagatelje. Slednji sredstva ne umikajo iz kapitalskih trgov, temveč jih preusmerjajo na tuje kapitalske trge. Odtok domačega kapitala v tujino povečuje tveganje pomanjkanja ponudbe kapitala na slovenskem kapitalskem trgu, zaradi česar podjetja, banke in država težje ter dražje dostopajo do virov financiranja. Razlogi za manjše zanimanje rezidentov za domače delniške naložbe so nizka likvidnost, skromni rezultati poslovanja družb, slabi kapitalski donosi ter precejšnje razlike med tržno in notranjo vrednostjo družb. Informacijska asimetrija, zaradi katere je mogoče bolje spremljati poslovanje domačih kot tujih družb, ima čedalje manjši pomen v primerjavi z doseganjem ustreznih kapitalskih donosov in likvidnostjo naložb. Rezidenti bodo sicer zaradi razpršitve naložb in znižanja tveganja portfelja tudi v prihodnje vlagali v tuje vrednostne papirje, vendar bi ponovna pritegnitev rezidentov k večjemu vlaganju v domače naložbe lahko predstavljala vzvod za oživitev slovenskega kapitalskega trga. (Banka Slovenije, 2013)

3.4.1 Tržna kapitalizacija

Tržna kapitalizacija slovenskega kapitalskega trga je vsa leta do leta 2008 naraščala, kljub temu da se je v tem času zgodilo nekaj pomembnih prevzemov, kar je povzročilo popoln umik podjetij z organiziranega kapitalskega trga. Neprestana in zanesljiva rast cen delnic podjetij sta pomemben razlog stabilne tržne kapitalizacije slovenskega trga kapitala. Po prevzemih in umiku s trga kapitala je bilo na borzi manj podjetij, vendar je indeks praviloma rasel in tako kompenziral kvantitativni izpad. Značilnost slovenskega kapitalskega trga je zaradi majhne aktivnosti tujih investorjev relativna neodzivnost na svetovne dogodke, vendar pa se je finančna kriza pojavila tudi na slovenskem trgu kapitala.

Tabela 5: Tržna kapitalizacija finančnih instrumentov na Ljubljanski borzi (v milijonih EUR)

	31.12.2009 Delež (v %)		31.12.2010 Delež (v %)		31.12.2011 Delež (v %)		31.12.2012 Delež (v %)	
Trg delnic	8.462	43	7.028	34	4.873	25	4.911	28
Prva kotacija	5.248	27	4.714	23	3.696	19	3.992	23
Standardna kotacija	2.207	11	1.498	7	578	3	318	2
Vstopna kotacija	1.008	5	816	4	599	3	602	3
Trg obveznic	10.822	55	13.193	64	14.459	75	12.736	72
Trg investicijskih skladov	384	2	265	1	20	0	17	0
Skupaj	19.668	100	20.486	100	19.352	100	17.664	100

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev, Poročilo s stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2011,2012; Ljubljanska borza, Statistična poročila, 2013e.

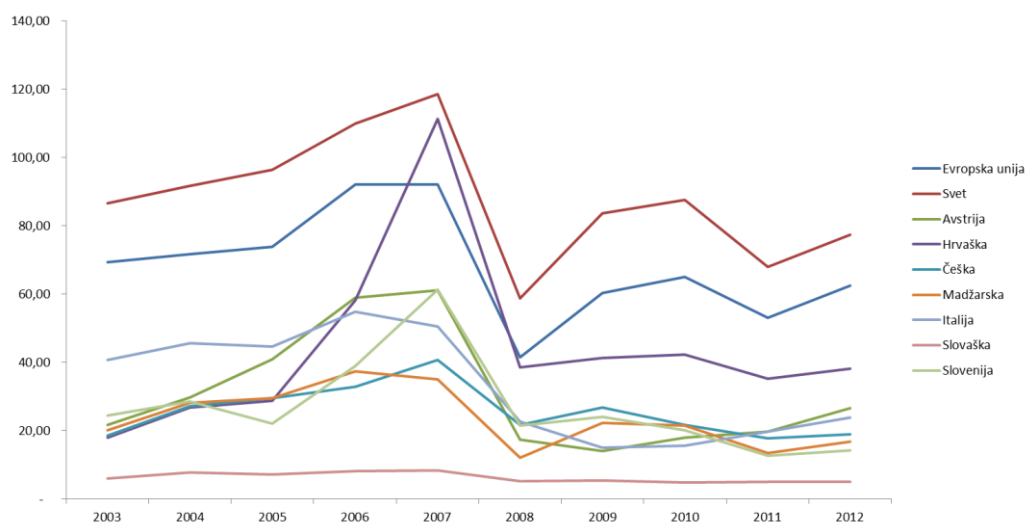
Celotni promet na Ljubljanski borzi je v 2012 znašal 360 mio EUR, promet brez svežnjev pa 274 mio EUR, kar je 14,9% manj v primerjavi z letom 2011. Največ prometa v letu 2012 je bilo opravljenega z delnicami, 303 mio EUR oziroma 84% celotnega prometa, kar je bilo za

23% manj v primerjavi z letom 2011. Po strukturi prometa sledijo obveznice z 15,4% in investicijski skladi s 0,5% deležem prometa. Delež desetih delnic (Krka, Mercator, Petrol, Telekom Slovenije, Nova KBM, Gorenje, Zavarovalnica Triglav, Intereuropa, Luka Koper, Pozavarovalnica Sava), s katerimi se je v letu 2012 največ trgovalo, znaša 89,4% celotnega prometa z delnicami. V letu 2012 je bilo manj trgovanja z vsemi delnicami prve kotacije, razen z delnicami Telekom Slovenije, s katerimi se je občutno več trgovalo zaradi špekulacij o prodaji državnega deleža strateškemu investitorju. Delež najprometnejše delnice Krka je v skupnem prometu delnic v letu 2011 znašal 43,87%, v letu 2012 pa 46,59%. Deset najprometnejših obveznic, pri čemer je upoštevan tudi promet s svežnji, je v letu 2011 predstavljalo 87,57% vsega prometa z obveznicami, v letu 2012 pa 87,66%. V letu 2011 je bila skoraj polovica vsega prometa z obveznicami sklenjena z obveznico Slovenske odškodninske družbe druge izdaje, v letu 2012 pa 36%. (Ljubljanska borza, 2013e). Za podrobnosti o prometu na LJSE v letu 2012 po vrednostnih papirjih glej Prilogo 5.

Tržna kapitalizacija vseh delnic na Ljubljanski borzi se je v letu 2012 nekoliko zvišala in je znašala 4.911 mio EUR, kar je predvsem posledica zvišanja tečajev delnic. V letu 2012 se je na borzi povečal tudi nabor investicijskih priložnosti. Na borzo sta bili uvrščeni dve obveznici, katerih skupna vrednost izdaje je znašala 40 mio EUR. Poleg tega je bilo izvedenih sedem dokapitalizacij, v skupni vrednosti 17 mio EUR. Med nove borzne produkte se je uvrstilo tudi 5 izdaj komercialnih zapisov v skupni vrednosti 124 mio EUR. (Ljubljanska borza, 2013e).

Slika 6 in 7 prikazujeta gibanje tržne kapitalizacije kotirajočih delnic v % BDP ter mrd USD, zato se podatki za slovenski kapitalski trg v podnjih slikah razlikujejo od podatkov v tabeli . Iz slik je razvidno, da je tržna kapitalizacija na slovenskem kapitalskem trgu izredno nizka v primerjavi s primerljivimi evropskimi državami kot so Avstrija, Češka, Hrvaška, Madžarska in Slovaška. Glede na podatke v sliki 6 je gibanje tržne kapitalizacije slovenskega kapitalskega trga v obdobju od 2003 do 2012 primerljivo z gibanjem tržne kapitalizacije držav Evropske unije, Sveta in Hrvaške, vendar pa je na to močno vplivalo gibanje BDP, saj slika 7 kaže drugačno gibanje.

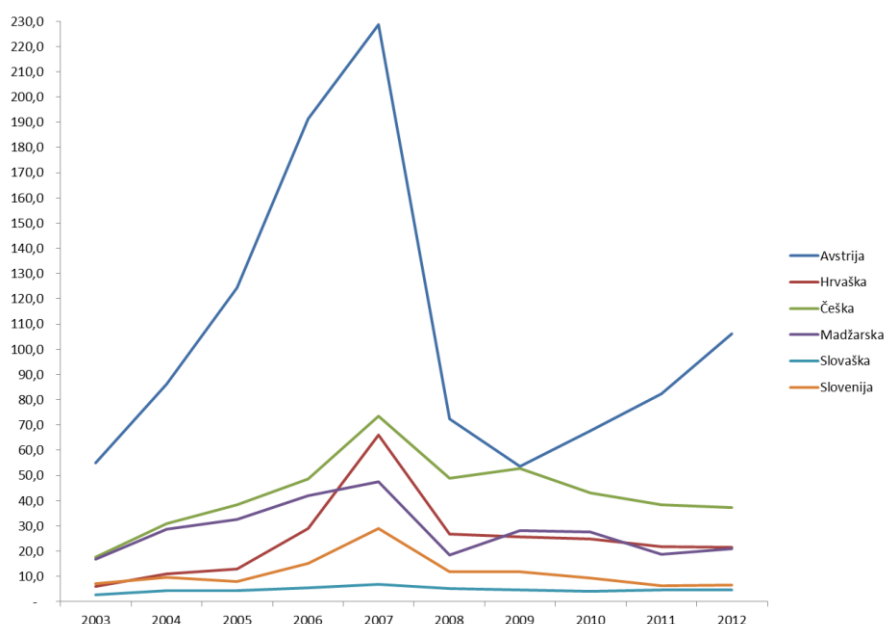
Slika 6: Tržna kapitalizacija kotirajočih delnic (v % BDP) izbranih držav v obdobju od 2003 do 2012



Vir: The World Bank, Indicators, 2013.

Slika 7 prikazuje dejstvo, da je bilo stanje tržne kapitalizacije slovenskega kapitalnega trga v obdobju od 2003 do 2008 primerljivo z gibanjem primerljivih evropskih držav, vendar pa potem okrevanje po finančni krizi ni bilo tako intenzivno. Medtem ko so imele Avstrija, Hrvaška, Češka, Madžarska in Slovaška v letu 2012 višjo tržno kapitalizacijo v primerjavi z letom 2003, je imela Slovenija nižjo (v letu 2003 7,1 mrd USD, v letu 2012 pa 6,5 mrd USD).

Slika 7: Tržna kapitalizacija kotirajočih delnic (v mrd USD)



Vir: The World Bank, Indicators, 2013.

3.4.2 Določanje kriterijev aktivnosti trga s strani Ljubljanske borze

3.4.2.1 Likvidnost

Za razvrstitev vrednostnih papirjev v načine trgovanja Ljubljanska borza uporablja spodaj nanizane kriterije. Neprekinjeno se trguje z vrednostnimi papirji:

- ki so vključeni v indeks SBI TOP,
- ki so uvrščeni v Prvo kotacijo,
- z vsemi dolžniškimi kratkoročnimi in dolgoročnimi vrednostnimi papirji,
- s komercialnimi zapisi,
- z investicijskimi kuponi vzajemnih skladov,
- z naložbenimi certifikati in
- z vrednostnimi papirji, ki imajo vzdrževalca likvidnosti. Cilj uveljavitve vzdrževalcev likvidnosti je predvsem povečanje likvidnosti na slovenskem kapitalskem trgu. Ključna naloga borze je namreč vsem vlagateljem zagotoviti vstop oziroma izstop iz delniških naložb po bolj poštenih tržnih cenah. Sistem vzdrževalcev likvidnosti lahko pripomore k dosegu tega cilja, saj se z njim povečuje globina trga in zmanjšuje razlika med nakupnimi in prodajnimi tečaji. S pridobitvijo vzdrževalca likvidnosti vrednostni papir, s katerim se trguje v avkcijskem načinu trgovanja, preide v neprekinjeno trgovanje. (Ljubljanska borza, 2012a)

Za preostale vrednostne papirje se uporabi sistem kriterijev. (Ljubljanska borza, 2013c)

Ljubljanska borza je na podlagi Navodil za indeks, kriterije likvidnosti, tečajnico in druge statistike z 19. Septembra 2012 (LJSE, 2012c) razvrščala vrednostne papirje v posamezno kotacijo na podlagi naslednjih **osnovnih kriterijev likvidnosti**:

- Povprečno dnevno število sklenjenih poslov;
- Povprečni dnevni vrednostni obseg sklenjenih poslov;
- Globina trga, merjena po celotni globini trga (v nadaljevanju CGT).

Celotna globina trga je mera likvidnosti trga Ljubljanske borze, ki pokaže vpliv posameznega tržnega naročila na spremembo tečaja vrednostnega papirja. Metoda CGT meri za koliko se spremeni cena vrednostnega papirja ob vnosu tržnega naročila, ki bi zaprlo za 7.500,00 EUR poslov. Vrednost CGT se meri in prikazuje v baznih točkah (100 b.t. = 1%). CGT predstavlja seštevek spremembe na ponudbeni in povpraševalni strani. Tako številka predstavlja skupen skriti strošek vlagatelja pri nakupu in prodaji delnic v višini 7.500,00 EUR, zaradi spremembe tržne cene. Vrednost kriterija 1.000 pomeni, da se tečaj vrednostnega papirja pri vnosu tržnega naročila, ki bi zaprlo za 7.500,00 EUR poslov, skupno (na ponudbeni in povpraševalni strani) spremeni za 10 odstotkov.

