

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

FINANČNI SISTEM IN GLOBALNO USMERJENO PODJETJE V SLOVENIJI

Ljubljana, december 2003

MARTA STRGAR

IZJAVA

Študentka Marta Strgar izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof.dr. Ivana Ribnikarja in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 3.12. 2003

Marta Strgar

KAZALO

1	UVOD	1
2	CENTRALNA BANKA IN NJENA POLITIKA	3
2.1	Centralna banka	3
2.2	Naloge centralne banke	4
2.3	Neodvisnost centralne banke	5
2.4	Denarna politika centralne banke	7
2.4.1	Denarni agregati	7
2.4.2	Od bližnjega cilja do končnega cilja denarne politike	8
2.4.3	Transmisijski mehanizem	10
2.4.3.1	Neposredni vpliv obrestnih mer	11
2.4.3.2	Posredni vpliv obrestnih mer preko cene domačih naložb	11
2.4.3.3	Devizni tečaj	12
2.4.3.4	Razpoložljivost kreditov	12
2.4.4	Instrumenti denarne politike	13
2.4.4.1	Strukturni položaj denarnega trga	14
2.4.4.2	Instrumenti denarne politike Banke Slovenije	16
2.5	Politika deviznega tečaja	18
2.5.1	Plačilna bilanca	18
2.5.2	Sistem deviznega tečaja	20
2.5.3	Vodenje politike deviznega tečaja	21
2.6	Banka Slovenije in njena politika v letih 2002 in 2003	22
3	DENARNI TRG IN NJEGOV POMEN ZA PODJETJE	25
3.1	Osnovne značilnosti denarnega trga	25
3.1.1	Opredelitev denarnega trga	25
3.1.2	Predmet trgovanja na denarnem trgu in funkcija denarnega trga	26
3.2	Pojavne oblike denarnega trga	27
3.2.1	Denarni trg v najožjem pomenu	27
3.2.1.1	Osnovni koncept delovanja	27
3.2.1.2	Najpogostejše skupine instrumentov, s katerimi centralna banka posega na denarni trg	29
3.2.2	Medbančni denarni trg	33
3.2.2.1	Splošno o medbančnem trgu	33
3.2.2.2	Funkcija in učinkovitost medbančnega trga	34
3.3	Denarni trg v Sloveniji	37
3.3.1	Segmenti slovenskega denarnega trga	37
3.3.1.1	Banka Slovenije v vlogi centralnomonetarne institucije	37
3.3.1.2	Ministrstvo za finance in izdajanje kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev	39
3.3.1.3	Medbančni denarni trg	42
3.3.2	Obrestne mere slovenskega denarnega trga	43
3.4	Delovanje denarnega trga v Sloveniji v letih 2002 in 2003	46
3.4.1	Banka Slovenije	46
3.4.2	Medbančni depozitni trg	47
3.4.3	Trg valutnih zamenjav	49
3.4.4	Trg zakladnih menic	50

4	TRG KAPITALA IN NJEGOV VPLIV NA PODJETJE	54
4.1	Osnovne značilnosti trga kapitala.....	54
4.1.1	Opredelitev trga kapitala	54
4.1.2	Delitev trga kapitala	54
4.1.3	Vloga in učinkovitost trga kapitala	55
4.2	Teoretična izhodišča trga kapitala.....	57
4.2.1	Trg vrednostnih papirjev	57
4.2.1.1	Trg obveznic	59
4.2.1.2	Trg delnic	61
4.2.2	Primarni trg vrednostnih papirjev.....	63
4.2.3	Sekundarni trg vrednostnih papirjev	66
4.3	Vpliv trga kapitala na financiranje podjetij.....	69
4.3.1	Viri financiranja podjetja.....	69
4.3.2	Financiranje podjetij prek trga kapitala.....	70
4.3.2.1	Splošno o financiranju.....	70
4.3.2.2	Financiranje podjetja z lastniškim kapitalom.....	71
4.3.2.3	Financiranje podjetja z dolžniškim kapitalom.....	72
4.4	Trg kapitala v Sloveniji v letih 2002 in 2003	73
4.4.1	Primarni trg vrednostnih papirjev.....	73
4.4.2	Klirinško depotna družba	74
4.4.3	Ljubljanska borza vrednostnih papirjev	75
5	PODJETJE V FINANČNEM SISTEMU – PRIMER PODJETJA KRKA D.D. NOVO MESTO.....	79
5.1	Globalno v primerjavi z domačim podjetjem.....	80
5.2	Globalno usmerjeno podjetje Krka d.d. Novo mesto	82
5.2.1	Obvladovanje tveganja sprememb deviznega tečaja.....	82
5.2.2	Krka in denarni trg	84
5.2.3	Krka in kapitalski trg.....	84
5.3	Predstavitev hipotetičnega modela financiranja Krke d.d. z dolžniškim kapitalom in določanja vrednosti podjetja.....	88
6	SKLEP.....	95
7	LITERATURA IN VIRI.....	97
7.1	Literatura	97
7.2	Viri.....	100

1 UVOD

V pričujočem delu proučujemo finančni sistem v Sloveniji, gledano skozi delovanje centralne banke, denarnega trga in kapitalskega trga, ter njegov pomen za globalno usmerjeno podjetje v Sloveniji. Brez temeljitega poznavanja denarne politike, politike deviznega tečaja, pa tudi fiskalne politike je namreč nemogoče doseči visok nivo finančne discipline, ki jo zahteva udeležba na globalnem tržišču.

Vse globalnejša svetovna ekonomija tako za države kot za vse druge tržne udeležence pomeni nove izzive, a hkrati tudi grožnje. Finance postajajo vse manj represivne, dogaja se finančno poglobljanje in finančna liberalizacija. Globalizacija prinaša nove možnosti za nacionalna gospodarstva predvsem v obliki prostega pretoka kapitala, ki pa ob hkratni nerazvitosti domačih finančnih trgov lahko predstavlja grožnjo za finančno krizo oziroma, ožje gledano, za valutno krizo.

Udeleženci na trgu si sicer želijo v uspešnejših časih sami uživati sadove svojih aktivnosti, v krizah in katastrofah pa se zavedajo, da lahko preživijo le s pomočjo države oziroma širše solidarnosti. Država je tako odgovorna, da skrbi za čim večjo stabilnost finančnega sistema, saj bi njegova nestabilnost lahko zamajala celotno makroekonomsko stabilnost.

Podjetja so v svojem delovanju nehote, pa vendarle vseskozi vpeta v delovanje določenega finančnega sistema. V mislih imamo vpliv finančnega sistema na finančno oziroma natančneje na kapitalsko strukturo podjetja. Struktura kapitala je namreč komponenta, ki podjetju najprej zagotavlja ustrezno podlago za samo delovanje (kapitalska ustreznost, kapital je jamstvena substanca), po drugi strani pa se skozi njo odraža vrednost podjetja oziroma vrednost delnice. Vemo namreč, da je vrednost podjetja največja takrat, kadar so stroški strukture kapitala (lastni kapital povečan za delež dolgoročnega dolga v strukturi kapitala) najnižji.

Rezultati gibanja makroekonomskih spremenljivk (na primer inflacije) se odražajo na finančnem sistemu skozi obrestne mere, devizni tečaj, davčno stopnjo ... V končni fazi so vidni v različni donosnosti (ceni) posameznih finančnih instrumentov, po katerih povprašujejo podjetja na finančnem trgu. Če upoštevamo, da cena instrumentov finančnega trga vpliva na sestavo kapitala podjetja, smo tako sklenili krog. Povzemimo ga še enkrat: država vodi makroekonomsko politiko, katere del je tudi finančni sistem. Finančni sistem s pomočjo oblikovanja obrestnih mer in deviznih tečajev vpliva na cene instrumentov na finančnem trgu. Podjetja na tem trgu nastopajo kot povpraševalci po finančnih instrumentih z namenom, da zasnujejo ustrezno finančno oziroma kapitalsko strukturo – tako, ki bo najbližje optimalni strukturi, pri kateri je vrednost podjetja najvišja.

Farmacevtsko podjetje Krka d.d., ki jo bomo tudi vključili v nalogo, se že vseskozi sooča z globalizacijo svetovnega gospodarstva in je že do sedaj razvijalo svojo globalno usmeritev s širjenjem svojih tovarn v tujino. V prihodnosti vidi Krka d.d. kot obliko širjenja na globalnem trgu tudi možnost nakupov in prevzemov. Seveda ji to narekuje zelo skrbno financiranje ter skozi instrumentarij finančnega trga izdelati njej ustrezno kapitalsko strukturo.

Ob tem omenimo še, da Krka d.d. kot del slovenskega gospodarstva pripada tako imenovanemu bančnemu gospodarstvu. Slovensko gospodarstvo (kot tudi večina evropskega, predvsem nemško) se namreč tradicionalno financira pretežno preko bančnega

sistema oziroma finančnih institucij ter veliko manj preko kapitalskega trga, kakor je to značilno za tržna gospodarstva. To pa Krke d.d. ne sme ustaviti v proučevanju možnosti financiranja preko trga kapitala, česar se v podjetju zavedajo, zato proučujejo tudi te možnosti financiranja.

Temelječ na teh dejstvih lahko sedaj predstavimo cilj našega dela, ki pa ni enovit. Prvič: prikazati želimo temelje delovanja finančnega sistema v Sloveniji, pri čemer posebej obravnavamo centralno banko, denarni trg in kapitalski trg, in sicer tako teoretično kot z analizo njihovega delovanja. Drugič: opozoriti želimo na dejavnike, ki vplivajo na financiranje podjetij, kot so: makroekonomska nestabilnost, asimetrija v informacijah, moralno hazardiranje, ... Tretjič: z uporabo hipotetičnega modela, temelječega na podatkih iz konkretnega podjetja, poskušamo ugotoviti (s pomočjo spremenljivk finančnega sistema, kot so: obrestne mere, tveganja in davčna stopnja) optimalno strukturo kapitala in vrednost podjetja pri tej strukturi.

Na podlagi tako oblikovanega (večplastnega) cilja podajamo osnovno *hipotezo*, da finančni sistem, znotraj katerega deluje podjetje, signifikantno vpliva na njegov bistven cilj poslovanja, to je na maksimiziranje vrednosti podjetja.

Magistrsko delo je razdeljeno na šest poglavij. Uvodu sledi poglavje o centralni banki. Centralna banka kot avtoritativna institucija vsakega finančnega sistema odločilno vpliva na njegovo delovanje skozi vodenje denarne politike in politike deviznega tečaja. Iz tega izhaja, da centralna banka cilja na to, da bi signalizirala referenčno obrestno mero na denarnem trgu, s politiko deviznega tečaja pa zagotovila plačilnobilančno ravnotežje oziroma zunanje ravnotežje, ki zagotavlja vzdržnost deviznega tečaja. Tretje poglavje je dalje namenjeno obravnavi denarnega trga. Pri tem izhajamo iz dejstva, da je denarni trg mesto, preko katerega centralna banka vodi svojo denarno politiko tako, da tudi sama, kot udeleženka, neposredno deluje na njem. Temu prilagaja tudi instrumentarij za vodenje svoje politike, in sicer najprej končni cilj, nato bližnje cilje in na koncu še instrumente in indikatorje. Končni rezultat in proizvod denarnega trga je ustrezna kratkoročna obrestna mera, ki je lahko dobro izhodišče tudi za spremenljive in dolgoročne obrestne mere. Teoretičnemu delu dodajamo tudi analizo tega trga v Sloveniji v preteklem in letošnjem letu.

Četrto poglavje je namenjeno obravnavi kapitalskega trga. Skozi razlago temeljnih teoretičnih konceptov delovanja tega trga in oblikovanja obrestnih mer na njem spoznamo, na kakšen način se lahko podjetja financirajo preko trga kapitala in tako opozorimo na, poleg kreditiranja, še en pomemben vir financiranja podjetja na dolgi rok. Dodajamo tudi analizo tega trga v Sloveniji za preteklo in tekoče leto.

V petem poglavju spregovorimo o globalnem podjetju (Krka d.d.) v finančnem sistemu. Tako najprej opredelimo značilnosti globalnega podjetja, nadaljujemo z obravnavo rizikov ter podamo kratko analizo vključevanja Krke d.d. na denarni in kapitalski trg. Na koncu pa s pomočjo instrumentarija, ki ga po stopnjah obravnavamo v prvih poglavjih, ter s pomočjo določenih predpostavk poskušamo določiti optimalno strukturo kapitala in vrednost podjetja pri tej strukturi s pomočjo modela CAPM.

V sklepu so predstavljeni rezultati osnovne hipoteze.

2 CENTRALNA BANKA IN NJENA POLITIKA

2.1 Centralna banka

“Centralna, osrednja (?), nacionalna ali narodna, izdajateljska ali emisijska banka (*'central bank'* angleško, *'Notenbank'*, *'Währungsbank'*, *'Zentralbank'* ali *'Zentralnotenbank'* nemško, *'banque centrale'* ali *'banque d'emission'* francosko) naj bi bila banka, ki izdaja denar” (Ribnikar, 1994, str. 225). Vendar pri tem ni edina, saj tudi poslovne banke izdajajo denar, in sicer tiste, ki sprejemajo vloge, ki jih štejemo k denarju (knjižnemu denarju), torej tiste, ki sprejemajo denarne vloge. Razlika je le v tem, da centralne banke izdajajo bankovce, medtem ko poslovne banke knjižni denar.¹

“Centralna banka je banka bank in države” (Ribnikar, 1994, str. 227). Njeni komitenti so sicer lahko tudi druge pravne osebe, na primer podjetja in posamezniki, vendar samo kot upniki na osnovi njenih bankovcev v obtoku.

Centralna banka je institucija, ki ne zasleduje profitnega motiva, temveč narodno gospodarske interese. Tako skrbi za pravilno količino denarja v obtoku, za zunanjo likvidnost v plačilih s tujino in nenazadnje, da država kot oblastna institucija ne postane nelikvidna pri poravnavanju svojih obveznosti podjetjem in posameznikom v državi (Slabe, 1993, str 7). Nekateri pa so mnenja, da je centralna banka državna agencija, ki nadzoruje delovanje nacionalnega finančnega sistema in kontrolira rast količine denarja v obtoku.

Institucija centralne banke se je v državah, kjer se je najprej pojavila, razvijala postopno². Pri tem je postopno prevzemala funkcije, ki jih na splošno opravlja danes. Vendar pa nekateri avtorji menijo da to ni institucija, ki bi bila nujno potrebna. Tako na primer V.S. Smith pravi, da centralna banka ni naravni proizvod razvoja bančništva, temveč je od zunaj vsiljena in nastane zaradi tega, ker država tako želi (V.S.Smith; Ribnikar, 1994, str. 226). Denarni in bančni ureditvi s centralno banko na čelu je namreč nasprotna ureditev tako imenovanega 'svobodnega bančništva' (*free banking*), čigar značilnost je, da lahko vsaka banka izdaja denar. Izdaja denarja je ena od funkcij in je analogna dejavnosti katerega koli podjetja, na primer proizvodnji zdravil farmacevtom. C.Goodhart pa pravi, da bi tudi, če bi se zgodovinsko uveljavilo 'svobodno bančništvo' in bi vse banke lahko izdajale bankovce, potrebovali institucijo, ki bi preprečevala navale na banke, in sicer zaradi značilnosti njihovih naložb in od tod izhajajoče značilnosti sredstev, da namreč gre za vloge z nominalno trdno vrednostjo. C.Goodhart meni, da je vsaj ta funkcija centralne banke nujna, četudi sicer ne bi vodila denarne politike (C.Goodhart, Ribnikar, 1994, str. 228).

Različne države imajo različno urejen pravni status centralne banke, s katerim so povezane tudi njene javne funkcije. Centralna banka je običajno neposredno podrejena parlamentu in je ustanovljena z namenom, da bo izdajala nacionalni denar, pravno regulirala in nadzorovala nacionalni bančni sistem, varovala domačo valuto in ustvarjala pogoje za polno zaposlenost narodnega gospodarstva.

¹ Izjeme so banke (poslovne) na Škotskem in Severnem Irskem, saj tem ni prepovedano izdajati bankovcev.

² V nasprotju s tem smo Slovenci svojo prvo centralno banko dobili najprej pri sprejemu zakona o banki Slovenije 25.junija 1991 in nato 8.oktobra 1991 kot dejansko institucijo.

2.2 Naloge centralne banke

Med najpomembnejše naloge centralne banke se štejejo:

- kontrola količine denarja v obtoku
- stabilizacija trga denarja in trga kapitala
- refinanciranje bank z vlogo 'posojilodajalca' v skrajni sili
- skrb za funkcioniranje nacionalnega plačilnega sistema

Sprememba količine denarja v obtoku je tesno povezana s spremembami v gospodarski aktivnosti, zato centralna banka stalno nadzoruje količino denarja v obtoku in jo prilagaja potrebam gospodarske politike. Lahko bi rekli, da služi narodnogospodarskim ciljem. Temeljna ideja uravnavanja količine denarja v obtoku je nekoč bila, da je spreminjanje njegove količine koristno, če ustreza obsegu in smeri sprememb gospodarske aktivnosti. Danes centralne banke vodijo anticiklično monetarno politiko ali natančneje, prizadevajo si za doseganje polne zaposlenosti in stabilnosti cen z omejevanjem rasti bančnih posojil, ko je gospodarska rast prehitra, in s spodbujanjem rasti bančnih posojil, ko kaže, da se bodo gospodarska gibanja prevesila v recesijo.

Druga najpomembnejša naloga centralne banke je stabilizacija trga denarja in trga kapitala. Temeljna funkcija finančnega sistema je, da prenaša prihranke tržnih udeležencev, ki potrebujejo sredstva za investicije in gospodarsko aktivnost nasploh. Da bi finančni sistem deloval učinkovito, mora imeti javnost zaupanje v finančne institucije in jim biti pripravljena zaupati svoje prihranke. Če je finančni trg nestanovitno, z mnogimi pretresi in hitrimi spremembami obrestnih mer in tečajev vrednostnih papirjev ali če so finančne institucije nagnjene k pogostim kolapsom, javnost ne bo imela zaupanja, gospodarski subjekti si ne bodo imeli kje sposoditi denarja za svoje poslovanje, nastopili bosta gospodarska recesija in vedno večja brezposelnost. Zato vse centralne banke skrbijo za zrelost nacionalnega finančnega sistema, stabilnost nacionalnih finančnih trgov in stabilen pretok sredstev prek teh trgov. V okviru te naloge centralna banka pripomore k reševanju finančnih institucij v težavah ali celo posreduje na nacionalnem trgu denarja in kapitala.

Funkcija refinanciranja bank z vlogo 'posojilodajalca' v skrajni sili je nastala kot posledica negativnih izkušenj s panikami in navali na banke v začetku stoletja ob propadu ene od njih. Z vpeljavo te naloge imajo varčevalci zagotovilo, da bo centralna banka vedno poskrbela, da bodo svoje bančne depozite vselej lahko zamenjali za gotovino. Danes banke in dealerji za tovrstna posojila zaprosijo centralno banko tudi takrat, ko niso v tako hudih likvidnostnih težavah, da nimajo iti več nikamor.

Večina centralnih bank nadzoruje tudi plačilni promet v državi. To pomeni, da izplačujejo čeke, zagotavljajo zadostne količine bankovcev v obtoku in skrbijo za zaupanje v domačo valuto. Gladko in učinkovito funkcioniranje plačilnega sistema je pogoj za učinkovito funkcioniranje gospodarstva.

Centralna banka kot banka države lahko vodi račun državnega proračuna, na katerega odobrava zneske prejetih in bremeni zneske poslanih čekov in plačilnih nalogov (na primer Zvezne Rezerve v ZDA). V nekaterih državah centralna banka vodi tudi dražbe državnih vrednostnih papirjev in izplačuje dospele vrednostne papirje in njihove kupone.

Centralna banka pa ima tudi naloge s področja finančne statistike in obveščanja javnosti. Vsaka centralna banka ima svojo raziskovalno ekipo, ki spremlja tekoča gospodarska in finančna gibanja ter predlaga spremembe v politiki. Centralne banke izdajajo izjemno veliko statističnih publikacij, poročil in študij o finančnih trgih, količinah denarja v obtoku, obrestnih merah, obsegu in strukturi kreditov v državi in narodnogospodarskih gibanjih. Banka Slovenije ima vse te publikacije dostopne na svoji spletni strani.

2.3 Neodvisnost centralne banke

“Neodvisnost (*'independence'* angleško, *'indépenence'* francosko, *'Unabhängigkeit'* nemško) in seveda tudi odvisnost centralne banke sta novejša pojma, ki se uporabljata v zvezi s centralno banko” (Ribnikar, 2001, str. 353).

V času zlate valute je bil končni cilj denarne politike varovanje stabilnosti vrednosti denarja, centralna banka pa je vodila denarno politiko, zvečine v skladu s pravili. Ta so bila zadostno zagotovilo za doseganje končnega cilja. Za razmišljanje o tem, ali je centralna banka odvisna od izvršne oblasti ali vlade, ni bilo prostora. Tudi v času papirnate valute, ki so jo razumeli kot denarno ureditev, s katero je povezana inflacija, ni bilo prostora za idejo neodvisnosti centralne banke. Inflacija se je povezovala s papirnato valuto, ta pa je bila odraz neurejenih političnih, ekonomskih in socialnih razmer in se ni razlagala z odvisnostjo centralne banke od izvršne oblasti.

Po mnenju C.A.E. Goodharta (Ribnikar, 2001, str. 353) je do pred nekaj leti centralna banka veljala za sestavni del državne mašinerije za vodenje ekonomske politike. Izraz 'denarne oblasti' naj bi označeval skupaj centralno banko in državno zakladnico pod političnim vodstvom finančnega ministra in ministrskega predsednika.

Z izjemo centralnih bank Nemčije, ZDA in Švice, ki so že dolgo časa neodvisne, so v zadnjih letih centralne banke druga za drugo dobile zakonsko neodvisnost.³ Pomembna je tudi neodvisnost centralnih bank v novonastalih državah in državah na prehodu. Med njimi je tudi Slovenija, ki je svojo neodvisno centralno banko dobila leta 1991, kot smo že prej omenili. Sicer pa je večina držav prevzela denarno ureditev 'privlačnejših' držav, največkrat Nemčije.

Neodvisnost centralne banke naj bi prispevala k uveljavitvi verodostojnosti ali kredibilnosti centralne banke in njene denarne politike.

Kako sta povezani kredibilnost in neodvisnost? Po Ribnikarjevem mnenju naj vlada proti centralni banki ne bi imela kredibilnosti. Časovni horizont politikov naj bi bil kratek in ljudje naj na splošno ne bi zaupali politiki in politikom, saj so pri njih vedno možna presenečenja v denarni politiki zaradi nekaterih kratkoročnih koristi.⁴ Če je verodostojnost ali kredibilnost pomembna zato, da bi bila inflacija nižja, potem naj bi bila rešitev v neodvisni centralni banki. Ta naj ne bi imela skomin (kratkoročnih, kot že prej omenjeno), kakršne ima vlada. Poleg tega je ne vodijo politiki, ampak nezainteresirani tehnični

³ Razmeroma pozno sta dobili neodvisnost francoska in angleška centralna banka. Tako je angleška dobila svojo neodvisnost šele pod vodstvom ministrskega predsednika T. Blaira.

⁴ Gre namreč za to, da se vlada lahko odloči za kratkoročno špekulativno variiranje inflacije na račun večje ali manjše nezaposlenosti – predvsem manjše nezaposlenosti. S tem lahko ustvari inflacijska pričakovanja, kar potem tudi dejansko pripelje do višje inflacije.

strokovnjaki⁵. Kredibilna je torej lahko samo neodvisna centralna banka ali, drugače povedano, banka, ki nima skomin ustvarjati inflacijskih presenečenj (Ribnikar, 2001, str. 353–354).

Velja pa obravnavati še en pojem v zvezi s centralno banko. Gre namreč za odgovornost centralne banke. Ribnikar pravi, da je samo neodvisna centralna banka lahko odgovorna, ker se ne more skrivati za odločitvami vlade ali politike (Ribnikar, 2001, str. 354). Odgovorna je v formalnem smislu tistemu, ki postavlja ali voli vodstvo centralne banke. To pa je parlament ali vlada. Issing (Ribnikar, 2001, str. 355) pravi, da se mora centralna banka izogibati sporom z vlado in/ali parlamentom, saj je parlament v končni fazi tisti, ki lahko odpravi ali skrči neodvisnost centralne banke. S.Fischer dalje pravi (Ribnikar, 2001, str. 355), da mora biti centralna banka odgovorna v dveh smislih. Odgovorna mora biti, da doseže postavljene cilje ter razloži in utemelji svojo politiko parlamentu in javnosti. Vlada mora imeti priložnost zavreči odločitev centralne banke, čeprav pomeni vsaka takšna zavrnitev velik strošek za vlado. Pomembna je tudi povezanost denarne in fiskalne politike. Če je ali postane centralna banka neodvisna ter če centralna banka in vlada tekmujeta med samo, se lahko izkaže, da je bolje, če centralna banka ni neodvisna.