Obdobna vrednost CGT predstavlja povprečje dnevni vrednosti CGT. Globino trga izmerijo za vrednostne papirje v neprekinjenem trgovanju dvakrat dnevno, ob: 11.00 in 12.55, za vrednostne papirje v avkcijskem trgovanju pa enkrat dnevno in sicer sekundo pred predvidenim odpiranjem trga po urniku avkcij (10:59:59, 11:09:59, itd.). Obdobno povprečje

CGT se izračuna kot navadno povprečje vseh izmerjenih vrednosti CGT. Za zadržan vrednostni papir se vrednost CGT v dnevu zaustavitve ne upošteva v izračunu. Obdobni CGT se za posamezen vrednostni papir izračuna, če obstajajo podatki za vsaj 67 % vseh možnih izračunov (dnevi zaustavitve se ne štejejo kot razpoložljivi trgovalni dnevi). CGT ni možno izračunati, če v trenutku izračuna v sistemu ni ponudbe ali povpraševanja po določenem vrednostnem papirju, torej ko ni globine trga. (Ljubljanska borza, 2012c)

Na podlagi Navodil za indeks, kriterije likvidnosti, tečajnico in druge statistike z marca 2013 LJSE določa dva osnovna kriterija, navedena v Tabeli 6. LJSE kriterija globine trga na podlagi omenjenih navodila ne upošteva več.

Tabela 6: Kriteriji likvidnosti

Vsi segmenti Ljubljanske borze	Povprečno število poslov na dan z vrednostnimi papirji posameznega razreda (brez upoštevanja svežnjev)	Povprečni vrednostni obseg prometa na dan z vrednostnimi papirji posameznega razreda (brez upoštevanja svežnjev)
Neprekinjeno	Več ali enako 1	Več ali enako 1.500 EUR
Avkcija	Manj kot 1	Manj kot 1.500 EUR

Vir: Ljubljanska borza, Navodila za indeks, kriterije likvidnosti, tečajnico in druge statistike, 2013c, str. 24.

Vrednostni papir je ocenjen kot likviden in primeren za neprekinjeno trgovanje v primeru, ko izpolnjuje oba zgoraj navedena kriterija. Bolj likvidni vrednostni papirji so tako razvrščeni v neprekinjeno trgovanje, manj likvidni pa v avkcijsko trgovanje.

Uprava Ljubljanske borze preverja izpolnjevanje kriterijev likvidnosti za vrednostne papirje, s katerimi se trguje na Ljubljanski borzi. Pridobili smo podatke redne revizije na podlagi kriterijev za delnice uvrščene v organizirano trgovanje, ki je zajemala obdobje od vključno 1. 9. 2011 do 29. 2. 2012 in je bila izvedena na dan 5. 3. 2012 (glej Priloga 2) ter obdobje od vključno 1.3. do 31.8.2012 in je bila izvedena na dan 7.9. 2012. Na podlagi opravljene revizije kriterijev likvidnosti je junija 2013 na internetni strani Ljubljanske borze objavljena razvrstitev delnic v neprekinjeno oziroma avkcijsko trgovanje, ki je stopila v veljavo dne 1.10.2012. Iz Priloge 2 je razvidno, da je bilo ob reviziji kriterijev likvidnosti, ki je stopila v veljavo 1.4.2012 ugotovljeno, da je bilo samo šest vrednostnih papirjev likvidnih in imelo status neprekinjenega načina trgovanja (to so bili vrednostni papirji GRVG, KBMR KRKG, MELR, PETG in TLSG), iz spodaj priložene tabele 7 pa je razvidno, da je bilo ob reviziji kriterijev likvidnosti, ki je stopila v veljavo 1.10.2012 ugotovljeno, da je likvidnih sedem vrednostnih papirjev (poleg zgoraj navedenih še ZVTG). Z vrednostnimi papirji, ki ne izpolnjujejo pogojev za kotacijo, se trguje na segmentu zunajborznega odprtega trga vrednostnih papirjev (trg OTC), na katerem so vrednostni papirji prosto prenosljivi brez omejitev.

Tabela 7: Podrobni rezultati revizije kriterijev likvidnosti in razvrstitev vrednostnih papirjev v načine trgovanja, ki veljajo od 1.10.2012

IZDAJATELJ	OZNAKA	CGT	POVPR. ŠT. POSLOV	POVPR. VR. OBSEG PROMETA	TRGOVALNI NAČIN - IZPOLNJEVANJE KRITEKRIJEV	TRGOVALNI NAČIN - VELJAVNA UREDITEV V SKLADU S POSEBNIM UKREPOM
REDNE DELNICE - PRVA KOTACIJA						
GORENJE	GRVG	1.426	11	19.911	NEPREKINJENO	NEPREKINJENO
INTEREUROPA	IEKG	/	3	635	AVKCIJA	NEPREKINJENO
NOVA KREDITNA BANKA MARIBOR	KBMR	3.531	16	13.557	NEPREKINJENO	NEPREKINJENO
KRKA	KRKG	623	74	517.022	NEPREKINJENO	NEPREKINJENO
LUKA KOPER	LKPG	2.458	7	10.462	AVKCIJA	NEPREKINJENO
MERCATOR	MELR	835	10	79.026	NEPREKINJENO	NEPREKINJENO
PETROL	PETG	495	13	43.556	NEPREKINJENO	NEPREKINJENO
POZAVAROVALNICA SAVA	POSR	1.371	2	4.456	AVKCIJA	NEPREKINJENO
TELEKOM SLOVENIJE	TLSG	441	9	53.919	NEPREKINJENO	NEPREKINJENO
ZAVAROVALNICA TRIGLAV	ZVTG	712	11	44.369	NEPREKINJENO	NEPREKINJENO
REDNE DELNICE - STANDARDNA KOTACIJA						
ABANKA	ABKN	/	0	76	AVKCIJA	NEPREKINJENO
AERODROM LJUBLJANA	AELG	/	4	3.050	AVKCIJA	NEPREKINJENO
DELO PRODAJA	DPRG	/	0	1	AVKCIJA	AVKCIJA
ISKRA AVTOELEKTRIKA	IALG	/	1	2.048	AVKCIJA	NEPREKINJENO
ISTRABENZ	ITBG	/	1	67	AVKCIJA	AVKCIJA
MLINOTEST	MAJG	/	0	0	AVKCIJA	AVKCIJA
KOMPAS MTS	MTSG	/	0	2	AVKCIJA	AVKCIJA
NIKA	NIKN	/	0	15	AVKCIJA	AVKCIJA
PIVOVARNA LASKO	PILR	/	4	4.412	AVKCIJA	NEPREKINJENO
SALUS, LJUBLJANA	SALR	2.678	1	2.623	AVKCIJA	NEPREKINJENO
SAVA	SAVA	/	3	4.258	AVKCIJA	NEPREKINJENO
TERME CATEZ	TCRG	/	0	826	AVKCIJA	AVKCIJA
UNIOR	UKIG	/	0	108	AVKCIJA	NEPREKINJENO
ŽITO	ZTOG	/	2	1.998	AVKCIJA	AVKCIJA
PREDNOSTNE DELNICE - STANDARDNA KOTACIJA						
PROBANKA	PRBP	/	0	13	AVKCIJA	AVKCIJA
REDNE DELNICE - VSTOPNA KOTACIJA						
AGROGORICA	AGOG	/	0	1.238	AVKCIJA	AVKCIJA
ALPETOUR POTOVALNA AGENCIJA	APAG	/	0	225	AVKCIJA	AVKCIJA
CETIS	CETG	/	0	74	AVKCIJA	AVKCIJA
CINKARNA CELJE	CICG	/	2	14.649	AVKCIJA	AVKCIJA
DATALAB TEHNOLOGIJE	DATR	/	0	415	AVKCIJA	AVKCIJA
GRAND HOTEL UNION	GHUG	/	0	59	AVKCIJA	AVKCIJA
GEA	GSBG	/	0	341	AVKCIJA	AVKCIJA
HELIOS	HDOG	1.430	1	6.715	AVKCIJA	NEPREKINJENO
ELMO	IELG	/	0	10	AVKCIJA	AVKCIJA
INLES	IHPG	/	0	37	AVKCIJA	AVKCIJA
INTERTRADE ITA	INRG	/	0	0	AVKCIJA	AVKCIJA
JAVOR PIVKA	JPIG	/	0	1	AVKCIJA	AVKCIJA
JUTEKS	JTKG	/	1	1.331	AVKCIJA	AVKCIJA
KD GROUP	KDHR	/	9	5.333	AVKCIJA	NEPREKINJENO
KS NALOŽBE	KSFR	/	0	35	AVKCIJA	AVKCIJA
MAKSIMA HOLDING	MAHR	/	0	0	AVKCIJA	AVKCIJA
MELAMIN	MKOG	/	0	834	AVKCIJA	AVKCIJA
MODRA LINIJA HOLDING	MLHR	/	2	770	AVKCIJA	AVKCIJA
MERCATA	MR0R	/	0	25	AVKCIJA	AVKCIJA
M1	MR1R	/	0	72	AVKCIJA	AVKCIJA
NAMA	NALN	/	0	0	AVKCIJA	AVKCIJA
NFD HOLDING	NF2R	/	1	3.312	AVKCIJA	AVKCIJA
PLAMA PUR	POPG	/	0	11.950	AVKCIJA	AVKCIJA
ZDRAVILISCE ROGASKA	RGZR	/	0	0	AVKCIJA	AVKCIJA
SIVENT	SING	/	0	0	AVKCIJA	AVKCIJA
KD	SKDR	/	0	1.252	AVKCIJA	AVKCIJA
SLOVENIJALES	SLLG	/	2	1.671	AVKCIJA	AVKCIJA
ALTA SKUPINA	SMPR	/	0	0	AVKCIJA	AVKCIJA
HARAM HOLDING	ST1R	/	0	28	AVKCIJA	AVKCIJA
TEKSTINA	TEAG	/	0	1	AVKCIJA	AVKCIJA
TRDNJAVA I HOLDING	TR1R	/	0	5	AVKCIJA	AVKCIJA
TRIGLAV NALOŽBE	TRSG	/	0	0	AVKCIJA	AVKCIJA
VIPA HOLDING	VHDR	/	0	8	AVKCIJA	AVKCIJA
VELANA	VLJG	/	0	5	AVKCIJA	AVKCIJA
TERME DOBRNA	ZDDG	/	0	33	AVKCIJA	AVKCIJA
PREDNOSTNE DELNICE - VSTOPNA KOTACIJA						
KD GROUP	KDHP	/	2	107	AVKCIJA	AVKCIJA
PRVA GROUP	PPDL	/	0	0	AVKCIJA	AVKCIJA
ZDRAVILISCE ROGASKA	RGZP	/	0	0	AVKCIJA	AVKCIJA

Vir: Ljubljanska borza, Kriteriji likvidnosti, 2013b.

3.4.2.2 Donosnost - SBI TOP – Slovenski blue chip indeks

V preteklosti je Ljubljanska borza izračunavala različne indekse in sicer: **Indeks BIO** in **Indeks PIX** sta bila včasih indeksa obveznic Ljubljanske borze, ki sta kazala smer gibanja tečajev slovenskih obveznic. Borza ju je ukinila septembra 2008. **Indeks SBI 20** je meril donosnost celotnega slovenskega organiziranega trga delnic, saj so bile vanj uvrščene največje in najprometnejše delnice z Ljubljanske borze. Marca 2010 se je preimenoval v LJSE Composite. **Indeks LJSE Composite** se je z 22. 3. 2010 preimenoval v LJSE Composite (LJSEX) in postal indeks celotnega trga Ljubljanske borze, ki je meril donosnost celotnega slovenskega organiziranega trga delnic. Z uveljavitvijo indeksa SBI TOP kot glavnega »benchmark« in tržnega indeksa Ljubljanske borze pa je borza indeks LJSEX z dnem 15. 10. 2010 prenehala izračunavati. (Ljubljanska borza, 2011)

Osrednji indeks ljubljanske borze je SBI TOP, ki predstavlja prvi pravi Slovenski blue-chip indeks Ljubljanske borze. SBI TOP vključuje le najbolj likvidne delnice s posameznega trga. Gre za tržni indeks, katerega namen je slediti najboljšim delnicam na Ljubljanski borzi in tako nuditi osnovo za naprednejše finančne produkte. Indeks služi kot benchmark indeks, ki nudi informacije o gibanju cen največjih in najlikvidnejših delnic na organiziranem trgu Ljubljanske borze. Uvrstitev delnic v blue-chip indeks poveča prepoznavnost delnic, kar na srednji rok posredno tudi povečuje likvidnost delnic. (Ljubljanska borza, 2011)

SBI TOP je cenovni indeks, tehtan⁹ s tržno kapitalizacijo v prostem obtoku, in je sestavljen iz 5 do 10 rednih delnic (maksimalni delež delnic je 30%). Uradni datum začetka izračunavanja je 31. marec 2006 z izhodiščno vrednostjo 1000 točk. Likvidnostna kriterija za vključitev v indeks sta:

- minimalna tržna kapitalizacija v prostem obtoku 50 milijonov EUR in
- minimalni povprečni dnevni promet (brez svežnjev) 50.000 EUR. (Ljubljanska borza, 2011)

SBI TOP indeks je izračunan z Laspeyresovo formulo

$$SBI\ TOP = \frac{\sum p \times q \times FF \times RF}{Bazna_vrednost} \times 1000 \times C, \quad (1)$$

kjer je:

p – tečaj;

q – število kotirajočih delnic;

FF – faktor prostega obtoka (razredi: 0-0, 1-0, 2-0, 3-0, 4-0, 5-0, 6-0, 7-0, 8-0, 9-1);

RF – faktor prilagoditve deleža (maksimalno 30%);

C – popravni faktor. (Ljubljanska borza, 2011)

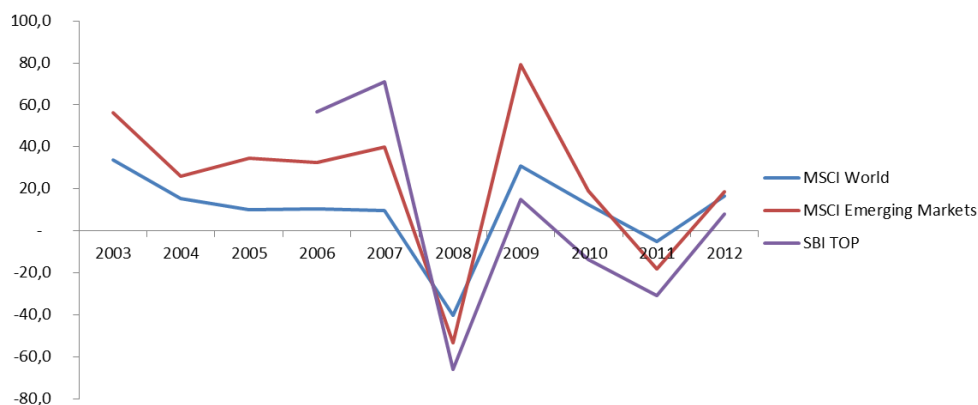
Na dan 31. 12. 2011 so bile v indeks SBI TOP vključene delnice šestih izdajateljev, na dan 31.12.2012 pa delnice sedmih izdajateljev: Krka, d. d., Novo mesto (29,22% delež v indeksu);

⁹ Poznamo tri metode izračunavanja tržnih indeksov in sicer so to cenovni tehtani indeks, indeks, tehtan s tržno kapitalizacijo in netehtan indeks.

Petrol, d. d., Ljubljana (23,93% delež v indeksu); Mercator, d. d., Ljubljana (14,87% delež v indeksu); Telekom Slovenije, d. d., Ljubljana (17,31% delež v indeksu); Zavarovalnica Triglav (katere na 31.12.2011 ni bilo) (10,40% delež v indeksu), Gorenje, d. d., Velenje (2,51% delež v indeksu) in Nova KBM, d. d., Maribor (1,76% delež v indeksu). Vse te delnice so po kriterijih Ljubljanske borze vključene v neprekinjeno trgovanje. (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2012)

Indeks SBI TOP je ob nelikvidnosti kapitalskega trga konec 2011 izgubil 30,7%, izguba je bila skoraj primerljiva z izgubo ob izbruhu krize leta 2008, v letu 2012 pa pridobil 7,8%. Vrednost indeksa je bila konec leta 2011 enaka vrednosti iz leta 2003, kar je posledica nezaupanja vlagateljev. V letu 2011 zaupanja vlagateljev niso povečali niti relativno dobri polletni poslovni rezultati podjetij. Znižanje bonitetne ocene Slovenije s strani vseh treh največjih svetovnih bonitetnih agencij je v drugi polovici leta 2011 slovenski borzni indeks potisnila še nižje. K izboljšanju ni pripomogla niti zaostrena evropska dolžniška kriza in krčenje gospodarske aktivnosti v zadnjem četrtletju 2011. V letu 2012 se je zaupanje v slovenski kapitalski trg nekoliko povečalo in SBI TOP je decembra 2012 zaključil s 7,8-odstotno pozitivno letno rastjo ter znašal 635,51. Sliki 8 in 9 prikazujeta zgoraj napisano, obenem pa je iz slike 8 razvidno tudi, da gibanje SBI TOP indeksa v letih 2011 in 2012 ni enako gibanju ostalih indeksov evropskih držav in sicer okrevanje ni bilo tako intenzivno. Medtem ko so ostali indeksi v letu 2012 hitreje naraščali, je SBI TOP pričel naraščati šele konec leta 2012. Za podrobnosti SBI TOP indeksa v obdobju od 2003 do 2012 (najvišja vrednost indeksa, najnižja vrednost, zaključna vrednost in donosnost) glej prilogo 4.

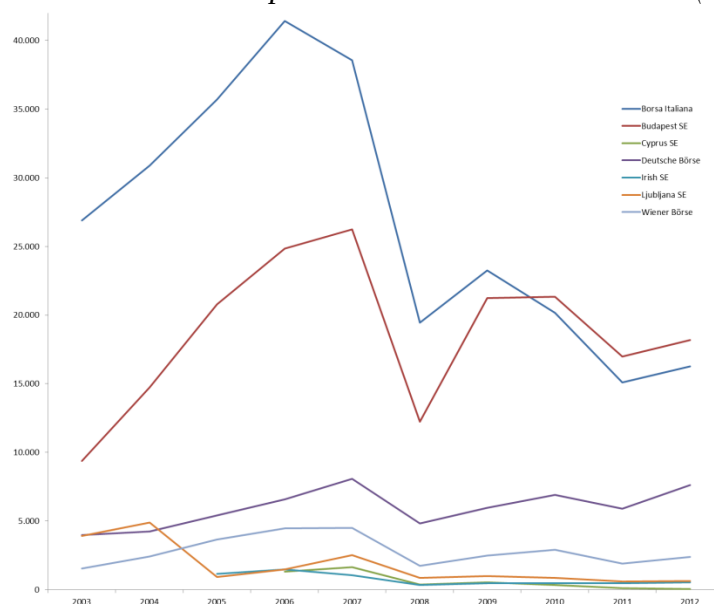
Slika 8: Letne stopnje rasti MSCI indeksov¹⁰ in SBI TOP (v %)



Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2012, str. 44; Ljubljanska borza, Statistična poročila, 2013e; MSCI, Index Fact Sheet, 2013.

¹⁰ MSCI World indeks je indeks svetovnih delnic in se je pričel izračunavati leta 1970. Zajema vrednostne papirje 23 razvitih držav (Avstralija, Avstrija, Belgija, Kanada, Danska, Finska, Francija, Nemčija, Kitajska – Hong Kong, Irska, Izrael, Italija, Japonska, Nizozemska, Nova Zelandija, Norveška, Portugalska, Singapur, Španija, Švedska, Švica, Združeno Kraljestvo in Združene države Amerike). Indeks zajema 1.604 vrednostnih papirjev in pokriva približno 85% tržne kapitalizacije posamezne države.

Slika 9: Vrednosti Blue chip indeksov¹¹ na različnih borzah (v USD)



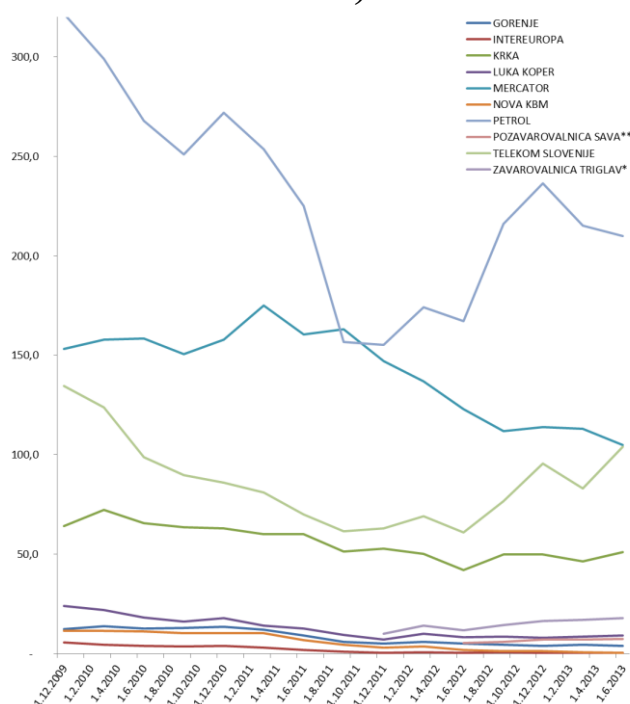
Vir: World Federation of Exchanges, Statistics, 2013

3.4.2.3 Gibanje kotirajočih cen delnic v prvi kotaciji LJSE

Eden izmed pomembnih indikatorjev zmanjšane obsega in ravni dejavnosti trga je tudi dejstvo, da se kotirajoče cene močno razlikujejo bodisi v daljšem časovnem obdobju bodisi med ustvarjalci trga. V spodnji sliki in prilogi 6 smo naredili pregled cen kotirajočih delnic v prvi kotaciji LJSE v obdobju od 31.12.2009 do 30.6.2013. Cene delnic, ki so vključene tudi v SBI TOP indeks, so se v omenjenem obdobju občutno razlikovale, kar predstavlja zmanjšano raven dejavnosti trga.

¹¹ Blue-chip indeks je indeks, ki ga sestavljajo delnice najboljših podjetij na borzi. Na Ljubljanski borzi je to SBI TOP, na tujih borzah pa recimo FTSE 100 (London), DAX (Frankfurt), Nikkei (Tokio).

Slika 10: Gibanje cen kotirajočih delnic v prvi kotaciji LJSE od 31.12.2009 do 30.6.2012 (v EUR)



Legenda: * ZVTG (Zavarovalnica Triglav) od 5.12.2011 v prvi kotaciji;

** POSR (Pozavarovalnica Sava) od aprila 2012 v prvi kotaciji.

Vir: Ljubljanska borza, Statistična poročila, 2013e.

3.4.3 Določanje kriterijev aktivnosti kapitalskega trga s strani zakonodaje oziroma Agencije za trg vrednostnih papirjev

Na kapitalskem trgu deluje **regulator trga** oziroma pravni subjekt, ki je na podlagi javnih pooblastil ali neposredno na podlagi zakona upravičen določati pravila trgovanja na organiziranem trgu. V Sloveniji je to **Agencija za trg vrednostnih papirjev** (v nadaljevanju ATVP). ATVP v trg finančnih instrumentov ne posega, pač pa ga nadzira in regulira ter s tem zagotavlja pogoje za učinkovito delovanje trga finančnih instrumentov. V okviru nadzora ATVP med drugim spremlja tudi splošne kazalnike gibanja na slovenskem trgu finančnih instrumentov ter pripravlja mesečna in četrtna poročila o gibanjih na trgu finančnih instrumentov.

Glede na 3. Odstavek 277. Člena Zakona o trgu finančnih instrumentov (v nadaljevanju ZTFI) mora Agencija za delnice, za katere je upoštevni trg glede likvidnosti po drugem odstavku 27. člena Direktive 2004/39/ES na območju Republike Slovenije, najmanj enkrat na leto določiti kategorije, v katere se razvrstijo te delnice, na podlagi aritmetičnega povprečja vrednosti naročil, izvršenih na trgu z delnicami posamezne kategorije, in ob upoštevanju meril za uporabo drugega odstavka 27. člena Direktive 2004/39/ES, določenih z izvedbenim predpisom, ki ga komisija EU izda na podlagi sedmega odstavka 27. člena Direktive 2004/39/ES. 5. Odstavek 277. Člena ZTFI določa, da mora Agencija za vsako kategorijo delnic iz tretjega odstavka tega člena določiti standardno tržno velikost naročil za to delnico,

ki se izračuna kot aritmetično povprečje količin, ki so bile predmet naročil, izvršenih na trgu z delnicami posamezne kategorije.

22. člen Uredbe komisije (ES) št. 1287/2006 v zvezi z določanjem likvidnih delnic določa:

1. Šteje se, da delnica, sprejeta v trgovanje na reguliranem trgu, ima likvidni trg, če se z delnicami trguje dnevno in je prosti obtok katerih koli delnic enak ali višji 500 milijonov EUR, hkrati pa je izpolnjen eden od naslednjih pogojev:

a. povprečno dnevno število transakcij z delnico je enako ali višje od 500;

b. povprečni dnevni promet ni manjši od 2 milijona EUR.

Vendar pa država članica lahko v zvezi z delnicami, za katere je najpomembnejši trg, določi z obvestilom, da veljata oba pogoja. To obvestilo se javno objavi.

2. Država članica lahko določi najmanjše število likvidnih delnic za navedeno državo. Najmanjše število ni večje od 5.

3. Šteje se, da delnica nima likvidnega trga za namene člena 27 Direktive 2004/39/ES do šest tednov po tem, ko je bila najprej sprejeta v trgovanje na katerem koli reguliranem trgu, če je skupna tržna kapitalizacija na začetku trgovanja prvega dne po sprejetju, določenega v skladu s členom 33(3), ocenjena na manj kot 500 milijonov EUR.

Na podlagi 481. člena Zakona o trgu finančnih instrumentov (Ur. l. RS, št. 108/10 - ZTFI - UPB3, 78/11, 55/12 in 150/12, ZBan-1J) v povezavi s tretjim odstavkom 277. člena ZTFI in s 27. členom Direktive 2004/39/ES ter v povezavi z 22. členom Uredbe Komisije (ES) št. 1287/2006 (v nadaljevanju Uredba) je ATPV za likvidne delnice, upoštevajoč podatke o trgovanju v letu 2012, za leto 2013 določil delnice Krka (KRKG), Mercator (MELR), Telekom Slovenije (TLSG), Petrol (PETG) in Zavarovalnica Triglav (ZVTG) (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2013). V spodnji tabeli 8 so navedene likvidne delnice za tekoče leto, upoštevajoč podatke o trgovanju leto prej. **Glede na kriterije 22. Člena Uredbe komisije (ES) št. 1287/2006 v zvezi z določanjem likvidnih delnic, spodaj navedene delnice, ki jih ATPV poroča European Securities and Market Authority (v nadaljevanju ESMA), niso likvidne. Delnice KRKG, MELR, TLSG, PETG in ZVTG ne dosegajo kriterijev, da je povprečno dnevno število transakcij z delnico enako ali višje od 500 ter povprečni dnevni promet ni manjši od 2 milijona EUR.**

Iz tabele 8 je razvidno tudi, da so podatki o določenih likvidnih delnicah za leto 2013, ki upoštevajo podatke za 2012, slabši v primerjavi z ostalimi leti prej, kar pomeni, da je bil trg navedenih delnic manj aktiven v primerjavi z obdobjem od leta 2007 do leta 2011.