R.S. Kroszner pa se sprašuje širše, namreč ali je finančni sistem lahko politično neodvisen. V svoji razpravi raziskuje povezanost med politiko ter bančnim in finančnim sistemom in razlaga vplive medsebojne odvisnosti za razumevanje regulacije in reform finančnega sistema. Našteje pet teorij, ki pomagajo razumeti prepletenost interesov in pomagajo odkrivati okvire regulacije in deregulacije v bančnih in podjetniških financah. Prva teorija pravi, da gre za pristop javnega interesa, ki naj bi imel za cilj maksimizacijo vsesplošne socialne blaginje kot primarno motivacijo za regulacijo. Nasproti temu je druga, ki zagovarja pristop privatnih interesov in predvidi formiranje interesnih skupin, ki tekmujejo v lobiranju za zaščito in privilegije. Tretja teorija igra na spremembo ideologije zakonodajalcev in volilcev. Slabost: težko je predvideti, kaj je motor posamezne ideologije. Četrta govori o institucionalni strukturi tvorcev politike in njihovi zmožnosti spopada z organizacijo in učinkovitostjo posameznih interesnih skupin, ki lahko vplivajo na politične odločitve. Zadnja, peta, pa povzema 'proračunsko razmišljanje', da lahko politiki in birokrati vplivajo na regulatorje, ki generirajo sredstva za vladne operacije. Vse te teorije ali pristopi pomagajo identificirati tehnološke, legalne in ekonomske inovacije, ki so gonilna sila globalizacije v smeri finančne liberalizacije in reform v regulaciji finančnega sistema (R.S.Kroszner, 1999, 27 str.).

Na splošno se je uveljavilo mišljenje, da je lahko samo neodvisna centralna banka kredibilna in da samo centralna banka, ki je kredibilna, pomeni zaščito pred inflacijo. "Če ni neodvisna, ni verodostojna v svoji protiinflacijski politiki in zaradi inflacijske pristranosti imamo višjo inflacijo, ki ničemur ne koristi" (Ribnikar, 2001, str. 355).

Neodvisnost centralne banke pa po Ribnikarjevem mnenju ni panacea ali, kot bi lahko rekli, univerzalno zdravilo za vse bolezni in probleme. Neodvisna centralna banka kaže predvsem na urejene ekonomske, socialne in politične razmere države. V demokratičnih državah imajo ljudje takšno centralno banko in takšen denar, kakršne si želijo in/ali zaslužijo.

Banka Slovenije je formalno neodvisna že od njenega nastanka leta 1991. Deluje v skladu s prioriteta in zahtev ustrezne zakonodaje, ki ji je odgovorna (parlament) in javnosti.

⁵ Ribnikar dopušča, da so lahko taki predsodki o politikah in centralnih bankirjih tudi zmotni, kakor je zmoten vsak predsodek.

2.4 Denarna politika centralne banke

“Denarna politika (angleško *'monetary policy'*, nemško *'Geldpolitik'* in francosko *'politique monétaire'*) je v rokah centralne banke ali neposredno države in z njo ureja količino denarja v obtoku. Denar naj bi se ne mogel sam uravnati in zato ga mora urejati neka državna institucija, kot je na primer centralna banka” (Ribnikar, 1994, str. 9).

2.4.1 Denarni agregati

“Ker nas zanimajo denarni agregati (*'monetary aggregates'* angleško, *'Monetäre Aggregate'* nemško in *'agrégats monétaires'* francosko), nas zanima denar z narodnogospodarskega vidika” (Ribnikar, 2001, str.331). Zanima nas, koliko je denarja v obtoku ali kakšen je denarni obtok, kakor na primer ta agregat označuje J.Pokorn (Pokorn, 1967, str. 264).

Pri odgovoru na vprašanje, koliko je denarja v obtoku, je največja težava v tem, kaj šteti k denarju ali k agregatu denar, ne pa samo vprašanje koliko je denarja v obtoku. Vir za podatek o količini denarja v obtoku najdemo na desni strani premoženjske bilance konsolidiranega bančnega sektorja. V nadaljevanju se bo zato naše razmišljanje vrtelo pretežno okoli vprašanja, kaj štejemo k denarju.

Primarni denar se označuje s simboli, kot so M0, B ali H. Prvi agregat, ki nas sedaj zanima, je denar, in sicer denar v ožjem smislu, ki ga označujemo z M1. Obsega gotovino (bankovce in kovance zunaj bank) in knjižni denar. Ribnikar pravi, da ga od drugega finančnega premoženja in drugih denarnih agregatov loči dejstvo, da se uporablja za transakcijske namene (Ribnikar, 2001, str. 331). Premoženje v obliki denarja je absolutno likvidno, saj se lahko zamenja za katerokoli drugo premoženje. Ribnikar tu opozarja še na eno podrobnost. Tudi knjižni denar je mogoče brez stroškov ali skoraj brez njih takoj ali skoraj takoj zamenjati za denar, zato se tudi ta lahko šteje za absolutno likvidno premoženje (M1).

Rekli smo, da ima centralna banka nadzor nad količino denarja v obtoku (M1) ali da cilja na količino denarja v obtoku. S tem ji je omogočeno (nadzor in ciljanje), da vpliva na likvidnost v narodnem gospodarstvu in prek nje na primer na velikost agregatnega povpraševanja in cene. Tako vodi svojo denarno politiko. Da bi jo vodila čimbolj uspešno, mora natančno slediti tudi, kaj se dogaja z drugim finančnim premoženjem, saj se tudi to lahko, kakor rečeno, spremeni v denar.

Tako imamo različne denarne agregate, oziroma kot pravita D.G. Perce in P.J. Tysome (Ribnikar, 2001, str. 332), različne uradne definicije denarja. Uradne zato, ker se statistično ugotavljajo in objavljajo. Poleg denarja v ožjem smislu imamo še denar v širšem smislu.

Denarni agregat M2 obsega M1 in nekatere vezane bančne vloge, ki jih imajo nebančni transaktorji. Vsebnost agregata M2 napram M1 se razlikuje med državami, prav tako pa države zaradi institucionalnih sprememb spreminjajo definicijo tega agregata. V Sloveniji so v M2 poleg M1 še vezane tolarske vloge republiškega proračuna pri Banki Slovenije, hranilne in vezane tolarske vloge pri bankah in vloge bank v stečaju ter bank v likvidaciji pri bankah. V Nemčiji agregat M2 obsega še do štirih let vezane bančne vloge nebančnih rezidentov.

V Franciji pa obsega M2 dodatno še vloge, ki se imenujejo kvazi denar (*'quasi monnaie'*).

Agregat M3 obsega M2 in še kaj. V Nemčiji so to hranilne vloge s trimesečnim odpovednim rokom. Poznajo še razširjeni M3, ki obsega še evrovloge. V Franciji obsega M3 poleg M2 še likvidne naložbe ali naložbe na kratek rok.

Agregat M4 ali L se razlikuje od agregata M3, za finančno premoženje, ki ga imajo rezidenti, vendar to premoženje niso bančne vloge. V ZDA so poleg M3 v M4 še kratkoročne državne obveznice, komercialni papirji, bančni akcepti in ena vrsta državnih obveznic. V Franciji obsega M4 poleg M3 še zakladne menice in komercialne papirje podjetij.

V Sloveniji imamo tri denarne agregate. M2 obsega poleg denarja (M1) še druge bančne vloge v domačem denarju in M3 še bančne vloge v tujem denarju ('devizne vloge'). Banka Slovenije si je za bližnji cilj denarne politike določila agregat M3.

2.4.2 *Od bližnjega cilja do končnega cilja denarne politike*

Zanimajo nas pojmi, na katere naletimo pri denarni politiki. Ribnikar o njih razpravlja takole. Najprej ali na enem koncu so, še pred bližnjim ciljem denarne politike (*target*), instrumenti denarne politike in na koncu ali na drugem koncu je končni cilj (*goal*). Ker je navadno končni cilj precej oddaljen in pot do njega ni ravna, se je pokazala logična potreba imeti še kaj vmes – da ne bi centralna banka zašla, da je ne bi instrumenti denarne politike, ki jih uporablja, če jih uporablja ali spreminja in zato govorimo o instrumentalnih spremenljivkah, pripeljali nekam, kamor ni želela priti. Ko govorimo o tistem nekaj vmes, imamo v mislih vmesne spremenljivke, ki jih poznamo kot indikatorje in bližnji cilj (Ribnikar, 2001, str. 344).⁶

Izkušnje so centralne banke privedle do tega, da ne bodo uspešne pri denarni politiki, če ne bodo na osnovi poznavanja tako imenovanega transmisijskega mehanizma denarne politike⁷ poleg končnega cilja postavile še indikatorje denarne politike in njen bližnji cilj.

Definiranje instrumentov denarne politike in končnih ciljev denarne politike navadno ne predstavlja velikih razlik med avtorji. Instrumente denarne politike običajno delimo na splošne in selektivne. Naslednja delitev, ki jo uporablja G.G. Kaufman (Ribnikar, 2001, str. 345) je na kvantitativne in kvalitativne. J.P. Patat (Ribnikar, 2001, str. 345) govori o neposrednih in posrednih, Obst/Hinter (Ribnikar, 2001, str. 345) pa o instrumentih za grobo in fino uravnavanje količine denarja v obtoku.

Da bomo lahko videli razliko med končnim in bližnjim ciljem denarne politike, si najprej pogledajmo, kaj vse je lahko končni cilj denarne politike. Obstajajo štiri, ki so tradicionalni (narodnogospodarski cilji) oziroma splošni: stabilnost cen, visoka zaposlenost, ekonomska rast in stabilnost denarnega trga. G. Hubbard (Ribnikar, 2001, str. 345) dodaja še dva, ki sta

⁶ Ribnikar napisano pojasni z naslednjo primerjavo: ker lahko do končnega cilja, na primer Triglav pridemo po več različnih poteh in med potjo (na Triglav) ne vidimo končnega cilja, je verjetno za uspeh odprave koristno, če si postavimo bližnji cilj, na primer Kredarico. Ker pa je verjetno koristno, če smo ves čas poti gotovi, da bomo prišli do bližnjega cilja in prek njega do končnega cilja, moramo izbrati nekaj kar nam bo kazalo, da smo na pravi poti. To bi bili indikatorji. Če je končni cilj Triglav in bližnji cilj Kredarica, bi bili indikatorji markacije in tabele različnih vrst na primer z napisi, koliko ur ali minut je še do končnega cilja (Ribnikar, 2001, str. 344).

⁷ O tem bomo več govorili v naslednjem sestavku.

novejša: stabilnost finančnega trga in finančnih institucij ter stabilnost obrestnih mer. Tako končne cilje opredeljuje tudi F.S. Mishkin (Ribnikar, 2001, str. 345). S.Fischer (Ribnikar, 2001, str. 345) pa poudarja stabilnost cen ali neko nizko inflacijsko stopnjo, ki jo mora centralna banka postaviti kot srednjeročni cilj denarne politike. Poleg tega si mora prizadevati zastavljeni cilj doseči in razložiti, zakaj ga ni dosegla, če ga je zgrešila.

Vprašanje bližnjega cilja denarne politike je načel W.Poole (Ribnikar, 2001, str. 345), ko je leta 1970 objavil razpravo, v kateri navaja za bližnji cilj alternativo: količina denarja ali obrestne mere. Vendar samo ta dva bližnja cilja že dolgo nista več aktualna. T.Mayer, J.S. Duesenberry in R.Z.Aliber (Ribnikar, 2001, str. 345) naštevajo kot možne bližnje cilje denarne politike: denar (*money*), obrestno mero (*interest rate*), obseg kreditov (*volume of outstanding credit*), devizni tečaj (*foreign exchange rate*), indeks cen blaga (*commodity price index*), potek krivulje donosnosti (*scope of yield curve*) ali celo bruto domači proizvod (*GDP targeting*). F.S. Mishkin (Ribnikar, 2001, str. 345) pa kot bližnji navaja cilj denarne agregate M1, M2, M3 in obrestno mero (R).