Tabela 8: Povzetek kazalnikov likvidnih delnic, določenih na podlagi Uredbe komisije iz 2006 za obdobje 2008 - 2013

Leto	ISIN – Koda delnice	Naziv vrednostnega papirja	ADT*	Število dnevnih transakcij**	Tržna kapitalizacija (vmio EUR)***	Povprečna vrednost transakcij (AVT)****	Standardna tržna velikost*****
2013	SI0031102120	KRKA	475.241	73	1.771	4.800	7.500
	SI0031100082	MERCATOR	117.663	11	429	3.890	7.500
	SI0031104290	TELEKOM SLOVENIJE	77.698	12	624	4.580	7.500
	SI0031102153	PETROL	69.229	15	493	3.490	7.500
	SI0021111651	ZAVAROVALNICA TRIGLAV	61.175	13	375	3.330	7.500
2012	SI0031102120	KRKA	611.923	110	1.874	5.183	7.500
	SI0031100082	MERCATOR	203.080	21	554	4.357	7.500
	SI0031104290	TELEKOM SLOVENIJE	58.267	15	412	3.363	7.500
	SI0031102153	PETROL	56.557	20	324	2.618	7.500
	SI0021104052	NOVA KBM	33.092	23	124	1.267	7.500
2011	SI0031102120	KRKA	599.562	136	2.230	4.315	7.500
	SI0031104290	TELEKOM SLOVENIJE	71.879	21	562	3.399	7.500
	SI0031102153	PETROL	60.668	17	567	3.286	7.500
	SI0031100082	MERCATOR	60.247	14	594	3.813	7.500
	SI0031104076	GORENJE	51.257	18	215	2.651	7.500
2010	SI0031102120	KRKA	797.684	202	2.269	3.934	7.500
	SI0031104290	TELEKOM SLOVENIJE	99.440	24	880	3.789	7.500
	SI0031102153	PETROL	86.187	20	671	3.999	7.500
	SI0021104052	NOVA KBM	69.138	38	298	1.800	7.500
	SI0031100082	MERCATOR	65.328	15	577	3.557	7.500
2009	SI0031102120	KRKA	1.549.976	285	1.710	5.397	7.500
	SI0031104290	TELEKOM SLOVENIJE	312.751	44	775	6.417	7.500
	SI0021104052	NOVA KBM	268.798	66	246	3.141	7.500
	SI0031102153	PETROL	222.655	36	561	4.999	7.500
	SI0031100082	MERCATOR	182.783	28	595	4.619	7.500
2008	SI0021104052	NOVA KBM	3.557.239	469	ni podatka	5.736	7.500
	SI0031102120	KRKA	2.054.813	181	4.403	10.787	15.000
	SI0031102153	PETROL	995.321	57	1.893	10.235	15.000
	SI0031104290	TELEKOM SLOVENIJE	921.600	65	2.707	11.739	15.000
	SI0031101346	LUKA KOPER	503.288	64	634	6.263	7.500

Legenda: * ADT – Povprečni dnevni promet (*angl. Average Daily Turnover*) predstavlja letni promet, brez vnaprej sklenjenih poslov, deljen s številom trgovalnih dni in je izražen v EUR.

** Število dnevnih transakcij (*angl. Daily Transactions*) predstavlja povprečje in je izračunano z deljenjem letnega števila poslov s številom trgovalnih dni.

*** Vir te postavke so Letna statistična poročila Ljubljanske borze. Podatki na ESMA niso bili objavljeni.

**** AVT – povprečna vrednost transakcij (*angl. Average Value of Orders Executed*) je aritmetična povprečna vrednost transakcij, iz katerih so izključene velike transakcije v primerjavi z normalnim tržnim obsegom, in je izražena v EUR.

***** Standardna tržna velikost za delnico, za katero obstaja likviden trg, je določena v skladu s 23. členom Uredbe 1287/2006 in petim odstavkom 277. člena ZTFI. Standardne tržne velikosti so nanizane v Prilogi 3.

Vir: ESMA, Shares admitted to trading on EU Regulated Markets, 2013.

Iz tabele 9 je razvidno, da je trgovanje z likvidnimi delnicami držav Avstrija, Češka in Madžarska (primerljive države s Slovenijo po velikosti, lokaciji in podobno) aktivnejše v primerjavi s slovenskimi delnicami, ter dejstvo, da so delnice omenjenih držav likvidne na podlagi Uredbe komisije iz leta 2006, medtem ko slovenske delnice niso.

Tabela 9: Povzetek kazalnikov likvidnih delnic, določenih na podlagi Uredbe komisije iz 2006, držav Avstrija, Češka in Madžarska

Država	ISIN vrednostnega papirja	Naziv vrednostnega papirja	ADT	Število dnevnih transakcij	Tržna kapitalizacija	Povprečna vrednost transakcij (AVT)***	Standardna tržna velikost****
Avstrija	AT0000652011	ERSTE GROUP BANK AG	20.822.889	4.206	5000-6000 million	4.951	7.500
	AT0000743059	OMV AG	11.380.992	2.636	3000-4000 million	4.318	7.500
	AT0000937503	VOESTALPINE AG	10.865.096	2.804	2000-3000 million	3.875	7.500
	AT0000730007	ANDRITZ AG	10.758.266	2.932	3000-4000 million	3.670	7.500
	AT0000809058	IMMOFINANZ AG	6.449.577	1.568	3000-4000 million	4.112	7.500
	AT0000720008	TELEKOM AUSTRIA AG	6.310.248	1.871	1000-2000 million	3.373	7.500
	AT0000606306	RAIFFEISEN BANK INTERNAT. AG	5.848.710	1.442	1000-2000 million	4.055	7.500
	AT0000746409	VERBUND AG KAT. A	3.888.838	1.161	500-600 million	3.350	7.500
	AT0000908504	VIENNA INSURANCE GROUP AG	3.535.135	1.051	1000-2000 million	3.362	7.500
	AT0000831706	WIENERBERGER AG	2.496.182	966	800-900 million	2.585	7.500
Češka	AT0000APOST4	OESTERR. POST AG	1.879.714	557	900-1000 million	3.377	7.500
	CZ0005112300	CEZ	8.460.407	496	4000-5000 million	15.598	15.000
	CZ0008019106	KOMERCNI BANKA	5.582.879	287	2000-3000 million	18.770	15.000
Madžarska	CZ0009093209	TELEFONICA O2 C.R.	3.064.738	309	1000-2000 million	9.343	7.500
	HU0000061726	OTP	21.746.128	3.606	2000-3000 million	6.039	7.500
	HU0000068952	MOL	5.157.424	880	3000-4000 million	5.892	7.500
	HU0000067624	RICHTER	3.194.005	434	1000-2000 million	7.495	7.500
	HU0000073507	MTELEKOM	2.583.218	657	500-600 million	3.944	7.500

Vir: ESMA, Shares admitted to trading on EU Regulated Markets, 2013.

3.4.4 Določanje kriterijev aktivnosti kapitalnega trga s strani Slovenskega inštituta za revizijo

Slovenski inštitut za revizijo (v nadaljevanju SIR) v zvezi z opredelitvijo aktivnega ali neaktivnega kapitalnega trga ni izdal posebne opredelitve oziroma stališča, razen Pojasnila 1 k SRS 3 – oslabitev finančnih naložb. Strokovni svet SIR je na seji dne 22. decembra 2008 na podlagi 4. točke Uvoda v slovenske računovodske standarde (2006) (Uradni list RS, št. 118/05 in 10/06 – popr.) sprejel pojasnilo 1 k SRS 3, v katerem pravi:

- da je poštena vrednost finančne naložbe njena objavljena vrednost na delujočem trgu vrednostnih papirjev;
- izjemne razmere niso razlog za opredelitev, da je trg vrednostih papirjev nedelujoč;
- šteje se, da praviloma obstajajo objektivni dokazi o oslabitvi finančne naložbe zaradi posledic izjemnih razmer v primerih, ko je odstotek zmanjšanja poštene vrednosti finančne naložbe v obdobju od dneva pripoznanja do bilančnega presečnega dne večji od relativne spremembe slovenskega borznega indeksa SBI 20 oziroma uradno objavljenega indeksa drugega delujočega trga finančnih instrumentov v istem obdobju.
- šteje se, da obstajajo objektivni razlogi, da podjetje opravi preizkus za ocenitev oslabitve finančne naložbe v kapitalni instrument, ki ni izmerjen po poštenu vrednosti, če je knjigovodska vrednost take finančne naložbe na bilančni presečni dan za več kot 20 % večja od sorazmernega dela knjigovodske vrednosti celotnega kapitala tistega podjetja, v katerem ima podjetje naložbo na ta dan. (Uradni list RS, št. 126/2008, Pojasnilo 1 k SRS 3 – oslabitev finančnih naložb)

3.4.5 Kriteriji aktivnosti kapitalnega trga, določeni s strani Banke Slovenije

Poleg zgoraj omenjenih kazalnikov aktivnosti slovenskega kapitalnega trga, lahko kot indikator neaktivnega slovenskega kapitalnega trga uporabimo dejstvo uporabe modelov vrednotenja poštne vrednosti za kotirajoče vrednostne papirje na Ljubljanski borzi.

Banke v Sloveniji posedujejo več naložb od povprečnega podjetja, zato smo preverili, kako regulator slovenskih bank to je Banka Slovenije določa kriterije aktivnosti kapitalskega trga. Na skupnem sestanku predstavnikov Banke Slovenije, Slovenskega inštituta za revizijo in Združenja bank Slovenije oktobra 2010 je bilo potrjeno, da banka lahko izjemoma uporabi za merjenje poštene vrednosti določenih finančnih sredstev tudi model vrednotenja, če lahko dokaže, da je trg za ta finančna sredstva nedelujoč, vendar pa naj pri tem upošteva priporočila že omenjenega poročila IASB iz oktobra 2008 pod naslovom *Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active*. Svet Banke Slovenije je sprejel odločitev, da banka lahko uporablja model za vrednotenje finančnih instrumentov le, če dokaže, da ti finančni instrumenti nimajo delujočega trga in se z modelom strinjajo nadzorni svet banke, pooblaščen revizor in Banka Slovenije. (Banka Slovenije, 2010)

Zaradi neaktivnosti finančnih trgov, banke za vrednotenje naložb v finančne instrumente vedno bolj uporabljajo modele za določanje cene finančnega instrumenta. Stališča strokovnjakov glede uporabe modelov vrednotenja za kotirajoče vrednostne papirje so zelo različna. O uporabi modelov pri vrednotenju FI so diskutirali predstavniki Banke Slovenije ter predstavniki revizijskih družb, ki revidirajo banke. 20.1.2012 je bilo dogovorjeno da:

- banka model lahko uporabi, če dokaže da za delnico ni delujočega trga;
- izračunana vrednost po modelu praviloma ne more presegati knjigovodske vrednosti delnice,
- se Banka Slovenije z modelom strinja, če svoje nestrinjanje ne izrazi v 10 dneh od prejema dokumentacije v zvezi z modelom (Kadunc & Veršnik Čemas, 2012).

Pri tem si na Banki Slovenije pri ugotavljanju aktivnosti kapitalskega trga pomagajo s kriteriji likvidnosti, ki jih dvakrat letno na podlagi notranje revizije objavlja Ljubljanska borza in ki so že omenjeni v magistrski nalogi – za podrobnosti glej poglavje Določanje kriterijev aktivnosti trga s strani Ljubljanske borze.

V letih 2011 in 2012 so različne banke namesto borznih cen uporabile modele za vrednotenje naslednjih vrednostnih papirjev, ki sicer kotirajo na Ljubljanski borzi, vendar je aktivnost trgovanja zelo nizka. V spodnji tabeli smo na podlagi razkritij v letnih poročilih navedli, katere slovenske banke so v letu 2011 in 2012 za vrednotenje poštene vrednosti finančnih naložb uporabile model vrednotenja in kakšne so bile razlike med tržno vrednostjo delnice in vrednostjo, določene na podlagi metod vrednotenja.

Tabela 10: Pregled vrednotenj poštene vrednosti finančnih naložb bank v letu 2011 in 2012, efekte vrednotenja po modelu ter opredelitve, zakaj smatrajo trg za neaktiven

Banka*	Leto	Finančne naložbe, vrednotene po modelu	Opredelitev družbe, zakaj je trg neaktiven	Tržna cena - cena na borzi	Poštena vrednost na podlagi modela oziroma efekt vrednotenja po modelu
Abanka	2011	Helios Domžale	V obeh primerih je bila tržna cena delnic bistveno nižja od knjigovodske. Skupina je v letu 2011 prodala delnice po bistveno višji ceni od tržnih.	405 EUR	Zaradi uporabe modelskega vrednotenja delnic SAVA in HDOG je skupina oblikovala 3,85 mio EUR manj oslabitev , kot če bi te delnice vrednotila po tržni ceni.
		Sava d.d.		12 EUR	
Banka Koper	2011	Pivovarna Laško	Kriteriji LJSE - delnica razvrščena v avkcijsko trgovanje	11,02 EUR	Effekt vrednotenja po modelu glede na tržno vrednost na 31. 12. 2011 je pozitiven v višini 1,3 mio EUR .
	2012	Pivovarna Laško	Kriteriji LJSE - delnica razvrščena v avkcijsko trgovanje	6,99 EUR	ni podatka
Gorenjska banka	2011	Abanka Vipava d.d.	Skupni promet delnice na Ljubljanski borzi je v letu 2011 znašal 177 tisoč EUR, kar je predstavljalo 0,04 % celotnega prometa borze in 0,04 % celotnega prometa trga delnic. Sklenjenih je bilo 141 poslov v skupni količini 6.470 lotov. V letu 2011 je cena delnic ABKN padla za 67,0 %, in sicer z 48,50 EUR na 16,00 EUR. Padec je odraz izredno slabe likvidnosti delnice na Ljubljanski borzi ter splošnih gospodarskih razmer.	16 EUR	Po modelu vrednotenja 27,50 EUR. Knjigovodska vrednost naložbe je znašala 29.183,6 tisoč EUR. Effekt vrednotenja 12,2 mio EUR .
		Pivovarna Laško	Skupni promet delnice na Ljubljanski borzi je v letu 2011 znašal 819 tisoč EUR, kar je predstavljalo 0,17 % celotnega prometa borze in 0,21 % celotnega prometa trga delnic. Sklenjenih je bilo 1.127 poslov v skupni količini 69.856 lotov. V letu 2011 je cena delnic PILR padla za 31,06 %, in sicer s 15,99 EUR na 11,02 EUR. Padec ni le odraz finančnega položaja družbe, temveč tudi odraz izredno slabe likvidnosti delnice na Ljubljanski borzi ter splošnih gospodarskih razmer.	11,02 EUR	Cena na podlagi uporabljenega vrednotenja 16,30 EUR na delnico. Knjigovodska vrednost naložbe je znašala 8.841,9 tisoč EUR. Effekt vrednotenja 2,8 mio EUR .
		Sava d.d.	Skupni promet delnice na Ljubljanski borzi je v letu 2011 znašal 1.471 tisoč EUR, kar je predstavljalo 0,31 % celotnega prometa borze in 0,37 % celotnega prometa trga delnic. Sklenjenih je bilo 1.522 poslov v skupni količini 33.137 lotov. V letu 2011 je cena delnic SAVA padla za 87 % in sicer s 95,00 EUR na 12,00 EUR.	12 EUR	Cena na podlagi uporabljenega modela vrednotenja 49,00 EUR na delnico. Effekt vrednotenja 2 mio EUR .
	2012	Abanka Vipava d.d.	Banka je imela ob zaključku leta 2011 in 2012 v lasti 1.061.220 delnic ABKN, kar je 14,74-odstotni delež lastniškega kapitala Abanke Vipe, d. d., Ljubljana. Delnice ABKN kotirajo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev, a je likvidnost relativno slaba glede na ocenjevanje lastniškega deleža, ki ga ni mogoče preprosto kupiti na borzi. Skupni promet na borzi je v letu 2012 znašal 31 tisoč EUR (2011: 177 tisoč evrov), kar je predstavljalo 0,01 % (2011: 0,04 %) celotnega prometa borze in 0,01 % (2011: 0,04 %) celotnega prometa trga delnic. Sklenjenih je bilo 80 (2011: 141) poslov v skupni količini 5.768 lotov (2011: 6.470 lotov). V letu 2012 je cena delnic ABKN padla za 74,9 % (2011: za 67,0 %), in sicer s 16,00 EUR na 4,01 EUR. Padec je odraz izredno slabe likvidnosti delnice na Ljubljanski borzi ter splošnih gospodarskih razmer.	4,01 EUR	Na podlagi modela znaša poštena vrednost delnice 5,60 EUR. Knjigovodska vrednost naložbe je znašala 5.943 tisoč EUR. Effekt vrednotenja 1,7 mio EUR .
		Pivovarna Laško	Banka je imela ob zaključku let 2011 in 2012 v lasti 542.448 delnic PILR, kar je 6,3-odstotni delež lastniškega kapitala družbe. Delnice PILR kotirajo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev, a je likvidnost relativno slaba glede na ocenjevanje lastniškega deleža, ki ga ni mogoče preprosto kupiti na borzi. Skupni promet na borzi je v letu 2012 znašal 986 tisoč EUR (2011: 819 tisoč EUR), kar je predstavljalo 0,27 % (2011: 0,17 %) celotnega prometa borze in 0,33 % (2011: 0,21 %) celotnega prometa trga delnic. Sklenjenih je bilo 942 (2011: 1.127) poslov v skupni količini 142.793 lotov (2011: 69.856 lotov). V letu 2012 je cena delnic PILR padla za 36,6 % (2011: 31,1 %), in sicer z 11,02 EUR na 6,99 EUR. Padec ni le odraz finančnega položaja družbe, temveč tudi odraz izredno slabe likvidnosti delnice na Ljubljanski borzi ter splošnih gospodarskih razmer.	6,99 EUR	Na podlagi modela znaša poštena vrednost delnice 13,5 EUR. Knjigovodska vrednost naložbe je znašala 7.323 tisoč EUR. Effekt vrednotenja 3,5 mio EUR .