P.de Lima, A.de Serres in M.Kennedy so analizirali poglavitne spremembe v monetarni in fiskalni politiki, ki so se dogodile v osemdesetih in devetdesetih letih prejšnjega stoletja v državah OECD, ter z nekaterimi empiričnimi raziskavami ovrednotili celotne prednosti in slabosti teh sprememb. Generalne ugotovitve, ki se nanašajo na denarno politiko so, da je bilo znižanje inflacije (preko proizvodnje in zaposlenosti) sicer zelo drago, a so se po drugi strani pokazale koristi v obliki nižjih premij za tveganje pri obrestnih merah in v višjih kapitalskih donosih, v bolj ugodni klimi za investiranje in v izboljšanju ekonomske učinkovitosti. Znižanje inflacije in inflacijskih nihanj je tako centralne banke teh držav izpostavilo velikim spremembam v njihovih institucionalnih strukturah (najbolj vidna ustanovitvev ECB in vpeljava evra) in instrumentariju denarne politike. Centralne banke so se opazno bolj zavezale k cenovni stabilnosti kot končnemu cilju, opaziti pa je tudi, da so si za bližnje cilje zadale prag inflacije v številkah. Omenjeni dokazi govorijo v prid tudi temu, da so te spremembe pripomogle k boljšim ocenam inflacijskih pričakovanj. Kar se tiče fiskalne politike, je bilo tudi ugotovljeno, da je prispevala k izboljšanju makroekonomskega okolja, in sicer skozi ozdravitev javnih financ ter kot zelo pomembno, podporo pri reduciranju realnih obrestnih mer (P.de Lima, A.de Serre in M.Kennedy, 2003, 26 str.).

V Sloveniji si je Banka Slovenije za bližnji cilj izbrala enega od denarnih agregatov in sicer M3. Ribnikar opozarja na pasti izraza 'denarni cilj' kot bližnji cilj denarne politike. Sam izraz denarni cilj, pravi, da nikomur nič ne pove, razen tistemu, ki ga je uporabil (Ribnikar, 2001, str. 345). Ampak kaj vse se lahko skriva za tem izrazom? Kaj vse je lahko osnova za denarni cilj?

Različni avtorji v tej zvezi govorijo o različnih ciljih: količina denarja kot bližnji cilj (*the stock of money as target*), denarni agregati kot bližnji cilji denarne politike (*monetary aggregates as intermediate targets of monetary policy*), količina ali ponudba denarja kot bližnji cilj (*money supply targets*), cilj za izbrane denarne agregate (*selected monetary aggregates*), cilji za različno definiran široko pojmovan denar (*various definitions of broad money*).

Velika Britanija, Kanada in Nova Zelandija so po nekaterih podatkih '*inflation targeters*'. Njihove centralne banke imajo nizko inflacijsko stopnjo ne samo za končni cilj denarne politike, kar sicer velja na splošno, ampak za njen bližnji cilj denarne politike. Bližnji cilj denarne politike je lahko tudi obrestna mera – gre za nizko obrestno mero (kot bližnji cilj denarne politike) (*target low nominal interest rate*).

Ostanejo nam še indikatorji, ki si tudi zaslužijo nekaj razlage. Gre za spemenljivke, ki hitro reagirajo na spremembo denarne politike in so v tesni povezavi z bližnjim ciljem denarne politike. Indikatorji so lahko količina primarnega denarja (M0), rezerve bank, presežne rezerve bank, kakšen drugačen agregat rezerv bank, različne kratkoročne obrestne mere ali obrestne mere denarnega trga in še marsikaj drugega.

2.4.3 *Transmisijski mehanizem*

Transmisijski mehanizem kaže na kanale, preko katerih centralna banka ubira poti svojega delovanja. Kaže na to, kako centralna banka dosega svoje končne cilje in kako njeno delovanje vpliva na celotno gospodarsko aktivnost.

Za boljšo predstavo si je smiselno predočiti gospodarstvo, kjer vidimo centralno banko kot izhodišče, ki je povezano z vsemi bančnimi in drugimi finančnimi institucijami, vendar nikoli neposredno s podjetji in gospodinjstvi. A vendar ravno slednji predstavljajo gonilno silo gospodarske aktivnosti. Kako torej delovanje centralne banke in monetarne politike vpliva na gospodarstvo?

Najprej se pojavi vprašanje, kaj je končni cilj denarne politike. V zadnjem času prevladuje mnenje, naj bo to doseganje stabilnosti cen namesto ciljanja na gospodarsko rast ali zniževanja brezposelnosti. Dosegati višjo gospodarsko aktivnost ima lahko za posledico višjo inflacijo, na dolgi rok se temu tako rekoč ni moč izogniti.

Učinki monetarne politike pa so močno odvisni še od pričakovanj ekonomskih subjektov. V primeru adaptivnih pričakovanj, pravi Dolenc, lahko gospodarstvo zaradi ekspanzivne denarne politike na poti v dolgoročno ravnotežje doživi celo obdobje recesije – rast inflacije in nižanje gospodarske aktivnosti (Dolenc, 2001, str. 588). Ob racionalnih pričakovanjih lahko pride do kratkoročnih koristi, dolgoročno pa bi ekspanzivna denarna politika pripeljala do višje inflacije.

Na dolgi rok sta centralna banka in njeno vodenje denarne politike glavni vir vpliva na splošno raven cen oziroma na vrednost denarja. Na kratek rok pa centralna banka določa centralnobančno – referenčno obrestno mero na denarnih trgih, ki je osnova izračunavanja bančnih obrestnih mer, po katerih se posoja denar privatnemu sektorju.

Breitenberger med transmisijskimi kanali obravnava tradicionalni denarni kanal, kreditni kanal, devizni kanal ter kanal vrednostnih papirjev (Breitenberger, 2000, str. 3-7).

C.A.Favero, F.Giavazzi in L.Flabbi so izdelali študijo transmisije denarne politike od centralnih bank na poslovne banke. Zanimala jih je predvsem asimetrija pri transmisiji denarne politike med članicami EMU. Kaj se zgodi, če centralna banka zaostri denarno politiko, s spreminjanjem obveznih rezerv? Kako se na to odzove kreditiranje bank, gledano skozi bilance stanja bank? Obstajata dva načina, kako se banke zavarujejo pred takimi ukrepi centralne banke. Prvič, lahko spremenijo sestavo svojih obveznosti z izdajo instrumentov, ki niso predmet obvezne rezerve (na primer medbančni kredit ali depozit), in drugič, lahko se zadolžujejo alternativno (na primer z izdajo obveznic). Če banke ne ukrepajo v nobeni od omenjenih smeri, se v primeru predpisane večje obvezne rezerve lahko pokažejo posledice na širšem realnem ekonomskem sektorju, razen če podjetja niso sposobna substituirati bančnih posojil za izdajo podjetniških obveznic in komercialnih papirjev. V tem primeru se denarni kanal transmisijskega mehanizma poveča napram kreditnemu kanalu. V grobem je bilo v študiji ugotovljeno, da se na podlagi makroekonomskih podatkov ne da določiti signifikantne asimetrije v transmisijskem mehanizmu v Evropi. Če zaradi inflacijskih šokov ECB poveča kratkoročne obrestne mere,

se posledice odrazijo zelo neenakomerno po državah EMU-ja⁸ (C.A.Favero, F.Giavazzi, L.Flabbi, 1999, str. 1-5).

Dolenc pa našteje štiri kanale, ki jih povzema po tujih avtorjih: neposredni vpliv obrestnih mer, posredni vpliv obrestnih mer preko cene naložb, devizni tečaj in razpoložljivost kreditov (Dolenc, 2001, str. 589).

2.4.3.1 Neposredni vpliv obrestnih mer

Logika gibanja obrestnih mer je naslednja: spremembe ponudbe denarja pri danem povpraševanju po njem povzročijo spremembe obrestnih mer na denarnem trgu. Posledično se spremenijo obrestne mere kreditov, to pa vpliva na spremembe investicijskih odločitev podjetij ter na obrestne mere depozitov. Tako se spreminjajo odločitve posameznikov (potrošnikov) glede razmerja med porabo in varčevanjem. Restriktivna denarna politika omejuje banke pri sprejemanju depozitov, prihaja do krčenja kreditov, to pa povzroči zmanjšanje agregatnega povpraševanja in proizvodnje.

Pri vplivu obrestnih mer je potrebno razlikovati še, ali gre za spremembo realnih ali nominalnih obrestnih mer. Če gre za spremembo realnih obrestnih mer, se pokažejo posledice v stroških zadolževanja ter vplivu na odločitve glede porabe in varčevanja. Če pa se spreminjajo nominalne obrestne mere in so te spremembe posledica višjih inflacijskih pričakovanj, to ne učinkuje na realne stroške zadolževanja in ne vpliva na odločitve glede porabe in varčevanja; torej ni neposrednih učinkov na gospodarsko aktivnost.

Dolenc skrajšano ponazori ta kanal takole (Dolenc, 2001, str. 589):

Restriktivna monetarna politika --- zmanjšanje količine denarja --- rast realne obrestne mere --- zmanjšanje investicij in porabe --- zmanjšanje agregatnega povpraševanja --- zmanjšanje gospodarske aktivnosti --- zmanjšanje BDP.

2.4.3.2 Posredni vpliv obrestnih mer preko cene domačih naložb

Obrestne mere imajo posreden vpliv na vrednost finančnega premoženja, v obliki obveznic in delnic ter na realno premoženje.

Če kratkoročne obrestne mere naraščajo, to vpliva tudi na cene dolgoročnih vrednostnih papirjev, na primer obveznic. Višje kratkoročne obrestne mere dvignejo krivuljo zahtevane donosnosti dolgoročnih vrednostnih papirjev in tako povzročijo padec cen teh papirjev. Cena in obrestna mera se namreč pri obveznicah gibljeta v obratni smeri.

Pri delnicah višja obrestna mera vpliva na zmanjšanje deleža naložb, ki jih posamezniki držijo v delnicah, saj se poveča relativna donosnost dolžniških vrednostnih papirjev. Posledično se zmanjša povpraševanje po delnicah, kar vpliva na padec njihovih cen in zmanjšanje premoženja lastnikov delnic.

Vpliv na realno premoženje se kaže skozi stroške kapitala in vrednost podjetja. Restriktivna denarna politika povzroči, da se vrednost podjetja zmanjša, saj se tržna vrednost zmanjšuje pri nižji ceni delnic. Zmanjšana vrednost podjetja rezultira v višjih stroških kapitala. Nove izdaje vrednostnih papirjev bodo tako prodane po nižjih cenah.

⁸ ECB – Evropska centralna banka; EMU – Evropska monetarna unija.

Kratka ponazoritev transmisijskega kanala:

Restriktivna denarna politika --- zmanjšanje količine denarja --- rast realne obrestne mere --
- padec vrednosti finančnega in realnega premoženja --- zmanjšanje zasebne porabe in
investicij --- zmanjšanje agregatnega povpraševanja --- zmanjšanje gospodarske aktivnosti -
-- *zmanjšanje BDP*.

2.4.3.3 Devizni tečaj

Vpliv denarne politike preko tega kanala je odvisen od mobilnosti kapitala in režima deviznega tečaja. Pri popolni mobilnosti kapitala⁹ velja, da se ta seli tja, kjer doseže največjo donosnost. Mobilnost kapitala je v svetu močan dejavnik pri določanju deviznega tečaja posamezne države. Gre za tako imenovano krito pariteto obrestnih mer, po kateri je domača obrestna mera enaka tuji obrestni meri, povečani/zmanjšani za pričakovano deprecijacijo/apreciacijo domače valute.

Pri fiksnem tečaju in popolni mobilnosti kapitala, je vodenje denarne politike podrejeno ohranjanju nespremenjenega deviznega tečaja. V takšnih ekonomijah mora biti domača obrestna mera enaka tuji in pri tej obrestni meri je gospodarstvo v dolgoročnem ravnotežju. Če bi bila obrestna mera višja, bi v gospodarstvo pritekal kapital in pritisnil na devizni tečaj. Centralna banka bi odkupovala devize in s tem večala količino denarja v obtoku, obrestne mere pa bi se zniževale, dokler ne bi dosegle ravnovesja. Možne pa so tudi devalvacije in revalvacije.

Pri variabilnem tečaju in popolni mobilnosti kapitala je centralna banka bolj prosta pri oblikovanju denarne politike, devizni tečaj pa se prilagaja razliki med domačo in tujo obrestno mero.

Torej velja:

Nominalna revalvacija (pri fiksnem tečaju) ali *apreciacija domačega denarja* (zaradi višje domače obrestne mere v razmerah variabilnega deviznega tečaja) --- povečanje realnega deviznega tečaja --- zmanjšanje konkurenčnosti domačega gospodarstva --- manjši neto izvoz --- manjše agregatno povpraševanje --- zmanjšanje gospodarske aktivnosti --- *zmanjšanje BDP*.

2.4.3.4 Razpoložljivost kreditov

Ta kanal transmisijskega mehanizma temelji na predpostavki, da zadolževanje podjetij, bodisi z obveznicami bodisi s krediti, nista popolna substituta. Na povpraševanje po kreditih pogosto ne vpliva cena kredita, ampak razpoložljiva količina. Restriktivna denarna politika (ali v tem primeru omejevanje količine kreditov) povzroči zmanjšanje obsega bančnih kreditov podjetniškemu sektorju, s čimer se zmanjša investicijska aktivnost.