Se nadaljuje

Nadaljevanje

Banka*	Leto	Finančne naložbe, vrednotene po modelu	Opredelitev družbe, zakaj je trg neaktiven	Tržna cena - cena na borzi	Poštena vrednost na podlagi modela oziroma efekt vrednotenja po modelu
Nova KBM	2012	Pozavarovalnica Sava (POSR)	Banka uporablja model vrednotenja za kotirajoči lastniški vrednostni papir, saj ocenjuje, da tržna cena na Ljubljanski borzi ne odraža poštene vrednosti, ki bi jo banka dosegla ob primernih pogojih. Banka je ugotovila, da bi ob predvidenem prometu na Ljubljanski borzi prodaja vseh delnic POSR trajala vsaj nekaj mesecev.	7,12 EUR	Poštena vrednost na podlagi modela 10 EUR. Za izračun efekta vrednotenja banka v letnem poročilu ne razkriva dovolj podatkov.
Probanka	2011	Pivovarna Laško	Banka ugotavlja, da delniški trg Ljubljanske borze v letu 2011 ni bil delujoč trg za delnice Pivovarne Laško. To potrjujejo velik padec prometov, padec števila poslov, veliki razmiki med ponudbo in povpraševanjem, ki jih spremljajo cenovni skoki. Skupni promet z delnicami Pivovarne Laško, d.d., je v obdobju od septembra 2010 do novembra 2011 znašal 2,067 mio EUR (151.184 lotov oz. 1.418 poslov), kar je predstavljalo 0,34 % celotnega prometa Ljubljanske borze. V tem obdobju je bil povprečni dnevni promet 480 lotov (5 poslov) oziroma 6.561 EUR.	11,02 EUR	Poštena vrednost na podlagi modela vrednotenja 25,83 EUR.
		Žito	Banka ugotavlja, da Ljubljanska borza za delnico družbe Žito, d.d., ne predstavlja delujočega trga, saj je znašal skupni promet z delnicami Žita v obdobju od septembra 2010 do novembra 2011 12.608 lotov (743 poslov) oziroma 1,23 mio EUR, kar je predstavljalo 0,20 % celotnega prometa Ljubljanske borze. V tem obdobju je bil povprečni dnevni promet 40 lotov (2 posla) oziroma 3.900 EUR.	85 EUR	Poštena vrednost na podlagi modela 144,85 EUR.
		Juteks	Banka ugotavlja, da Ljubljanska borza za delnico družbe Juteks, d.d., ne predstavlja delujočega trga, saj je znašal skupni promet z delnicami Juteksa v obdobju od septembra 2010 do novembra 2011 9.716 lotov (188 poslov) oziroma 259 tisoč EUR, kar je predstavljalo 0,04 % celotnega prometa Ljubljanske borze. V tem obdobju je bil povprečni dnevni promet 31 lotov (1 posel) oziroma 821 EUR.	14,5 EUR	Poštena vrednost na podlagi modela 35,1 EUR.
	2012	Pivovarna Laško	Ni podatka	6,99 EUR	Poštena vrednost na podlagi modela 13,29 EUR.
		Sava d.d.	Ni podatka	3,40 EUR	Poštena vrednost na podlagi modela 20,16 EUR.
		Gorenje	Ni podatka	3,79 EUR	Poštena vrednost na podlagi modela 13,65 EUR.

Legenda: * V tabeli so navedene samo tiste banke, katere so v letnem poročilu razkrivale podatke o uporabi modelov vrednotenja posameznih delnic, definicije neaktivnosti trga delnice in podatke o uporabljenih modelih vrednotenja poštene vrednosti

Viri: Abanka Vipa, Letno poročilo 2011, 2012; Banka Koper, Letno poročilo 2011, 2012; Banka Koper, Letno poročilo 2012, 2013; Gorenjska banka, Letno poročilo 2011, 2012; Gorenjska banka, Letno poročilo 2012, 2013; Nova KBM, Letno poročilo 2012, 2013; Probanka, Letno poročilo 2011, 2012; Probanka, Letno poročilo 2012, 2013.

POVZETEK

Tabela 11: Pregled definicij aktivnega kapitalnega trga in določitev ali je slovenski kapitalni trg aktiven ali ne

Regulator / standard	Definicija aktivnosti oziroma neaktivnosti kapitalnega trga	Stanje na slovenskem kapitalnem trgu	Referenca v magistrski nalogi	Slovenski trg aktiven / delnice likvidne?
MSRP 13 B 37	Aktiven trg je tisti trg, na katerem se transakcije sredstev oziroma obveznosti pojavljajo dovolj pogosto in v zadostnem obsegu, da sproti zagotavlja informacije o ceni finančnega instrumenta. Za pomoč pri ugotavljanju pomembnosti znanjšanega obsega in ravni dejavnosti trga, standard MSRP 13 B37 navaja naslednje dejavnike trga: - Malo zadnjih poslov - Kotirajoče cene ne temeljijo na trenutnih informacijah - Kotirajoče cene se močno razlikujejo bodisi v daljšem časovnem obdobju bodisi med ustvarjalci trga - Indeksi, ki so bili v preteklosti močno povezani s pošteno vrednostjo sredstev ali obveznosti, so sedaj očitno nepovezani z nedavno identifikacijo poštene vrednosti - Obstaja občutno povišanje vštete premije likvidnostnega tveganja, donosov ali drugih kazalnikov uspešnosti oziroma poslovanja za opazovane transakcije ali kotirajoče cene, v primerjavi z oceno pričakovanih denarnih tokov, ob upoštevanju vseh razpoložljivih tržnih podatkov o kreditnem tveganju ali tveganju neposlovanja - Obstaja širok cenovni razmik ali občutna rast cenovnega razmika - Obstaja občutno znižanje aktivnosti oziroma odsotnost trga za nove izdaje (odsotnost primarnega trga) sredstev oziroma obveznosti - Malo informacij je javno objavljenih	Povprečno število dnevniških transakcij petih najbolj likvidnih delnic znaša od 73 - 11. V letu 2012 je bilo na trgu delnic 52.938 poslov, na trgu obveznic 1.929 poslov, na trgu zakladnih menic 4 posli in na trgu komercialnih zapisov 15 poslov - SKUPAJ je v letu 2012 znašalo število poslov na Ljubljanski borzi 56.620, 56% celotnega prometa na LJSE je predstavljal promet z delnico Krke (KRKG), 89,47% celotnega prometa na LJSE se je nanašalo na promet desetih delnic. Glede na to, da je na LJSE zelo malo poslov, tudi kotirajoče cene ne morejo temeljiti na trenutnih informacijah. Najbolj likvidne delnice slovenskega kapitalnega trga so vključene v SBI TOP indeks, na dan 31.12.2011 je bilo takih delnic šest, na 31.12.2012 pa sedem. Gibanje SBI TOP indeksa nam prikaže gibanje kotirajočih cen najbolj likvidnih delnic na LJSE. SBI TOP indeks se je v obdobju zelo gibal. Naredili smo tudi pregled po posamičnih delnicah prve kotacije LJSE, kjer so se kotirajoče cene močno razlikovale v časovnem obdobju od 31.12.2009 do 30.6.2013. Nimamo podatka. Nimamo podatka. Nimamo podatka. Na trgu delnic so se v obdobju od leta 2010 do junija 2013 pojavili vrednostni papirji treh izdajateljev (Unior 2011, Agrogorica 2010 in Alta Skupina 2011). Na trgu obveznic je prišlo do štirindvajset novih izdaj obveznic (enajst izdaj v letu 2010, devet izdaj v letu 2011, dve izdaji v letu 2012 in dve izdaji v prvih šestih mesecih leta 2013). Težko opredeljivo - stvar posameznikove presoje	str. 32 - 33 in Priloga 5 str. 38 - 40 in Priloga 6 str. 25 - 26	NE NE NE
Ljubljanska borza	Likvidne delnice so tiste, katere so uvrščene v neprekinjeno trgovanje: - povprečno število poslov na dan z VP posameznega razreda je več ali enako 1 - povprečni vrednostni obseg prometa na dan z VP posameznega razreda je več ali enako 1.500 EUR	Ob reviziji kriterijev likvidnosti, ki je stopila v veljavo 1.4.2012 ugotovljeno, da je bilo samo šest vrednostnih papirjev likvidnih in imelo status neprekinjenega načina trgovanja (to so bili vrednostni papirji GRVG, KBMR, KRKG, MELR, PETG in TLSCG), ob reviziji kriterijev likvidnosti, ki je stopila v veljavo 1.10.2012 pa je bilo ugotovljeno, da je likvidnih sedem vrednostnih papirjev (poleg zgoraj navedenih še ZVTG).	str. 36 - 37 in Priloga 2	DA - Trg aktiven za sedem delnic
ATVP	Glej spodaj - Uredba evropske komisije	Na podlagi 481. člena Zakona o trgu finančnih instrumentov (Ur. l. RS, št. 108/10 - ZTFI - UPB3, 78/11, 55/12 in 150/12, ZBan-1J) v povezavi s tretjim odstavkom 277. člena ZTFI in s 27. členom Direktive 2004/39/ES ter v povezavi z 22. členom Uredbe Komisije (ES) št. 1287/2006 (v nadaljevanju Uredba) je ATVP za likvidne delnice, upoštevajoč podatke o trgovanju v letu 2012, za leto 2013 določil delnice Krka (KRKG), Mercator (MELR), Telekom Slovenije (TLSCG), Petrol (PETG) in Zavarovalnica Triglav (ZVTG).	str. 42	DA - Trg aktiven za pet delnic
Uredba evropske komisije - 22. člen Uredbe komisije (ES) št. 1287/2006	Šteje se, da delnica, sprejeta v trgovanje na reguliranem trgu, ima likvidni trg, če se z delnicami trguje dnevno in je prosti obtok katerih koli delnic enak ali višji 500 milijonov EUR, hkrati pa je izpolnjen eden od naslednjih pogojev: a. povprečno dnevno število transakcij z delnico je enako ali višje od 500; b. povprečni dnevni promet ni manjši od 2 milijona EUR.	Zgoraj navedene delnice, ki jih ATVP poroča ESMA kot likvidne, niso likvidne. Delnice KRKG, MELR, TLSCG, PETG in ZVTG ne dosegajo kriterijev, da je povprečno dnevno število transakcij z delnico enako ali višje od 500 ter povprečni dnevni promet ni manjši od 2 milijona EUR.	str. 41 - 44	NE
Banka Slovenije	Banka Slovenije si pri ugotavljanju aktivnosti kapitalnega trga pomaga s kriteriji likvidnosti, ki jih dvakrat letno na podlagi notranje revizije objavlja Ljubljanska borza.	Glej zgoraj pri LJSE	str. 36 - 37 in Priloga 2	DA - Trg aktiven za sedem delnic

Vir: Lasten prikaz

SKLEP

Finančna kriza in slabi poslovni rezultati motivirajo podjetja k uporabi različnih metod, s katerimi prirejajo dobiček. Eno izmed področij apliciranja računovodskih politik predstavlja vrednotenje finančnih naložb. Računovodski standardi pri vrednotenju naložb, v primeru, da kapitalski trg ni aktiven, dovoljujejo uporabo različnih modelov vrednotenja, po katerih je poštena vrednost trenutno največkrat višja od cene na kapitalskem trgu.