Nekateri strokovnjaki menijo, da v državah, kjer finančni trgi bodisi niso razviti bodisi ne delujejo neomejeno zaradi predpisane regulative, denarna politika bolj intenzivno vpliva na agregatno povpraševanje preko količine ali razpoložljivosti kreditov, kot preko neposrednih in posrednih vplivov obrestne mere.

⁹ Popolna mobilnost kapitala pomeni, da kapitalski tokovi niso administrativno omejeni, zato se lahko popolnoma prilagajajo obrestnim meram in pričakovanjem o gibanju deviznega tečaja.

Nadalje menijo, da niti liberalizacija finančnih trgov nujno ne odpravi tega učinka. Velik vpliv imajo asimetrične informacije, ki lahko prizadenejo zlasti manjša podjetja. Včasih se namreč količina kreditov omejuje prav zaradi problema asimetričnosti informacij in napačne izbire.¹⁰ Pri omejevanju kreditov pa so v nevarnosti najprej manjša podjetja.

Na kratko:

Restriktivna monetarna politika (zmanjšanje razpoložljivosti kreditov) --- zmanjšanje investicij ---- zmanjšanje agregatnega povpraševanja --- zmanjšanje gospodarske aktivnosti --- *zmanjšanje BDP*.

Omenimo na tem mestu še razpravo avtorjev I. Angeloni, G. Coenen in F. Smets, ki v njej analizirajo pomen vzdržnosti zmanjševanja inflacije in rasti proizvodnje za transmisijski mehanizem in v tem kontekstu za optimalno denarno politiko v državah Evro območja. Glede na negotovost, povezano tako s konceptualno teoretično podlago kot z empiričnimi ugotovitvami glede vzdržnosti zmanjševanja inflacije in rasti proizvodnje, je bil njihov namen znotraj te negotovosti analizirati robustnost različnih denarnih politik Evro območja.

Analiza je izpostavila dvoje:

1. Negotovost stopnje vzdržnosti naraščanja proizvodnje predstavlja za kreatorje denarne politike veliko manjši problem kot negotovost glede vzdržnosti zmanjševanja inflacije. Zato je prevladalo mnenje, da je v primeru negotovosti zmanjševanja inflacije za kreatorje denarne politike bolje, da pri ukrepih predpostavijo višjo stopnjo inflacije, saj je strošek zmote, če je inflacija nižja od pričakovane, precej nižji, kot če napovemo nizko inflacijo, potem pa je visoka.
2. Glede robustnosti denarnih politik držav znotraj Evro območja, je bilo ugotovljeno, da se zavezujoči ukrepi denarne politike obnesejo bolje, kot manj zavezujoča priporočila ali pravila (I. Angeloni, G. Coenen, F. Smets, 2003, str. 15).

2.4.4. *Instrumenti denarne politike*

“Instrumenti denarne politike (*instruments of monetary policy*' ali *tools of monetary policy*' angleško, *geldpolitischen Instrumenten*' ali *Instrumente der Geldpolitik*' nemško in *les instruments de la politique monétaire*' ali *les moyens de la politique monétaire*' francosko) so orodja, ki jih centralna banka uporablja pri vodenju denarne politike” (Ribnikar, 2001, str. 388). Z denarno politiko centralna banka ureja količino denarja v obtoku in prek urejanja količine denarja v obtoku dosega končne cilje denarne politike.

Najprej nas zanima nekaj osnovnih klasifikacij instrumentov denarne politike. Tradicionalna oziroma stara delitev instrumentov denarne politike po Kaufmanu (Ribnikar, 2001, str. 345) je na kvantitativne in kvalitativne instrumente. D.G. Lockett (Ribnikar, 2001, str. 388) govori o splošnih in selektivnih, B. Bruneel (Ribnikar, 2001, str. 388) pa loči neposredne (avtoritarne ukrepe) in posredne, pri katerih gre za posege centralne banke na trge.

Sedanja prevladujoča opredelitev je na neposredne in posredne (tržne). Pri neposrednih centralna banka nastopa kot institucija, ki ima moč reguliranja. Pri posrednih instrumentih

¹⁰ Problem asimetričnosti informacij bomo natančneje pojasnili kasneje, v poglavju o denarnem trgu.

denarne politike, pa centralna banka vpliva prek denarnega trga. Označujejo se tudi kot tržni instrumenti, ki postajajo vse bolj pomembni.

Za Nemčijo oziroma njeno centralno banko je pomembna delitev na instrumente za grobo in fino uravnavanje. Za ameriške avtorje pa ni pomembna klasifikacija, ampak jih preprosto naštevajo, in sicer največkrat naslednje: politiko odprtega trga, spremembo diskontne obrestne mere in obvezne rezerve. Tudi za Veliko Britanijo najdemo zanimive delitve instrumentov denarne politike. Avtorja D.G. Pierce in P.J. Tysom (Ribnikar, 2001, str. 389) delita nadzor nad količino denarja v obtoku na neposredni in tržni nadzor. Neposredni tržni instrumenti denarne politike lahko vplivajo na vloge ('*deposits*'), to je na desno stran premoženjske bilance bank, ali na levo stran, to je na protipostavke vlog. Protipostavke vlog so aktiva bank.

Dandanes aktualna delitev instrumentov denarne politike je po Ribnikarjevem mnenju najverjetneje delitev na tržne ali posredne in neposredne. Neposredne (netržne) bi po njegovem morali ločiti na tradicionalne instrumente denarne politike ter na bančne predpise in bančni nadzor. Pri tržnih instrumentih pa mora iti za posel ali operacijo odprtega trga z značilnostmi, ki veljajo na primer v evrosistemu (Ribnikar, 2001, str. 390). Privilegij, ki ga imajo banke, da se čez noč zadolžujejo pri centralni banki ali pri njej deponirajo prav tako čez noč presežen (primarni) denar, ne sodi k tržnim instrumentom.

Za Slovenijo je večanje pomena tržnih instrumentov denarne politike prav tako aktualno kot za druge države ali njihove centralne banke, vendar je na kratek rok pomembneje temeljito pregledati instrumentarij denarne politike. Marsikaj bo treba verjetno opustiti, spremeniti ali uvesti na novo. Logika instrumentarija denarne politike Evrosistema je pri tem lahko vodilo, saj bo tudi tolar nekoč nadomestil evro.

Za Banko Slovenije je značilno, da ne loči med instrumenti denarne politike in med instrumenti politike deviznega tečaja. Banka Slovenije tudi ne uporablja klasifikacije instrumentov, ki je dandanes običajna v literaturi in tudi na primer pri Evropski centralni banki. Nas zanima klasifikacija instrumentov denarne politike Banke Slovenije, ki temelji na njihovi ekonomski vsebini. Za boljše razumevanje logike uporabe ustreznih instrumentov denarne politike Banke Slovenije obravnavajmo še strukturni položaj denarnega trga, ki je izhodišče za uporabo teh instrumentov.

Saldo avtonomnih transakcij centralne banke je namreč pomembno izhodišče za instrumente denarne politike, ki jih bo uporabljala centralna banka. Uporabljala bo instrumente, s katerimi povečuje količino primarnega denarja, če je na denarnem trgu tako imenovani strukturni primanjkljaj, oziroma bo uporabila instrumente, s katerimi zmanjšuje količino primarnega denarja, če je na denarnem trgu strukturni presežek.

2.4.4.1 Strukturni položaj denarnega trga

“Strukturni položaj denarnega trga nam pove, ali centralna banka z instrumenti denarna politike, ko kupuje (tuja) finančna aktiva in /ali prodaja (svoje) vrednostne papirje, in vse to so instrumenti denarnega trga, neto kupuje in s tem veča likvidnost denarnega trga ali neto prodaja in s tem zmanjšuje likvidnost denarnega trga. V prvem primeru je strukturno stanje denarnega trga deficitno in v drugem suficitno” (Ribnikar, 2001, str. 376).

Strukturni položaj denarnega trga nam pove, ali je skozi avtonomne transakcije¹¹ centralne banke količina primarnega denarja prenizka (primanjkljaj denarnega trga) ali previsoka (strukturni presežek denarnega trga).

Centralna banka mora zagotoviti, da je toliko primarnega denarja, kolikor je gotovine v obtoku in likvidnostnih rezerv bank. To lahko zagotavlja z instrumenti denarne politike. Če bi centralna banka kupovala samo devize, bi bil strukturni položaj denarnega trga izravnal ali v ravnovesju in ne bi rabila uporabljati instrumentov denarne politike. Če pa bi centralna banka kupovala samo devize, in to več, kot je skupaj gotovine in likvidnostnih rezerv bank, bi bil za strukturni položaj denarnega trga značilen presežek. Ta presežek bi morala centralna banka posrkati z instrumenti denarne politike.

Iz navedenega pridemo do tega, da je v premoženjski bilanci centralne banke potrebno ločiti postavke na avtonomne in na tiste, ki so posledica denarne politike. Postavke, ki se jemljejo kot avtonomne, so neto tuja aktiva, neto vloge države, gotovina v obtoku in druge obveznosti.

Če z avtonomnimi transakcijami nastaja premalo primarnega denarja, mora centralna banka začeti uporabljati instrumente denarne politike oziroma transakcije, s katerimi poveča količino primarnega denarja. Če so poleg tega predpisane še rezerve bank, ki so tudi instrument njene denarne politike, nastaneta še večja potreba in prostor za nakupe ustreznih aktiv, s katerimi centralna banka poveča količino primarnega denarja. S tem centralna banka zagotavlja bankam dodatno likvidnost (okrnjena zaradi obvezne rezerve), hkrati pa ustvarja še teren za oblikovanje njene (referenčne) obrestne mere, ki je pomembna informacija in usmeritev za denarni trg.

Od nastanka Banke Slovenije (8.oktober 1991) so bila najpomembnejša avtonomna postavka v premoženjski bilanci Banke Slovenije neto tuja aktiva. Tuja aktiva so bila tolikšna, da so bila druga aktiva, na primer posojila bankam, nepomembna. Znašala so samo kakšen odstotek. Če jemljemo Banko Slovenijo kot celoto in v skladu s tem tudi njeno celotno premoženjsko bilanco, je bil strukturni presežek denarnega trga strahotno velik. To je bila posledica dejstva, da je imela Banka Slovenije med aktivni skoraj v celoti tuja aktiva, to je devize, in med pasivi poleg nekaj primarnega denarja predvsem blagajniške zapise. Ribnikar meni, da je treba oba dela premoženjske bilance, to sta IIB in IIA,¹² upoštevati kot neto aktivo v tujem denarju in jo tako izenačiti z neto tujo aktivo (Ribnikar, 2001, str. 375). Presežek strukturnega položaja denarnega trga se tako precej zmanjša. Od leta 2000 se je strukturni presežek denarnega trga precej zmanjšal tudi na račun obveznih rezerv bank, saj je bila absorpcija z obveznimi rezervami celo večja, kot je znašal presežek strukturnega položaja denarnega trga. Tako je ostalo celo nekaj prostora za instrumente denarne politike.

¹¹ Avtonomne transakcije so tiste, ki so neodvisne od želje centralne banke po tem, kakšna naj bo količina primarnega denarja.

¹² Ribnikar pravi, da lahko skladno s tremi funkcijami centralne banke govorimo o treh delih njene premoženjske bilance. Prva funkcija je običajno vodenje denarne politike in politike deviznega tečaja in ji ustreza del (I) v premoženjski bilanci. Druga funkcija se kaže v politiki deviznega tečaja prek sterilizacijskih posegov na deviznem trgu z izdajanjem blagajniških zapisov in se kaže kot (IIA) v premoženjski bilanci. Tretja funkcija pa je zagotavljanje 'zunanje' likvidnosti in solventnosti bank in predstavlja del (IIB) v premoženjski bilanci (Ribnikar, 2001a, str. 71-75).

2.4.4.2 Instrumenti denarne politike Banke Slovenije

Prva zmeda pri instrumentih, ki jih uporablja Banka Slovenije, pravi Ribnikar, nastane, ker se vse njene transakcije¹³ štejejo k instrumentom denarne politike (Ribnikar, 2001, str. 394). Najprej bi morali izločiti avtonomne transakcije, to so transakcije Banke Slovenije, do katerih ne pride zaradi tega, ker bi Banka Slovenije želela spremeniti količino primarnega denarja. Pri tem spreminjanje količine primarnega denarja v obtoku zaradi nakupov in prodaj deviz s strani centralne banke ni nikdar instrument denarne politike ampak posledica politike deviznega tečaja.

Namreč, če ima država režim trdnega deviznega tečaja, se mora centralna banka ukvarjati z nakupi in prodajo deviz zato, da ohranja devizni tečaj znotraj pasu nihanja. Pri tem nihanje količine primarnega denarja, do katerega prihaja, ni posledica denarne politike. Tudi če ima država uravnavan drseči tečaj (tako kot Slovenija), potem so tudi v tem primeru nakupi in prodaje deviz na deviznem trgu posledice politike deviznega tečaja in ne denarne politike.

Prvi instrument denarne politike Banke Slovenije so rezerve bank, ki absorbirajo pomemben del strukturnega presežka denarnega trga. Banke imajo namreč več rezerv, kot je obvezna rezerva, in za ta del rezerv mora biti zmanjšan strukturni presežek denarnega trga.

Instrumenti, s katerimi Banka Slovenije povečuje količino primarnega denarja, so:

- posojila (likvidnostna, lombardna, kratkoročna) bankam
- začasni nakup deviz in blagajniških zapisov BS v tujem denarju od bank
- izdajanje blagajniških zapisov v tolarjih
- obvezne rezerve
- obrestna mera Banke Slovenije

Likvidnostnih posojil je več vrst, in sicer: likvidnostno posojilo na podlagi vpisanih blagajniških zapisov Banke Slovenije v tolarjih, likvidnostno posojilo čez noč, likvidnostno posojilo v skrajni sili in posebno likvidnostno posojilo s sodelovanjem bank. Pri začasnem nakupu s strani Banke Slovenije (Repo ali '*repurchase agreement*') gre dejansko za kratkoročno posojilo bankam. Banka Slovenije začasno kupuje devize in svoje blagajniške zapise v tujem denarju. Devize kupuje začasno za dva tedna in za dva meseca (z obveznim povratnim odkupom). Zaradi izredno velikega presežka denarnega trga je najpomembnejši instrument denarne politike izdajanje blagajniških zapisov v tolarjih. Z njimi Banka Slovenije absorbira največji del presežne likvidnosti, ki nastaja na podlagi avtonomnih transakcij. Banka Slovenije je v letih 2002 in 2003 izdajala predvsem 60- in 270- dnevne blagajniške zapise v tolarjih.

Obrestna mera je lahko instrument denarne politike, če Banka Slovenije vodi diskontno politiko (pobudnice diskonta so banke) ali če pri začasnih nakupih, kjer je iniciator sama, uporablja svojo obrestno mero. Obrestna mera Banke Slovenije doslej ni imela te vloge,

¹³ To so, rečeno najbolj splošno, vsi njeni nakupi in prodaje finančnega premoženja, s katerimi Banka Slovenije spreminja količino primarnega denarja.

vendar ker so jo kljub vsemu uporabljali, ali je bila osnova pri nekaterih poslih, kjer je šlo za posle denarne politike, jo navajamo med instrumenti denarne politike.

Če sedaj pustimo ob strani obvezno rezervo in obrestno mero, nam ostanejo samo tri skupine instrumentov denarne politike: posojila, začasni nakupi in izdajanje blagajniških zapisov v tolarjih. Poglejmo si te tri skupine instrumentov denarne politike z več vidikov. Prvič, kdo je iniciator posla, drugič, ali pride do posla z licitacijo, tretjič, ali gre za začasno ali dokončno transakcijo in četrtič, ali gre za posredni ali neposredni (tržni) instrument denarne politike.

Pri likvidnostnih posojilih so navadno pobudnice banke. Pri likvidnostnem posojilu na podlagi vpisanih blagajniških zapisov Banke Slovenije v tolarjih in pri likvidnostnem posojilu v skrajni sili gre za odprto možnost zadolžitve, ravno tako pri lombardnem posojilu in interventnem lombardnem posojilu.

Začasnih nakupov deviz (od bank) je bilo in je še vedno več vrst. Najprej začasni nakup za dva tedna in za štiri tedne – ponudba bankam je odprta in zaradi tega je pobuda na strani bank. Poznamo še nakup za dva meseca, kjer je pobuda na strani Banke Slovenije. Banka Slovenije od bank začasno kupuje tudi svoje blagajniške zapise v tolarjih za 28 dni. Pri teh nakupih je pobuda na strani Banke Slovenije.

Pri nekaterih začasnih nakupih se cena, ki je dejansko obrestna mera, določa z licitacijo. Pri poslih, kjer se licitira, se licitira cena, to je obrestna mera. Vsi posli so začasni, saj gre samo za posojila, začasne nakupe in izdajo blagajniških zapisov, ki imajo najdaljšo dospelost 270 dni.

Na vprašanje, kateri instrumenti denarne politike so neposredni in kateri posredni ali tržni, ni povsem lahko odgovoriti. Najpreprosteje je to politika odprtega trga, ko centralna banka na finančnem trgu kupuje menice. Če gledamo bolj dosledno, sta tržna ali posredna instrumenta denarne politike Banke Slovenije samo začasni nakup za 28 dni njenih blagajniških zapisov v tujem denarju in začasni nakup deviz za dva meseca.¹⁴ Vzrok za to je v tem, ker je tako malo instrumentov denarne politike v pravem smislu, to je tistih, kjer je pobudnica Banka Slovenije. Banke imajo na voljo preveč instrumentov, ki jim omogočajo prost dostop do primarnega denarja ali znebiti se odvečne likvidnosti z nakupom blagajniških zapisov Banke Slovenije, in ta ima na voljo premalo instrumentov za nadzor nad količino primarnega denarja. To stanje je nastalo, ker ni bilo denarnega trga, ki bi bankam omogočal uravnavati njihovo likvidnost. Ribnikar govori o '*central bank based*' odnosih med bankami, ker '*market based*' sistem ni bil mogoč (Ribnikar, 2001, str. 397). Pravi tudi, da tako razvejen instrumentarij, ki bankam omogoča dostop do Banke Slovenije, preprečuje razvoj medbančnega denarnega trga. Ali v našem primeru onemogoča ustrezno uveljavitev posrednih ali tržnih instrumentov denarne politike. A več o tem v naslednjem poglavju.

¹⁴ Kriterija za tako razvrščanje sta dva: neomejenost nakupa deviz in možnost licitiranja cene za nakup blagajniških zapisov.

2.5 Politika deviznega tečaja

Politiko deviznega tečaja (*'exchange rate policy'* angleško in *'la politique de change'* francosko) vodi centralna banka, če morda sicer ne obstaja posebna institucija (Ribnikar daje za primer Sklad za stabilizacijo deviznega tečaja) (Ribnikar, 2001, str. 391).

Medtem ko je režim ali sistem deviznega tečaja v rokah vlade, je vodenje politike deviznega tečaja vedno v rokah centralne banke. V sistemu prosto drsečega deviznega tečaja je centralna banka povsem neodvisna pri vodenju denarne politike, pri sistemu uravnavanega drsečega tečaja pa mora usklajeno voditi denarno politiko in politiko deviznega tečaja. Denarna politika in politika deviznega tečaja torej nista neodvisni. Drugače je v sistemu fiksnega deviznega tečaja, kjer je denarna politika precej omejena. Uradni devizni tečaj je fiksiran s strani vlade in se giblje samo v okviru predpisanih mej nad in pod uradnim deviznim tečajem.

2.5.1 Plačilna bilanca

“Plačilna bilanca zajema vse ekonomske transakcije rezidentov določene države s svetom, vključno z blagovno menjavo, izvozom in uvozom storitev, enostranskimi transferji, prilivi in odlivi na osnovi različnih finančnih transakcij ter z gibanjem deviznih rezerv” (Mrak, 2002, str. 8).

Pilbeam pravi podobno, da je plačilna bilanca statistična evidenca vseh ekonomskih transakcij med rezidenti države ki poroča, in rezidenti preostalega sveta, znotraj določene časovne periode (Pilbeam, 1998, str. 32).

Sodobni koncept predvideva, da vanjo niso vključene samo transakcije, ki vključujejo plačilo v denarju (takoj ali kasneje), temveč tudi transakcije, ki jih ne spremlja protitok v denarju.¹⁵ Če nekoliko pobliže pogledamo osnovna pravila beleženja plačilnobilancijskih transakcij, katerih poznavanje je osnovni pogoj za analiziranje trgovinskih in finančnih transakcij določene države s tujino, moramo najprej predstaviti razliko med debetnimi in kreditnimi transakcijami v plačilni bilanci ter nato pojasniti princip dvojnega knjigovodstva.

Transakcije, katerih rezultat je priliv deviznih sredstev iz tujine, se v plačilni bilanci beležijo kot transakcije na kreditni strani plačilne bilance in označujejo z znakom plus (+) (Mrak, 2002, str.10). Gre za izvoz blaga in storitev, enostranske transfere kapitala v državo, priliv kapitala na osnovi kreditov, neposrednih in portfeljskih naložb ter črpanje deviznih rezerv.

Transakcije, katerih posledica je odliv deviznih sredstev v tujino, se v plačilni bilanci beležijo kot transakcije na debetni strani plačilne bilance in označujejo z znakom minus (-) (Mrak, 2002, str. 11). Tu pa gre za uvoz blaga in storitev, enostranske transfere v tujino ter odlive kapitala na osnovi kreditov, odobrenih tujini, neposrednih in portfeljskih naložb v tujini ter nalaganje deviznih rezerv v tujino.

¹⁵ Mrak tu navaja primer, ko je Slovenija po potresu v Turčiji tej državi pošiljala humanitarno pomoč. Čeprav ta transakcija ni bila spremljana s protitokom plačila v obliki denarja, to ni razlog, da ne bi bila vključena v plačilno bilanco ene in druge države. (Mrak, 2002, str. 8)

Princip dvojnega knjigovodstva pri beleženju transakcij v plačilni bilanci pomeni, da je vsaka transakcija zabeležena v plačilni bilanci dvakrat, enkrat na njeni kreditni strani in drugič na njeni debetni strani. Če namreč nekaj prodamo, dobimo za to plačilo in obratno. Če nekaj kupimo, bomo za to morali plačati. Ta princip omogoča, da je plačilna bilanca vedno v ravnotežju.

Plačilna bilanca ima dve podbilanci, in sicer tekoči ter finančno-kapitalski del. V tekoči del plačilne bilance se uvrščajo izvoz in uvoz blaga, storitve in dohodki (prejemki in izdatki). Na kapitalskem računu se beležijo kapitalski transferi ter patenti in licence, na finančnem računu pa se beležijo neposredne naložbe, naložbe v vrednostne papirje, druge naložbe (kreditni, posojila, gotovina in vloge) ter druge terjatve in obveznosti. Tu najdemo tudi mednarodne denarne rezerve (zlato, SDR in rezervna imetja pri IMF, gotovina in vloge, vrednostni papirji).

Ouanes in Thakur pravita, da navadno plačilne bilance držav ne ločijo med običajnimi in neobičajnimi transakcijami na finančnem računu. Vendar zadnjih nekaj let narašča potreba po prikazovanju nekaterih dodatnih podatkov (neobičajnih transakcij) na finančnem računu zaradi pravilnega razlaganja oziroma prezentacije analize plačilne bilance. Ta potreba se je pokazala zlasti pri državah, ki so se srečevale s problemom dolga, ter pri državah v tranziciji. Med glavnimi neobičajnimi transakcijami, ki jih je po njunem mnenju potrebno dodatno prikazati v analizi, so: kako so preurejene sheme obstoječega dolga (na primer moratorij), kako je z zaostanki pri odplačilih dolga, in sicer tako obresti kot glavnice, višina odpisa dolga ter posebne kapitalske naložbe (*'debt-equity swaps'*) (Ouanes in Thakur, 1997, str. 21).

Omeniti pa moramo še plačilnobilančno ravnotežje oziroma neravnotežje ter plačilnobilančno prilagajanje. Za natančno preučevanje plačilne bilance moramo to razdeliti na dva dela, prvi zajema tako imenovane avtonomne transakcije in drugi kompenzatorne transakcije. Glede na princip dvojnega knjigovodstva, mora biti saldo avtonomnih transakcij vedno izenačen s saldonom kompenzatornih transakcij, seveda z nasprotnim predznakom.