Odgovor na vprašanje, ali je trg določenega sredstva neaktiven oziroma trenutna tržna cena ne predstavlja poštene vrednosti, ni enostaven. Vprašanja, ali so kapitalski trgi aktivni, so se začela pojavljati ob začetku globalne finančne krize leta 2007. Leta 2007 je trgovanje s finančnimi instrumenti začelo upadati. Zaradi omenjene situacije na kapitalskih trgih je bilo potrebno nujno izboljšati preglednost meritev poštene vrednosti finančnih instrumentov, zato sta IASB in FASB razvila zahteve za merjenje poštene vrednosti sredstev in obveznosti, ko trgi niso več aktivni. Glede na poročilo, so glavne značilnosti neaktivnega kapitalskega trga občutno zmanjšanje obsega in ravni trgovanja s finančnimi instrumenti, cene, ki so na voljo, se v daljšem časovnem obdobju ali med udeleženci na trgu občutno razlikujejo ter cene na trgu niso aktualne oziroma trenutne. V letu 2011 sta IASB in FASB izdala nove smernice o določanju značilnosti oziroma dejavnikov aktivnega trga kapitala, ki so vključene v MSRP 13.

Pri določanju aktivnosti slovenskega kapitalskega trga smo preverili lastnosti trga ter upoštevali smernice različnih regulatorjev kapitalskega trga. Ugotovili smo, da:

- je primarni kapitalski trg v Sloveniji slabo razvit, saj so se v obdobju od leta 2010 do junija 2013 na slovenskem kapitalskem trgu pojavili vrednostni papirji treh izdajateljev. Podjetja v Sloveniji se še vedno dodatno financirajo predvsem preko bank;
- tržna kapitalizacija na slovenskem kapitalskem trgu od leta 2008 pada in je izredno nizka v primerjavi s primerljivimi evropskimi državami, kot so Avstrija, Češka, Hrvaška, Madžarska in Slovaška;
- je bil celotni promet na Ljubljanski borzi v 2012 za 14,9% manjši v primerjavi z letom 2011. 84% celotnega prometa LJSE je bilo ustvarjenega z delnicami, od tega skoraj polovica prometa z delnico Krke;
- je indeks SBI TOP ob nelikvidnosti kapitalskega trga konec 2011 izgubil 30,7%, izguba je bila skoraj primerljiva z izgubo ob izbruhu krize leta 2008, v letu 2012 pa pridobil 7,8%. Vrednost indeksa je bila konec leta 2011 enaka vrednosti iz leta 2003, kar je posledica nezaupanja vlagateljev;
- so se cene delnic, ki so vključene tudi v SBI TOP indeks, v obdobju od 1.1.2010 do 30.6.2013 občutno razlikovale, kar predstavlja zmanjšano raven dejavnosti trga;

- je ATVP za likvidne delnice, upoštevajoč podatke o trgovanju v letu 2012, za leto 2013 določil, da je na slovenskem kapitalskem trgu likvidnih pet delnic (KRKG, MELR, TLSG, PETG in ZVTG);
- je LJSE na podlagi revizije kriterijev likvidnosti, ki je stopila v veljavo 1.10.2012 ugotovila, da je likvidnih sedem vrednostnih papirjev, ki kotirajo na LJSE. Na omenjena merila likvidnosti LJSE se pri določanju aktivnosti oziroma neaktivnosti trga delnic, ki kotirajo na LJSE, sklicuje tudi Banka Slovenije;
- glede na kriterije Uredbe komisije iz leta 2006 na slovenskem kapitalskem trgu ni likvidna nobena delnica;

V magistrskem delu smo dokazali, da slovenski kapitalski trg trenutno ni aktiven.

LITERATURA IN VIRI

1. Abanka Vipa d.d. (2012). *Letno poročilo 2011*. Ljubljana: Abanka Vip d.d.
2. Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve. *Javna objava letnih poročil*. Najdeno avgusta 2013 na spletnem naslovu http://www.ajpes.si/Letna_porocila
3. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2012). *Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2011*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
4. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2013). *Likvidne delnice*. Najdeno 5. maja 2013 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/default.aspx?id=311>
5. Aver, B., Petrič, M. & Zupančič, B. (2000). *Učinkovitost trga kapitala*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
6. Bailey, R. E. (2005). *The Economics of Financial Markets*. Cambridge: Cambridge University Press.
7. Banka Koper d.d. (2012). *Letno poročilo 2011*. Koper: Banka Koper d.d.
8. Banka Koper d.d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Koper: Banka Koper d.d.
9. Banka Slovenije. (2010). Pismo vsem bankam in hranilnicam z dne 22.11.2010. Najdeno 20. Julija 2012 na spletnem naslovu http://www.si-revizija.si/dokumenti/Banka_Slovenije.pdf
10. Banka Slovenije. (2010). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
11. Banka Slovenije. (2011). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
12. Banka Slovenije. (2012). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
13. Banka Slovenije. (2013). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
14. Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2004). *Intermediate Financial Management* (8th ed.). Ohio: Thomson Corporation.
15. Claessens, S., Djankov, S. & Klingebiel, D. (2000). *Stock Markets in Transition Economies*. Washington: The World Bank.
16. The Committee of European Securities Regulators. (2008). *Feedback Statement CESR Statement: Fair value measurement and related disclosures of financial instruments in illiquid markets*. Pariz: The Committee of European Securities Regulators.
17. Damodaran, A. (2002). *Investment valuation*. McGraw-Hill.

18. Deželan, S. (1996). *Učinkovitost trga kapitala: teorija, empirične raziskave in primer Slovenije* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
19. Deželan, S. (1999). *Efficiency of the Slovenian capital market*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
20. Deželan, S. (2001). *The impact of Institutional Investors on Equity Markets and Their Liquidity*. Amsterdam: Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie.
21. Dragotă V & Țilică E. V. (2013). Market efficiency of the Post Communist East European stock markets. *Central European Journal of Operations Research*, July 2013.
22. ESMA. (2013). *Shares admitted to trading on EU Regulated Markets*. Najdeno 1. Avgusta 2013 na spletnem naslovu http://mifiddatabase.esma.europa.eu/Index.aspx?sectionlinks_id=14&language=0&pageName=MIFIDLiquidSearch&subsection_id=0
23. Fabozzi, F. & Modigliani, F. (1992). *Capital Markets: Institutions and Instruments*. New Jersey: Prentice-Hall.
24. Factor banka. (2012). *Letno poročilo 2011*. Ljubljana: Factor banka.
25. Fama, E. F. (1970). A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
26. Fama, E. F. (1991). »Efficient Capital Markets II«. *The Journal of finance*, 25(2), 1575-1617.
27. Garrod, N., Kosi, U. & Valentinčič, A. (2008). Asset write-offs in the absence of agency problems. *Journal of business finance & accounting*, 35(3), 307–330.
28. Gorenjska banka d.d. (2012). *Letno poročilo 2011*. Kranj: Gorenjska banka d.d.
29. Gorenjska banka d.d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Kranj: Gorenjska banka d.d.
30. Grossman, S. J. & Miller, M. H. (1988). Liquidity and Market Structure. *The Journal of Finance*, 43 (3), 617-633.
31. Grossman, S. J. (1995). Dynamic Asset Allocation and the Informational Efficiency of Markets. *The Journal of Finance*, L(3), 773-787.
32. Guidi, F., Gupta, R. & Maheshwari, S. (2011). *Weak-form market efficiency and calendar anomalies for Eastern Europe equity markets*. Via Angeloni: Università Politecnica delle Marche.
33. Heininen, P & Puttonen, V. (2008). *Stock Market Efficiency in the Transition Economies through the Lens of Calendar Anomalies*. Helsinki: Helsinki School of Economies. Najdeno 1. septembra 2013 na spletnem naslovu http://www.hse.ru/data/090/182/1235/Heininen_Puttonen_paper.pdf
34. International Accounting Standards Board (2008). *IASB Expert Advisory Panel: Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active*. London: International Accounting Standard Board.
35. International Accounting Standards Board (2010). *International Accounting Standard 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement*. London: International Accounting Standard Board.
36. International Accounting Standards Board (2011a). *International Financial Reporting Standard 7 Financial Instruments: Disclosures*. London: International Accounting Standard Board.

37. International Accounting Standards Board (2011b). *International Financial Reporting Standard 9 Financial Instruments*. London: International Accounting Standard Board.
38. International Accounting Standards Board (2011c). *International Financial Reporting Standard 13 Fair Value Measurement*. London: International Accounting Standard Board.
39. International Accounting Standards Board (2011d). *Basis for Conclusions on IFRS 13 Fair Value Measurement*. London: International Accounting Standard Board.
40. Janževič, N. (2012). Članek o vlaganjih v vzajemne sklade. *Primorski skladi*. Najdeno 25. Julija 2012 na spletnem naslovu <http://www.primorski-skladi.si/aktualno/novice/?id=146&type=objave>
41. Javornik, S. (2012, 2. Kvartal). Intervju: Samo Javornik: Kapitalski trg poganjajo centralne banke. Najdeno 3. julija 2012 na spletnem naslovu <http://www.triglavskladi.si/node/383>
42. Jenko, M. (2006). *Preverjanje šibke in srednje močne učinkovitosti na slovenskem trgu kapitala* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
43. Kadunc, K. & Veršnik Čemas, N. (2012). *Prosojnice seminarja revidiranje portfeljev finančnih institucij*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
44. Köke, J. F. (1999). *Institutional Investment in Central and Eastern Europe: Investment Criteria of Western Portfolio Managers*. Mannheim: Center for European Economic Research.
45. KPMG IFRG Limited. (2011). *First Impressions: Fair value measurement*. London: KPMG IFRG Limited.
46. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Schleifer, A., & Vishny, R. W. (1996). *Law and Finance*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
47. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Schleifer, A., & Vishny, R. W. (1999). *Investor Protection and Corporate Valuation*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
48. Lee, R. (2002). *Capital Markets that Benefit Investors: A Survey of the Evidence on Fragmentation, Internalisation and Market Transparency*. Oxford: Oxford Finance Group.
49. Levine R. & Zervos S. (1996). Stock Markets, Banks and Economic Growth. *World Bank Economic Review*, 10, 323-339.
50. Ljubljanska borza d.d. (2011). *SBI TOP Vodilni indeks Ljubljanske borze*. Ljubljana: Ljubljanska borza d.d.
51. Ljubljanska borza d.d. (2012a). *Vzdrževalci likvidnosti*. Najdeno 1. Julija 2012 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=3798>
52. Ljubljanska borza d.d. (2012b). *Načini trgovanja*. Najdeno 5. Julija 2012 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=8238>
53. Ljubljanska borza d.d. (2012c). *Navodila za indeks, kriterije likvidnosti, tečajnico in druge statistike 19. september 2012*. Najdeno 15. oktobra 2012 na spletnem naslovu http://www.ljse.si/media/Attachments/Oborzi/PRAVILA_NAVODILA/Pravni_akti_2012/NAVODILA_ZA_INDEKS_19sep2012_final.pdf

54. Ljubljanska borza d.d. (2012d). *Kriteriji likvidnosti*. Najdeno 1. avgusta 2013 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin>
55. Ljubljanska borza d.d. (2013a). *Letna statistika Ljubljanske borze, Leto 2012*. Ljubljana: Ljubljanska borza d.d.
56. Ljubljanska borza d.d. (2013b). *Kriteriji likvidnosti*. Najdeno od 3. maja 2013 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=8188>
57. Ljubljanska borza d.d. (2013c). *Navodila za indeks, kriterije likvidnosti, tečajnico in druge statistike 26. marec 2013*. Ljubljana: Ljubljanska borza d.d.
58. Ljubljanska borza d.d. (2013d). *Seznam vrednostnih papirjev*. Najdeno junija 2013 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=7017>
59. Ljubljanska borza d.d. (2013e). *Statistična poročila*. Najdeno od januarja do septembra 2013 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1595>
60. Ljubljanska borza d.d. (2013f). *Tečajnica*. Najdeno 10. Avgusta 2013 na spletni strani <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=8230>
61. Mastnak, S. (2010a, 20. januar). Zadnji vlak za slovenski kapitalski trg. *Finance*. Najdeno 9. julija 2012 na spletnem naslovu http://www.finance.si/269196/Zadnji_vlak_za_slovenski_kapitalski_trg
62. Mastnak, S. (2010b). *Gospodarsko-finančna kriza in možnosti za financiranje gospodarskih družb preko trga kapitala*. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
63. MSCI. (2013). *Index Fact Sheets*. Najdeno 2. avgusta 2013 na spletnem naslovu http://www.msci.com/resources/factsheets/index_fact_sheet/msci-world-index.pdf
64. Nova kreditna banka Maribor d.d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Maribor: Nova kreditna banka Maribor.
65. Omay, N. C. & Karadagli, E. C. (2010). *Testing Weak Form Market Efficiency for Emerging Economies: A Nonlinear Approach*. Ankara: Çankaya University Department of Economics.
66. Pistor, K., Raiser, M. & Gelfer, S. (2000). Law and finance in transition economies. *Economics of Transition*, 8(2), 325-368.
67. Pojasnilo 1 k SRS 3 – oslabitev finančnih naložb. *Uradni list RS* št. 126 / 2008.
68. Probanka d.d. (2012). *Letno poročilo 2011*. Maribor: Probanka d.d.
69. Probanka d.d. (2013). *Letno poročilo 2012*. Maribor: Probanka d.d.
70. Senjur, M. (2001). *Makroekonomija*. Maribor: MER Evrocenter.
71. Sidorovich, Y. (2011). Najpogostejše odkrite prevare in zlorabe pri posebnih in izrednih revizijah. *Zbornik 43. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji*. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
72. Simoneti, M. (2010). *Razvojne priložnosti trga kapitala v Sloveniji po finančni krizi: končno poročilo*. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
73. Slapničar, S. (2001). *Diskrecijska izbira pri računovodskem poročanju: empirična preverba konceptualnega modela za Slovenijo* (doktorska disertacija). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
74. Slapničar, S. (2011). Prirejanje poslovnega izida in finančnega stanja podjetja ter možnosti za preprečevanje le-tega. *Zbornik 43. simpozija o sodobnih metodah v*

- računovodstvu, financah in reviziji*. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije in Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
75. Slavova, S. (2002). *Law and Finance in Transition Economies*. Washington: The World Bank.
 76. Smith, G. (2012). The changing and relative efficiency of European emerging stock markets. *The European Journal of Finance*, 18(8), 689-708.
 77. Stumpp M. & Scott J. (1991). Does Liquidity Predict Stock Returns? *Journal of Portfolio Management*, 17(2), 35-40.
 78. Šušteršič, J. (2010). *Slovenski razvojni model in nerazvitost trga kapitala*. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
 79. Uredba komisije (ES) št. 1287/2006 z dne 10. avgusta 2006 o izvajanju Direktive 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z obveznostmi vodenja evidenc za investicijske družbe, poročanjem o transakcijah, tržno preglednostjo, sprejemanjem finančnih instrumentov v trgovanje in pojmi opredeljenimi v navedeni direktivi. *Uradni list Evropske unije* št. L 241, zvezek 49.
 80. Vehovec, R. (2010). *Vloga bank na kapitalskem trgu v Sloveniji* (diplomsko delo). Ljubljana: Univerza v Ljubljani, Pravna fakulteta.
 81. Vidic, M. (2002). *Analiza slovenskega trga vrednostnih papirjev* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 82. Yalcin, Y. & Yucel E. M. (2006). The Day-of-the-Week effect on stock market volatility and return: evidence from emerging markets. *Finance a úvěr – Czech Journal of Economics and Finance*, 56(5-6), 258-279.
 83. The World Bank. (2013). *Indicators*. Najdeno 26. julija 2013 na spletnem naslovu <http://data.worldbank.org/indicator>
 84. World Federation of Exchanges.(2013). *Statistics*. Najdeno 6. Junija 2013 na spletnem naslovu <http://www.world-exchanges.org/statistics>
 85. Zakon o dohodnini. *Uradni list RS* št. 117 / 2006.
 86. Zakon o trgu finančnih instrumentov. *Uradni list RS* št. 108 / 2010-UPB3.
 87. Zakon za uravnoteženje javnih financ. *Uradni list RS* št. 40 / 2012.
 88. Žibret Kralj, B. (2012, 5. september). Cena delnic odvisna od rezultatov in obrnjeno. *Finance*. Najdeno 5. Septembra 2012 na spletnem naslovu http://www.finance.si/cena_delnic_odvisna_od_rezultatov_in_obrnjeno_1_502464

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Seznam pogosto uporabljenih kratic.....	1
Priloga 2: Podrobni rezultati revizije kriterijev likvidnosti in razvrstitev vrednostnih papirjev v načine trgovanja, ki je zajemala obdobje od vključno 1. 9. 2011 do 29. 2. 2012, bila izvedena na dan 5. 3. 2012, v veljavo pa stopila 2.4.2012	2
Priloga 3: Standardne tržne velikosti v EUR	3
Priloga 4: Gibanje SBI TOP – slovenski blue-chip indeks	3
Priloga 5: Promet z vrednostnimi papirji v letu 2012 na LJSE	4
Priloga 6: Gibanje cen kotirajočih delnic v prvi kotaciji LJSE od 31.12.2009 do 30.6.2012 (v EUR).....	5
Priloga 7: Primerjava zaključnega tečaja kotirajočih delnic s knjigovodsko vrednostjo	6

PRILOGE

Priloga 1: Seznam pogosto uporabljenih kratic

ATVP - Agencija za trg vrednostnih papirjev

BDP – Bruto družbeni proizvod

FASB - US Financial Accounting Standards Board

IASB - International Accounting Standards Board

IPO – Initial public offering

LJSE - Ljubljanska borza d.d.

MRS – Mednarodni računovodski standardi

MSRP – Mednarodni standardi računovodskega poročanja

OTC – Over-the-counter

SEO – seasoned equity offering

SIR – Slovenski inštitut za revizijo

U.S. GAAP - United States generally accepted accounting principles

Priloga 2: Podrobni rezultati revizije kriterijev likvidnosti in razvrstitev vrednostnih papirjev v načine trgovanja, ki je zajemala obdobje od vključno 1. 9. 2011 do 29. 2. 2012, bila izvedena na dan 5. 3. 2012, v veljavo pa stopila 2.4.2012

Tabela: Podrobni rezultati revizije kriterijev likvidnosti in razvrstitev vrednostnih papirjev v načine trgovanja

IZDAJATELJ	OZNAKA	CGT	POVPR. ŠT. POSLOV	POVPR. VR. OBSEG PROMETA	TRGOVALNI NAČIN - IZPOLNJEVANJE KRITEK	TRGOVALNI NAČIN - VELJAVNA UREDITEV V SKLADU S POSEBNIM UKREPOM
REDNE DELNICE - PRVA KOTACIJA						
GORENJE	GRVG	2.204	21	19.670	NEPREKINJENO	NEPREKINJENO
INTEREUROPA	IEKG	/	5	1.500	AVKCIJA	NEPREKINJENO
NOVA KREDITNA BANKA MARIBOR	KBMR	4.135	18	14.360	NEPREKINJENO	NEPREKINJENO
KRKA	KRKG	759	89	433.495	NEPREKINJENO	NEPREKINJENO
LUKA KOPER	LKPG	2.501	11	14.197	AVKCIJA	NEPREKINJENO
MERCATOR	MELR	429	22	300.582	NEPREKINJENO	NEPREKINJENO
PETROL	PETG	917	19	43.117	NEPREKINJENO	NEPREKINJENO
TELEKOM SLOVENIJE	TLSG	724	11	50.872	NEPREKINJENO	NEPREKINJENO
ZAVAROVALNICA TRIGLAV	ZVTG	1.213	10	20.898	AVKCIJA	NEPREKINJENO
REDNE DELNICE - STANDARDNA KOTACIJA						
ABANKA	ABKN	/	1	463	AVKCIJA	NEPREKINJENO
AERODROM LJUBLJANA	AELG	/	5	2.686	AVKCIJA	NEPREKINJENO
DELO PRODAJA	DPRG	/	0	76	AVKCIJA	AVKCIJA
ETOL	ETOG	/	3	5.747	AVKCIJA	AVKCIJA
ISKRA AVTOELEKTRIKA	IALG	/	0	772	AVKCIJA	NEPREKINJENO
ISTRABENZ	ITBG	/	2	256	AVKCIJA	AVKCIJA
MLINOTEST	MAJG	/	0	203	AVKCIJA	AVKCIJA
KOMPAS MTS	MTSG	/	0	1	AVKCIJA	AVKCIJA
NIKA	NIKN	/	0	10	AVKCIJA	AVKCIJA
PIVOVARNA LAŠKO	PILR	5.392	4	4.043	AVKCIJA	NEPREKINJENO
POZAVAROVALNICA SAVA	POSR	/	4	9.227	AVKCIJA	NEPREKINJENO
SALUS, LJUBLJANA	SALR	/	1	1.244	AVKCIJA	NEPREKINJENO
SAVA	SAVA	/	5	1.850	AVKCIJA	NEPREKINJENO
TERME ČATEŽ	TCRG	/	0	1.056	AVKCIJA	AVKCIJA
UNIOR	UKIG	/	0	192	AVKCIJA	NEPREKINJENO
ŽITO	ZTOG	/	2	1.779	AVKCIJA	AVKCIJA
PREDNOSTNE DELNICE - STANDARDNA KOTACIJA						
PROBANKA	PRBP	/	0	14	AVKCIJA	AVKCIJA
REDNE DELNICE - VSTOPNA KOTACIJA						
AGROGORICA	AGOG	/	0	1	AVKCIJA	AVKCIJA
ALPETOUR POTOVALNA AGENCIJA	APAG	/	1	1.225	AVKCIJA	AVKCIJA
CETIS	CETG	/	0	98	AVKCIJA	AVKCIJA
CINKARNA CELJE	CICG	/	1	29.604	AVKCIJA	AVKCIJA
DATALAB TEHNOLOGIJE	DATR	/	0	200	AVKCIJA	AVKCIJA
GRAND HOTEL UNION	GHUG	/	0	58	AVKCIJA	AVKCIJA
GEA	GSBG	/	0	712	AVKCIJA	AVKCIJA
HELIOS	HDOG	1.195	2	9.519	AVKCIJA	NEPREKINJENO
ELMO	IELG	/	0	404	AVKCIJA	AVKCIJA
INLES	IHPG	/	0	5	AVKCIJA	AVKCIJA
INTERTRADE ITA	INRG	/	0	0	AVKCIJA	AVKCIJA
JAVOR PIVKA	JPIG	/	0	148	AVKCIJA	AVKCIJA
JUTEKS	JTKG	/	0	739	AVKCIJA	AVKCIJA
KD GROUP	KDHR	/	12	7.617	AVKCIJA	NEPREKINJENO
KS NALOŽBE	KSFR	/	1	25	AVKCIJA	AVKCIJA
MAKSIMA HOLDING	MAHR	/	0	1	AVKCIJA	AVKCIJA
MAKSIMA INVEST	MKIR	/	1	11	AVKCIJA	AVKCIJA
MELAMIN	MKOG	/	0	68	AVKCIJA	AVKCIJA
MODRA LINIJA HOLDING	MLHR	/	2	798	AVKCIJA	AVKCIJA
MP NALOŽBE	MPLR	/	0	0	AVKCIJA	AVKCIJA
MERCATA	MR0R	/	1	141	AVKCIJA	AVKCIJA
M1	MR1R	/	1	148	AVKCIJA	AVKCIJA
NAMA	NALN	/	0	115	AVKCIJA	AVKCIJA
NFD HOLDING	NF2R	/	2	59	AVKCIJA	AVKCIJA
PLAMA PUR	POPG	/	2	6.862	AVKCIJA	AVKCIJA
ZDRAVILISČE ROGASKA	RGZR	/	0	0	AVKCIJA	AVKCIJA
SIVENT	SING	/	1	2	AVKCIJA	AVKCIJA
KD	SKDR	/	0	13.551	AVKCIJA	AVKCIJA
SLOVENIJALES	SLLG	/	2	1.074	AVKCIJA	AVKCIJA
ALTA SKUPINA	SMPR	/	0	0	AVKCIJA	AVKCIJA
HRAM HOLDING	ST1R	/	0	82	AVKCIJA	AVKCIJA
TEKSTINA	TEAG	/	0	0	AVKCIJA	AVKCIJA
TRDNJAVA I HOLDING	TR1R	/	0	1	AVKCIJA	AVKCIJA
TRIGLAV NALOŽBE	TRSG	/	0	0	AVKCIJA	AVKCIJA
VIPA HOLDING	VHDR	/	1	17	AVKCIJA	AVKCIJA
VELANA	VLJG	/	0	13	AVKCIJA	AVKCIJA
TERME DOBRNA	ZDDG	/	0	5	AVKCIJA	AVKCIJA
ZVON ENA HOLDING	ZVHR	/	0	1	AVKCIJA	AVKCIJA
PREDNOSTNE DELNICE - VSTOPNA KOTACIJA						
KD GROUP	KDHP	/	2	290	AVKCIJA	AVKCIJA
PRVA GROUP	PPDP	/	0	7	AVKCIJA	AVKCIJA
ZDRAVILISČE ROGASKA	RGZP	/	0	0	AVKCIJA	AVKCIJA

Vir: Ljubljanska borza, Kriteriji likvidnosti, 2012d.

Priloga 3: Standardne tržne velikosti v EUR

Tabela: Standardne tržne velikosti v EUR

Razred glede na povprečno vrednost transakcij (AVT)	AVT < 10.000	10.000 ≤ AVT < 20.000	20.000 ≤ AVT < 30.000	30.000 ≤ AVT < 40.000	40.000 ≤ AVT < 50.000	50.000 ≤ AVT < 70.000	70.000 ≤ AVT < 90.000	itd.
Standardna tržna velikost	7.500	15.000	25.000	35.000	45.000	60.000	80.000	itd.

Vir: Uredba komisije (ES) št. 1287/2006, Uradni list Evropske unije.

Priloga 4: Gibanje SBI TOP – slovenski blue-chip indeks

Tabela: Gibanje SBI TOP v obdobju od 2003 do 2012

	Najvišja vrednost	Datum	Najnižja vrednost	Datum	Zaključna vrednost	Donosnost
2003	730,49	4.12.2003	534,14	8.7.2003	707,94	n.p.
2004	946,60	25.11.2004	706,53	5.1.2004	915,40	29,30%
2005	960,74	8.12.2005	817,33	1.7.2005	941,02	2,80%
2006	1.506,88	18.12.2006	940,16	3.1.2006	1.473,33	56,57%
2007	2.674,69	31.8.2007	1.501,26	3.1.2007	2.518,92	70,97%
2008	2.520,56	4.1.2008	801,65	23.12.2008	854,26	-66,09%
2009	1.127,23	16.10.2009	807,93	10.3.2009	982,67	15,03%
2010	1.020,62	5.1.2010	806,42	5.10.2010	850,35	-13,47%
2011	852,44	25.3.2011	569,12	23.12.2011	589,58	-30,67%
2012	639,03	27.12.2012	501,27	24.8.2012	635,51	7,79%

Vir: Ljubljanska borza, Letna statistika Ljubljanske borze Leto 2012, 2013a, stran 1.