Pod avtonomnimi transakcijami razumemo transakcije, do katerih pride neodvisno od gibanj v plačilni bilanci, medtem ko se s kompenzatornimi transakcijami financira razlika med avtonomnimi prilivi in avtonomnimi odlivi v plačilni bilanci. Če so avtonomni prilivi v plačilni bilanci večji od avtonomnih odlivov, beleži država presežek v plačilni bilanci. V nasprotnem primeru (če so avtonomni prilivi manjši od avtonomnih odlivov) govorimo o primanjkljaju v plačilni bilanci. Vzroki za nastanek plačilnobilančnega neravnotežja so različni. Lahko so kratkoročni in dolgoročni (reverzibilne, enkratne, kontinuirane ali progresivne motnje), lahko so strukturni ali monetarni.¹⁶

V teoriji obstajata dva načina, kako država s plačilnobilančnim primanjkljajem (deficitom) uravnoteži svojo plačilno bilanco. Gre za možnost financiranja plačilnobilančnega primanjkljaja, ki je primeren predvsem za reševanje kratkoročnih motenj in za plačilnobilančno prilagajanje. Prilagajanje je zahtevnejše in primernejše za reševanje dolgoročnih motenj. Povezano je z določeno prerazporeditvijo resursov v nacionalnem gospodarstvu, spremembo v strukturi proizvodnje ter spremembo v strukturi uvoza in izvoza. Mrak pravi, da se te spremembe dosegaajo z uporabo različnih ukrepov ekonomske politike oziroma s kombinacijo teh ukrepov, njihov cilj pa je spremeniti relativna razmerja cen in dohodkov. Ta način, pravi dalje, je obvezen v vseh primerih, ko so motnje

¹⁶ Več o tem najdemo pri Mojmiru Mraku: Mednarodne finance, 2002, str. 36-41.

plačilnobilančnega ravnotežja dolgoročnega značaja, pa naj so strukturnega ali monetarnega izvora (Mrak, 2002, str. 39).

2.5.2 Sistem deviznega tečaja

Takoj moramo osvojiti dejstvo, da sta pojma plačilnobilančno prilagajanje in določanje deviznega tečaja neločljivo povezana.

Mrak pravi, da je eden osnovnih problemov, s katerim se srečuje ekonomska politika vsake države, kako razreševati konflikte, povezane s sočasnim doseganjem notranjega in zunanjeekonomskega ravnotežja, pri čemer pojem notranje ravnotežje pomeni predvsem visoko stopnjo gospodarske rasti in polno zaposlenost, pojem zunanje ravnotežje pa uravnoteženost plačilne bilance, oziroma 'ex ante' izenačenost povpraševanja in ponudbe po devizah na deviznem trgu (Mrak, 2002, str. 43). Ker plačilna bilanca 'ex post' vedno zagotavlja izenačenost ponudbe deviz s povpraševanjem po njih, se vsaka nekonsistentnost med notranjim in zunanjeekonomskim ravnotežjem odrazi v oddaljevanju države od notranjega ravnotežja. Gre za to, da se mora obseg bruto domačega proizvoda in celotne potrošnje države (notranje ravnotežje) zmanjšati ali povečati na raven, na kateri je bilo ex ante vzpostavljeno plačilnobilančno ravnotežje (zunajekonomsko ravnotežje). Kako se k temu pristopa, pa je odvisno od veljavnega režima oziroma sistema deviznega tečaja, ki ga uporablja država. Najpogosteje se uporablja inflacija oziroma deflacija. Ukrepi centralne banke so odvisni od sistema deviznega tečaja, ki ga uporablja posamezna država. Lahko gre za ukrepe monetarne politike ali ukrepe politike deviznega tečaja ali za kombinacijo obeh.

Oglejmo si sedaj uporabljane režime deviznega tečaja.

1. Režimi v okviru sistema fiksnega deviznega tečaja

Za vse režime v okviru fiksnega deviznega tečaja veljata dve skupni značilnosti: prvič, država fiksira vrednost svoje valute oziroma določi njeno paritetno vrednost in drugič, država določi meje, v okviru katerih se lahko tečaj valute spreminja, oziroma meje, v katerih bo država tečaj svoje valute ohranjala s posredovanjem na deviznem trgu.

- Valutni odbor (*angl. currency board*); država se obveže, da bo zamenjevala domačo valuto za tujo po fiksnem deviznem tečaju in da bo izdajala domači denar samo, če za to obstaja polno kritje v deviznih sredstvih.
- Režim trajno fiksnega deviznega tečaja (*angl. permanent peg*); paritetna vrednost ostane nepreklicno fiksirana oziroma dolgoročno nespremenjena.
- Režim prilagodljivega deviznega tečaja (*angl. adjustable peg*); gre za klasičen režim fiksnega deviznega tečaja, v katerega je vgrajena možnost, da se paritetna vrednost občasno spremeni (valuta devalvira/revalvira) in na ta način prispeva k odpravi plačilnobilančnega neravnotežja (primanjkljaja/presežka).
- Režim plazečega fiksnega tečaja (*angl. crawling peg*); zanj je značilno, da se paritetna vrednost spreminja v rednih, na primer eno- ali dvomesečnih intervalih, ki so vnaprej objavljeni, višina vsakokratne spremembe paritetne vrednosti pa je relativno majhna.

2. Režimi v okviru sistema fleksibilnega deviznega tečaja

V nasprotju z režimi v okviru sistema fiksnega deviznega tečaja je za režime v okviru sistema fleksibilnega deviznega tečaja značilno, da monetarne oblasti sicer intervenirajo na deviznem trgu, vendar cilj njihove intervencije ni jasno opredeljen in transparentno

objavljen (pri režimu fiksnega tečaja je). V tem primeru torej centralne banke intervenirajo diskrecijsko.

- Režim uravnavanega fleksibilnega deviznega tečaja (*angl. managed float*); za ta režim je značilno, da monetarne oblasti na osnovi lastnih analiz in ocen (diskrecijsko interveniranje) opredelijo devizni tečaj, ki je po njihovi oceni za državo primeren in ki se mu z intervencijo na deviznem trgu želijo čim bolj približati.
- Režim neodvisnega drsenja (*angl. independent floating*); za ta režim deviznega tečaja je značilna še večja neodvisnost centralne banke pri vodenju monetarne politike. V tem režimu naj bi bil devizni tečaj tako rekoč v celoti oblikovan na osnovi delovanja tržnih sil.

J.Faust je na ECPR konferenci septembra letos razpravljajal o finančnih krizah v novo nastajajočih demokracijah. Te so po njegovem največkrat rezultat kombinacije nevzdržne fiskalne politike, prehitrega kapitalskega odpiranja za tuje naložbe ter restriktivno vodenega deviznega tečaja. Medtem ko je za krize v poznih sedemdesetih in osemdesetih letih prejšnjega stoletja najbolj značilen proračunski primanjkljaj, ki je pripeljal do nevzdržnosti režima deviznega tečaja, je za krize v devetdesetih značilno pomanjkanje kapitalskih kontrol in ovir (regulacija neustrezna) za tuja vlaganja. Večina držav je namreč še vedno imela vezan svoj tečaj na neko 'trdno' tujo valuto. V upanju, da bodo dosegli končni cilj v obliki nižje inflacije, so želeli 'uvoziti' stabilnost tuje valute ter hkrati hitro financirati svojo rast s pritoki svežega kapitala iz tujine. Vendar so zunanji dolgovi povzročili, da je sistem deviznega tečaja izgubil vzdržnost, kar je te države naredilo ranljive, saj so tujci začeli umikati kapital. To pa je povzročilo kolaps sistema deviznega tečaja ter zaradi praviloma nezadostno reguliranega finančnega sistema razlitje krize na celotni finančni sistem v obliki valutnih in bančnih kriz (na primer Rusija). V tem kontekstu Faust zaključuje svojo razpravo z naslednjo ugotovitvijo: kombinacija politike liberalizacije kapitalskega računa in naraščanja zunanjega dolga države po eni strani ter sistema fiksnega deviznega tečaja po drugi strani zlahka vodi v finančno katastrofo, zlasti ob hkratnih pritiskih krhkih nastajajočih demokracij, da je bistvena hitra rast na kratek rok na škodo dolgoročno orientiranega ekonomskega razvoja (J.Faust, 2003, 23 str.).

2.5.3 Vodenje politike deviznega tečaja

Režim deviznega tečaja, ki ga določa in spreminja vlada, postavlja okvir, v katerem centralna banka vodi politiko deviznega tečaja. Pri sistemu čistega drsečega deviznega tečaja, centralna banka ne more voditi posebej politike deviznega tečaja, temveč na višino deviznega tečaja vpliva posredno prek denarne politike. Centralna banka je v tem primeru pri vodenju denarne politike povsem svobodna in suverena. Če je centralna banka zadosti neodvisna od vlade in politike, potem lahko zagotavlja tudi popolno stabilnost višine deviznega tečaja, kajti v nasprotnem primeru odvisnost lahko povzroči, kakor meni Ribnikar, slab denar (denar, ki bo v času hitro izgubljal svojo vrednost) in naraščajoči devizni tečaj. Vendar naraščajoči devizni tečaj v tem primeru ne bi bil posledica politike deviznega tečaja, ampak denarne politike (Ribnikar, 2001, str. 391).

V režimu trdnega deviznega tečaja je centralna banka omejena pri samostojnosti vodenja denarne politike. V tem sistemu vlada določa višino deviznega tečaja s tem, da določa uradni tečaj na primer ameriškega dolarja ali nacionalne valute. Uradni tečaj je središčna vrednost tujega denarja. Centralna banka mora s svojimi posegi na deviznem trgu preprečevati, da bi šel devizni tečaj, na primer ameriškega dolarja kot prevladujoče intervencijske valute, čez zgornjo ali spodnjo mejo. S posegi na deviznem trgu se količina

primarnega denarja povečuje, če centralna banka kupuje devize, ali zmanjšuje, če centralna banka prodaja devize. Vendar pri tem spreminjanju količine primarnega denarja tega ne dosega z vodenjem denarne politike, zato pravimo, da je njena samostojnost vodenja denarne politike omejena. Samostojnost je odvisna tudi od širine pasu okoli uradnega tečaja, ki ga določi vlada. Če je pas večji, je te samostojnosti več. Povedati moramo še, da je v tem sistemu samo vlada tista, ki lahko zviša ali zniža uradni tečaj (devalvira ali revalvira). V kolikor pa gre za režim, v katerem je vlada nepreklicno določila uradno vrednost tečaja brez gibanja v pasovih, centralna banka v celoti izgubi možnost vodenja denarne politike.

Pri vodenju politike deviznega tečaja moramo omeniti še eno možno strategijo centralne banke. Če namreč mednarodna mobilnost kapitala ni popolna, lahko država vodi politiko podcenjenosti svojega denarja ali precenjenosti deviznega tečaja (ta spodbuja izvoz). Lahko pa želi spodbujati uvoz in vodi obratno politiko. Čim večja je mednarodna mobilnost kapitala, tem manjša je možnost politike precenjenosti ali podcenjenosti deviznega tečaja s strani centralne banke. Pri popolni mobilnosti kapitala lahko kljub temu pride do precenjenosti ali podcenjenosti valute, vendar ta ne nastane, ker bi tako želela centralna banka ali država.

Pri režimu trdnega deviznega tečaja centralna banka na dolgi rok vpliva na višino deviznega tečaja. Če strogo upošteva omejitve, ki izhajajo iz režima trdnega tečaja, državi ni treba devalvirati in revalvirati. Vendar centralna banka teh omejitev navadno ne upošteva v celoti in vodi ekspanzivno monetarno politiko, ki vodi v pogostejše devalvacije. Z ekspanzivno denarno politiko namreč povzroči naraščanje deviznega tečaja ali zunanje razvrednotenje domačega denarja.

Pri režimu uravnaveganega drsečega deviznega tečaja morata biti obe ceni, in sicer višina obrestne mere in višina deviznega tečaja, v enih rokah – verjetno v rokah centralne banke, pravi S.Fischer. (S.Fischer, Ribnikar, 2001, str. 392). Če centralna banka ne sterilizira oziroma to naredi neučinkovito, denarna politika in politika deviznega tečaja nista neodvisni. Če centralna banka na deviznem trgu kupuje devize, povzroča dvig deviznega tečaja in hkrati prek večanja količine primarnega denarja znižuje obrestne mere. Če želi centralna banka stabilnost deviznega tečaja, se mora omejevati pri denarni politiki. Če ji je pomembnejša količina primarnega denarja v obtoku in prek nje višina domače inflacije, se mora omejevati pri željah glede višine deviznega tečaja. Ne more na primer zagotavljati stabilnosti deviznega tečaja ali na splošno tiste višine deviznega tečaja, ki ne bi bila v skladu z denarno politiko.

Če centralna banka uspešno sterilizira (domača in tuja finančna aktiva nista perfektni substituti), sta lahko denarna politika in politika deviznega tečaja vsaj delno neodvisni. Ribnikar pravi, da je v primeru Banke Slovenije na primer šlo od leta 1992 do nedavnega za to, da naj bi bil in je tudi bil devizni tečaj višji, kakor bi sicer bil glede na denarno politiko. Denarna politika je bila bolj omejevalna, kakor se je to kazalo pri gibanju višine nominalnega deviznega tečaja (Ribnikar, 2001, str. 392).