Priloga 5: Promet z vrednostnimi papirji v letu 2012 na LJSE

Tabela: Promet z vrednostnimi papirji v letu 2012 na LJSE

Izdaja	Borzni promet (v EUR)	Navadni promet (v EUR)	Promet s svežnji (v EUR)	Delež v skupnem prometu	Delež v prometu z delnicami / obveznicami / s skladi / komercialnimi zapisi / zakladnih menic	Količina	Št. poslov
Trg delnic - prva kotacija - SKUPAJ	270.961.242	212.067.398	58.893.844	75,19%	89,47%	11.163.359	42.546
KRKA	141.102.162	116.909.269	24.192.893	39,15%	46,59%	3.008.683	18.134
MERCATOR	44.140.777	28.945.081	15.195.697	12,25%	14,57%	366.736	2.673
PETROL	25.503.854	17.030.243	8.473.611	7,08%	8,42%	135.173	3.632
TELEKOM SLOVENIJE	21.264.882	19.113.717	2.151.165	5,90%	7,02%	293.588	3.060
ZAVAROVALNICA TRIGLAV	20.584.792	15.048.946	5.535.846	5,71%	6,80%	1.512.350	3.236
GORENJE	5.804.880	4.663.177	1.141.703	1,61%	1,92%	1.243.962	3.060
NOVA KBM	5.696.406	4.586.466	1.109.941	1,58%	1,88%	3.246.787	5.035
LUKA KOPER	3.412.184	3.412.184	-	0,95%	1,13%	426.086	2.173
POZAVAROVALNICA SAVA*	3.227.869	2.134.878	1.092.990	0,90%	1,07%	536.607	689
INTEREUROPA	223.437	223.437	-	0,06%	0,07%	393.387	854
Trg delnic - standardna kotacija - SKUPAJ	16.145.905	9.525.666	6.620.239	4,48%	5,33%	849.549	4.593
Redne delnice	16.143.337	9.523.098	6.620.239	4,48%	5,33%	849.104	4.576
ETOL	6.015.855	800.866	5.214.989	1,67%	1,99%	43.558	388
ISKRA AVTOELEKTRIKA - LETRIKA	4.733.541	4.353.031	380.510	1,31%	1,56%	312.604	146
AERODROM LJUBLJANA	1.322.747	800.746	522.001	0,37%	0,44%	115.635	1.023
PIVOVARNA LAŠKO	986.269	986.269	-	0,27%	0,33%	142.793	942
SALUS	966.225	694.305	271.920	0,27%	0,32%	4.841	261
ZITO	862.584	862.584	-	0,24%	0,28%	14.414	453
SAVA	844.618	613.798	230.820	0,23%	0,28%	140.684	692
TERME ČATEŽ	272.663	272.663	-	0,08%	0,09%	1.533	64
ISTRABENZ	38.004	38.004	-	0,01%	0,01%	48.070	424
UNIOR	35.334	35.334	-	0,01%	0,01%	7.875	68
ABANKA	30.611	30.611	-	0,01%	0,01%	5.768	80
MLINOTEST	29.691	29.691	-	0,01%	0,01%	11.010	11
NIKA	4.163	4.163	-	0,00%	0,00%	188	14
KOMPAS MTS	588	588	-	0,00%	0,00%	109	6
DELO PRODAJA	444	444	-	0,00%	0,00%	22	4
Prednostne delnice	2.567	2.567	-	0,00%	0,00%	445	17
PROBANKA	2.567	2.567	-	0,00%	0,00%	445	17
Trg delnic - vstopna kotacija - SKUPAJ	15.759.050	14.890.929	868.121	4,37%	5,20%	7.044.730	5.799
Redne delnice	15.731.988	14.863.867	868.121	4,37%	5,19%	7.039.536	5.467
CINKARNA CELJE	6.659.803	6.055.657	604.146	1,85%	2,20%	80.476	526
HELIOS	2.192.395	1.928.420	263.975	0,61%	0,72%	4.886	381
PLAMA PUR	1.985.727	1.985.727	-	0,55%	0,66%	116.819	43
SLOVENIJALES	1.172.818	1.172.818	-	0,33%	0,39%	13.717	649
KD GROUP	1.012.056	1.012.056	-	0,28%	0,33%	28.704	1.792
AGROGORICA	643.356	643.356	-	0,18%	0,21%	108.127	30
JUTEKS	566.424	566.424	-	0,16%	0,19%	17.085	269
NFD HOLDING	400.246	400.246	-	0,11%	0,13%	6.290.533	329
KD	205.543	205.543	-	0,06%	0,07%	611	55
GEA	191.981	191.981	-	0,05%	0,06%	28.914	33
ALPETOURLPOTOVALNA AGENCIJA	166.434	166.434	-	0,05%	0,05%	15.195	97
MODRA LINIJA HOLDING	159.797	159.797	-	0,04%	0,05%	21.298	322
MELAMIN	104.568	104.568	-	0,03%	0,03%	5.805	26
DATALAB TEHNOLOGIJE	89.997	89.997	-	0,02%	0,03%	75.370	40
CETIS	34.483	34.483	-	0,01%	0,01%	1.365	83
INLES	19.040	19.040	-	0,01%	0,01%	5.129	21
JAVOR PIVKA	17.388	17.388	-	0,00%	0,01%	113.691	16
MI	16.376	16.376	-	0,00%	0,01%	13.388	125
ALTA SKUPINA	14.630	14.630	-	0,00%	0,00%	5.225	1
GRAND HOTEL UNION	14.405	14.405	-	0,00%	0,00%	2.152	47
MP NALOŽBE	12.588	12.588	-	0,00%	0,00%	5.235	6
MERCATA	9.169	9.169	-	0,00%	0,00%	10.647	55
HRAM HOLDING	9.157	9.157	-	0,00%	0,00%	13.874	40
TERME DOBRNA	8.205	8.205	-	0,00%	0,00%	1.475	15
VELANA	7.748	7.748	-	0,00%	0,00%	6.804	18
NAMA	6.084	6.084	-	0,00%	0,00%	241	7
KSNALOŽBE	5.837	5.837	-	0,00%	0,00%	14.585	148
VIPA HOLDING	2.532	2.532	-	0,00%	0,00%	9.917	84
ELMO	1.225	1.225	-	0,00%	0,00%	350	4
TRDNJAVA I HOLDING	1.075	1.075	-	0,00%	0,00%	2.340	35
MAKSIMA INVEST	562	562	-	0,00%	0,00%	7.194	28
SIVENT	150	150	-	0,00%	0,00%	1.326	63
TEKSTINA	121	121	-	0,00%	0,00%	2.011	4
MAKSIMA HOLDING	66	66	-	0,00%	0,00%	9.393	65
ZVON ENA HOLDING	6	6	-	0,00%	0,00%	5.654	10
INTERTRADE ITA	-	-	-	0,00%	0,00%	-	-
ZDRAVILIŠČE ROGAŠKA	-	-	-	0,00%	0,00%	-	-
TRIGLAV NALOŽBE	-	-	-	0,00%	0,00%	-	-
ZVON DVA HOLDING	-	-	-	0,00%	0,00%	-	-
Prednostne delnice	27.062	27.062	-	0,01%	0,01%	5.194	332
KD GROUP	26.887	26.887	-	0,01%	0,01%	5.187	331
PRVA GROUP	175	175	-	0,00%	0,00%	7	1
ZDRAVILIŠČE ROGAŠKA	-	-	-	0,00%	0,00%	-	-
Trg obveznic - SKUPAJ	55.393.336	35.507.008	19.886.328	15,37%	100,00%	1.100.662	1.929
Trg strukturiranih produktov - investicijski kuponi	1.791.056	1.791.056	-	0,50%	100,00%	2.820.669	1.734
Trg obveznic - komercialni zapisi	269.870	269.870	-	0,07%	100,00%	78	15
Trg obveznic - zakladne menice	67.391	67.391	-	0,02%	100,00%	70	4
SKUPAJ promet na LJSE	360.387.850	274.119.318	86.268.532	100,00%	100,00%	22.978.517	56.620

Vir: Ljubljanska borza, Letna statistika Ljubljanske borze Leto 2012, 2013a, stran 5-8.

Priloga 6: Gibanje cen kotirajočih delnic v prvi kotaciji LJSE od 31.12.2009 do 30.6.2012 (v EUR)

Tabela: Gibanje cen kotirajočih delnic v prvi kotaciji LJSE od 31.12.2009 do 30.6.2012 (v EUR)

	31.12.2009	31.3.2010	30.6.2010	30.9.2010	31.12.2010	31.3.2011	30.6.2011	30.9.2011	31.12.2011	31.3.2012	30.6.2012	30.9.2012	31.12.2012	31.3.2013	30.6.2013
GORENJE	12,4	13,7	12,7	13,0	13,5	12,0	9,2	5,9	5,0	6,0	5,0	4,6	3,8	4,5	4,0
INTEREUROPA	5,7	4,4	4,0	3,7	3,9	3,0	1,8	1,1	0,4	0,7	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5
KRKA	64,0	72,4	65,5	63,5	63,0	60,0	60,0	51,4	52,9	50,1	42,0	49,8	50,0	46,4	51,0
LUKA KOPER	23,8	22,0	18,1	16,2	17,8	14,0	12,6	9,4	7,1	10,0	8,3	8,5	8,0	8,6	9,0
MERCATOR	153,2	157,7	158,4	150,7	157,7	175,0	160,6	163,0	147,0	137,0	123,0	111,9	114,0	113,1	105,0
NOVA KBM	11,4	11,5	11,2	10,4	10,2	10,2	6,8	4,5	3,2	3,5	2,0	1,2	1,3	0,7	0,5
PETROL	321,7	299,0	267,8	250,9	272,0	253,5	225,0	156,7	155,1	174,0	167,1	216,0	236,4	215,3	210,0
POZAVAROVALNICA SAVA**											5,5	5,8	7,1	7,2	7,5
TELEKOM SLOVENIJE	134,7	123,8	98,7	89,7	86,0	81,0	70,0	61,5	63,0	69,1	61,0	76,5	95,6	83,0	104,0
ZAVAROVALNICA TRIGLAV*									10,0	14,0	11,9	14,4	16,5	17,0	17,8

Legenda: * ZVTG (Zavarovalnica Triglav) od 5.12.2011 v prvi kotaciji;

** POSR (Pozavarovalnica Sava) od aprila 2012 v prvi kotaciji.

Vir: Ljubljanska borza, Statistična poročila, 2013e.

Priloga 7: Primerjava zaključnega tečaja kotirajočih delnic s knjigovodsko vrednostjo

Tabela: Primerjava zaključnega tečaja kotirajočih delnic s knjigovodsko vrednostjo na 31.12.2012

Vrednostni papir	Izdajatelj	ISIN koda	Zaključni tečaj 28.12.2012	Knjigovodska vrednost delnice na 31.12.2012
Trg delnic - Prva kotacija				
GRVG	GORENJE	SI0031104076	3,79	24,84
IEKG	INTEREUROPA	SI0031100090	0,55	3,67
KBMR	NOVA KBM	SI0021104052	1,3	4,92
KRKG	KRKA	SI0031102120	50	35,02
LKPG	LUKA KOPER	SI0031101346	7,95	16,81
MELR	MERCATOR	SI0031100082	114	198,82
PETG	PETROL	SI0031102153	236,4	194,74
POSR	POZAVAROVALNICA SAVA	SI0021110513	7,12	18,67
TLSG	TELEKOM SLOVENIJE	SI0031104290	95,55	127,84
ZVTG	ZAVAROVALNICA TRIGLAV	SI0021111651	16,5	22,23
Trg delnic - Standardna kotacija				
ABKN	ABANKA	SI0021108608	4,01	23,44
AELG	AERODROM LJUBLJANA	SI0031103276	12	32,78
DPRG	DELO PRODAJA	SI0031107079	19,99	66,79
IALG	LETRIKA	SI0031107046	17,5	23,38
ITBG	ISTRABENZ	SI0031102070	0,5	-14,12
MAJG	MLINOTEST	SI0031108200	2,7	8,93
MTSG	KOMPAS MTS	SI0031103706	4,7	84,1
NIKN	NIKA	SI0031100793	24,5	12,47
PILR	PIVOVARNA LAŠKO	SI0031107418	6,99	10,46
PRBP	PROBANKA	SI0021200405	3,599	12,125
SALR	SALUS	SI0031110453	175	454,89
SAVA	SAVA	SI0031108457	3,4	32,9
TCRG	TERME ČATEŽ	SI0031100637	177	144,97
UKIG	UNIOR	SI0031108994	3,56	37,75
ZTOG	ŽITO	SI0031108440	58,01	196,02
Trg delnic - Vstopna kotacija				
AGOG	AG	SI0031110743	5,95	6,19
APAG	ALPETOURL POTOVALNA AGENCIJA	SI0031109893	12	38,62
CETG	CETIS	SI0031100843	21,8	148,68
CICG	CINKARNA CELJE	SI0031103805	79	163,7
DATR	DATALAB TEHNOLOGIJE	SI0031114513	1,2	2,17
GHUG	GRAND HOTEL UNION	SI0031108655	6,12	19,53
GSBG	GEA tovarna olja	SI0031101296	6,7	12,13
HDOG	HELIOS	SI0031101148	505	488,96
IELG	ELMO	SI0031110263	3,49	5,85
IHPG	INLES	SI0031107459	3,8	11,83
INRG	INTERTRADE ITA	SI0031103334	40	238,51
JPIG	JAVOR PIVKA	SI0031109109	0,17	družba v likvidaciji
JTKG	JUTEKS	SI0031107863	45	ni podatka
KDHP	KD GROUP	SI0031200502	5,9	35,76
KDHR	KD GROUP	SI0031110461	33	35,76
KSFR	KS NALOŽBE	SI0021113855	0,23	7,16
MAHR	MAKSIMA HOLDING	SI0021111511	0,002	0,55
MKOG	MELAMIN	SI0031101304	15,9	40,01
MLHR	MODRA LINJA HOLDING	SI0021110588	7,7	ni revidiranega podatka
MR0R	MERCATA	SI0021111990	0,2	-3,2789
MR1R	M1	SI0021113111	1	4,172
NALN	NAMA	SI0031102690	25	11
NF2R	NFD HOLDING	SI0021112006	0,06	0,04
POPG	PLAMA PUR	SI0031108226	17	28,3
RGZP	ZDRA VILIŠČE ROGAŠKA	SI0031200791		231,96
SING	SIVENT	SI0021111396	0,111	3,48
SLLG	SLOVENIJALES	SI0031100405	115	ni revidiranega podatka
SMPR	ALTA SKUPINA	SI0021115223	2,8	1
ST1R	HRAM HOLDING	SI0021112105	0,66	3,16
TEAG	TEKSTINA	SI0031102211	0,001	1,31
TR1R	TRDNJAVA I HOLDING	SI0021112204	0,69	ni revidiranega podatka
TRSG	TRIGLAV NALOŽBE	SI0021112238	1,58	1,39
VHDR	VIPA HOLDING	SI0021111313	0,19	ni podatka, družba v likvidaciji
VLJG	VELANA	SI0031100694	1,5	3,73
ZDDG	TERME DOBRNA	SI0031105396	5,78	21,5

Vir: Ljubljanska borza, Tečajnica, 2013f; Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve, Javna objava letnih poročil, 2013.