2.6 Banka Slovenije in njena politika v letih 2002 in 2003

Svet Banke Slovenije je novembra 2001 sprejel in predstavil jasno začrtano srednjeročno usmeritev delovanja, in sicer pripraviti pogoje za čimprejšnjo vključitev v Ekonomsko in monetarno unijo (EMU). Če bo Banka Slovenije uspela delovati v tej smeri, bo lahko

najučinkoviteje izpolnila svojo nalogo, opredeljeno v Zakonu o Banki Slovenije, to je doseganje cenovne stabilnosti. Banka Slovenije se je s svojo srednjeročno usmeritvijo zavezala, da se bo osredotočila na znižanje inflacije in prav tako, da bo tekoče obveščala javnost o uresničevanju kratkoročnih usmeritev denarne politike. S tem bo prispevala k večji transparentnosti izvajanja denarne politike.

Denarna politika je bila leta 2002 in v začetku leta 2003 usmerjena v obvladovanje ponudbe denarja. S sterilizacijo in ustrezno politiko obrestnih mer so bili nevtralizirani šoki ponudbe denarja zaradi velikih deviznih pritokov iz naslova privatizacije Nove Ljubljanske banke, prevzema Leka in uvedbe gotovine v evrih, ki se zato niso odrazili kot povečana kreditna ekspanzija. Obvladovanje ponudbe denarja je bilo še dodatno oteženo zaradi visokih inflacijskih pričakovanj, ki so jih izzvale podražitve na začetku leta 2002. Zaradi teh se je realna obrestna mera prekomerno znižala, Banka Slovenije pa je morala dvigniti nominalne obrestne mere ter ob tem upočasniti dinamiko zniževanja obrestnih mer in rasti tečaja.

Poglejmo si sedaj še malo bolj sistematično posamezne dogodke, ki so vplivali na vodenje denarne politike.

1. Neto kapitalski prilivi so v preteklem letu dosegli 5,2 % BDP in so skupaj s presežkom v tekočem delu plačilne bilance v višini 1,8 % BDP vplivali na visoke neto prilive deviz na deviznem trgu. Pri vodenju devizne politike je Banka Slovenije z namenom obvladovanja količine denarja v obtoku, delovala na dve instrumentalni spremenljivki: obrestno mero in devizni tečaj. Obrestno mero je spreminjala v skladu s potrebno stopnjo restriktivnosti ponudbe denarja glede na ocenjeno povpraševanje po denarju ter v odvisnosti od inflacijskih gibanj in inflacijskih pričakovanj. Spreminjanje dinamike interventnega deviznega tečaja je sledilo načelu nepokrite obrestne paritete.¹⁷
2. Finančni tokovi s tujino, še zlasti finančni tokovi zasebnega sektorja, ki neposredno vplivajo na presežni strukturni položaj denarnega trga, so bili pomembna kategorija pri obvladovanju količine denarja v obtoku.¹⁸ Ker so bile neposredne naložbe iz tujine leta 2002 zelo izrazite, saj so se glede na leto 2001 več kot potrojile (3,7 kratnik), je bila Banka Slovenije prisiljena v nadaljevanje določanja dinamike gibanja interventnega deviznega tečaja.
3. Prva polovica leta 2002 je bila v znamenju inflacijskih šokov in povečanih inflacijskih pričakovanj, kar je od Banke Slovenije zahtevalo nadaljevanje vodenja restriktivne denarne politike. To se je odrazilo v zaporednem zvišanju obrestnih mer večine instrumentov denarne politike. Od začetka leta 2002 do sredine maja 2002 je Banka Slovenije štirikrat zvišala obrestno mero 60–dnevni tolarjskih blagajniških zapisov, in sicer od 7,50 % na 8,75 %. Za 270-dnevne tolarjske blagajniške zapise je bila v enakem obdobju zvišana izhodiščna obrestna mera na dražbah z 9,0 % na 10,0 %. Na ta način je bila zagotovljena relativno učinkovita politika sterilizacije deviznih prilivov, saj je vse leto z izjemo januarja in julija 2002 Banka Slovenije neto kupovala devize na trgu. Večji del transakcij nakupa deviz je temeljil na sedemdnevem začasnem odkupu deviz od bank, pri čemer je obrestna mera začasnega refinanciranja bank znašala 4,5 % in se leta 2002 ni spreminjala. Stopnja sterilizacije deviznih prilivov se je v prvi polovici leta gibala med 64 % in 73 %.

¹⁷ Cena je po tem načelu določena v odvisnosti od obrestne mere refinanciranja pri Evropski centralni banki, stopnje deprecijacije tolarja ter obrestne mere na blagajniške zapise Banke Slovenije v tolarjih.

¹⁸ Med finančne tokove s tujino lahko štejemo tiste, ki niso obrestno elastični, na primer neposredne kapitalske naložbe in plačila za uvoženo blago in storitve, in tiste, ki izkazujejo relativno višjo obrestno elastičnost, kot na primer portfolio naložb, zlasti posojila, najeta v tujini.

4. Druga polovica leta 2002 je bila zaznamovana z naraščajočimi kapitalskimi prilivi. Povečanim neposrednim kapitalskim naložbam iz tujine (67 % celotnega toka neposrednih naložb) so se pridružili še tokovi posojil podjetij in bank, najetih v tujini (93 % celotnega toka posojil in podjetij iz tujine), kar je zahtevalo od Banke Slovenije dopolnitev instrumentov denarne politike z dodatno ponudbo 270-dnevnega začasnega nakupa deviz in ponudbo 360-dnevnega tolarskega blagajniškega zapisa. Obseg odzivanja bank na 270-dnevni začasni nakup deviz je bil omejen glede na odstotek stanja začasno prodanih deviz za sedem dni z možnostjo dokončne prodaje deviz ob zapadlosti instrumenta. S ponudbo relativno donosne naložbe v enoletne blagajniške zapise je Banka Slovenije, kljub izjemno obsežnim finančnim prilivom uspela ohranjati visoko stopnjo sterilizacije. Stanje vpisanih tolarskih blagajniških zapisov je v letu 2002 poraslo za 193 %. Stopnja sterilizacije je tako konec leta 2002 znašala 68 % in se je v prvih dveh mesecih leta 2003 še zvišala nad 75 %. V začetku leta 2003 so se tudi devizni prilivi iz naslova kapitalskih naložb umirili.
5. Izvajanje sterilizacije deviznih prilivov (iz naslova neposrednih kapitalskih naložb) je Banki Slovenije zagotavljalo zmerno rast transakcijskega denarja v obtoku. Primarni denar M0 se je leta 2002 povečal za skromnih 7,4 %, medtem ko je rast denarnega agregata M1 znašala 13,8 %. Zaradi narave visokih neposrednih finančnih prilivov, ki so posledica prevzema večjih slovenskih podjetij s strani nerezidentov in s tem povezanega spreminjanja kapitalskih deležev slovenskih lastnikov v bančne vloge, sta močnejše porasla širša denarna agregata M2 in M3. Prvi agregat je porasel za 26,1 %, drugi pa za 22,6 %. Prav zaradi sterilizacije se 'avtonomna' rast denarnih agregatov ni spremenila v povečano kreditno ekspanzivnost. V prvih mesecih letošnjega leta se je nadaljvalo obdobje zmernih letnih stopenj rasti denarnih agregatov. V februarju 2003 so medletne stopnje rasti denarnih agregatov znašale za primarni denar 6,4 %, za agregat M1 11,7 %, za M2 22,4 % in za M3 17,4 %.

Do konca leta 2003 naj bi bila po napovedih Banke Slovenije gospodarska rast že tretje leto zapored nižja od dolgoročnega povprečja. Glavni razlog za to naj bi bila še vedno šibka mednarodna konjunktura in relativno počasno okrevanje domačega povpraševanja. Z okrevanjem svetovnega gospodarstva naj bi se tudi gospodarska rast v Sloveniji približala svojemu dolgoletnemu povprečju okoli 4 %, kar naj bi se po ocenah Banke Slovenije zgodilo do leta 2004. Glavni generator gospodarske rasti naj bi ponovno postalo domače trošenje, vendar naj ne bi povzročilo inflacijskih pritiskov s strani povpraševanja.

Glede na inflacijska gibanja v letošnjem letu ter predpostavke o delovanju ekonomskih politik Banka Slovenije ugotavlja, da so v naslednjem letu in pol obeti za nadaljnje znižanje inflacije boljši, saj se je tudi Vlada Republike Slovenije identificirala s ciljem znižanja inflacije in ga postavila kot enega od svojih prednostnih nalog pri približevanju sodelovanja v ERM 2.

Banka Slovenije in Vlada Republike Slovenije se zavzemata za vstop v ERM2 do konca leta 2004, ter za ustvarjanje takšnih pogojev, ki bodo omogočali sodelovanje v ERM2 najkrajše možno obdobje. Banka Slovenije in Vlada Republike Slovenije se tako zavzemata za čimprejšnji prevzem evra, ki je po njuni skupni oceni mogoč v začetku leta 2007.

3 DENARNI TRG IN NJEGOV POMEN ZA PODJETJE

3.1 Osnovne značilnosti denarnega trga

3.1.1 Opredelitev denarnega trga

“Denarni trg (*'money market'* angleško, *'Geldmarkt'* nemško, *'marché monétaire'* francosko, in *'mercato di denaro'* italijansko) je del finančnega trga, in sicer ga tvorijo institucije, instrumenti ali finančne oblike in vsi posli, kjer gre za začasno prenašanje prihrankov (tekoče večanega premoženja) ali premoženja (obstoječega premoženja) na kratek rok” (Ribnikar, 1994, str. 79).

Sicer pa je skupna točka različnih avtorjev pri opredelitvi denarnega trga ta, da gre za trg, na katerem se trguje izključno s kratkoročnimi dolžniškimi finančnimi oblikami z dospelostjo do enega leta.

Ribnikar pravi, da denarni trg v najširšem smislu obsega vsa kratkoročna posojila, ki se kot taka štejejo, če je njihova dospelost ob odobritvi do enega leta (Ribnikar, 1994, str. 79).

Prohaska govori o denarnem trgu kot o trgu zelo kvalitetnih, visoko likvidnih instrumentov z rokom dospelja do enega leta. Po njegovem zajema denarni trg v najširšem smislu vse prenose finančnih sredstev oziroma finančne tokove, ne glede na način prenosa (posreden, neposreden), ne glede na finančne oblike, ki so pri tem uporabljene (denarne oblike, oblike kreditov, oblike vrednostnih papirjev), ter ne glede na finančne institucije, ki te prenose izvajajo. Najpomembnejša lastnost denarnih trgov je v dejstvu, da omogočajo prenos velikih vsot denarja od enega subjekta k drugemu v relativno kratkem času in z relativno nizkimi stroški prenosa. Prohaska dalje pravi, da je nastanek denarnega trga posledica tega, da prejemki posameznih ekonomskih subjektov ne sovpadajo z njihovimi izdatki. Na denarnih trgih se srečujeta ponudba in povpraševanje po likvidnih sredstvih. Vloga instrumentov denarnega trga pa je, da te ponudnike in povpraševalce medsebojno povezujejo (Prohaska, 1999, str. 17).

Za nemške avtorje je značilno, da denarni trg pojmujejo ozko. Ribnikar v zvezi s tem citira nemška avtorja Obsta in Hinterja. “Denarni trg je v ZR Nemčiji trg, na katerem izravnavajo kreditne institucije presežke ali primanjkljaje likvidnosti, ki nastanejo pri njihovih dnevnih poslih – da bi ohranjale ustrezno raven likvidnostnih rezerv” (Obst&Hinter; Ribnikar, 1994, str. 81). V tem smislu je denarni trg zgolj medbančni trg.

Nekateri drugi avtorji govorijo o širšem konceptu denarnega trga. Denarni trg je sestavljen iz številnih delnih trgov, ki se formirajo po segmentih. Košak navaja, da takšna sistematizacija temelji na ugotavljanju, s katerimi kratkoročnimi instrumenti se na trgu trguje. Tako delni trgi predstavljajo področje trgovanja s posamezno finančno obliko z ročnostjo do enega leta (Košak, 1996, str. 6).

Kalan razlaga, da prihaja do razlik v opredelitvah predvsem zaradi različne pomembnosti posameznih delnih trgov za finančni sistem določene države, hkrati pa poudarja, da se vsi avtorji strinjajo, da je denarni trg finančni trg, na katerem se trguje izključno s kratkoročnimi dolžniškimi instrumenti z dospelostjo do enega leta (Kalan, 2001, str. 4).

Navkljub posebnostim, pogojenim s specifikom posamezne države, opredelitve najdejo skupno pot v nekaterih bistvenih značilnostih, kot sta na primer kratkoročna narava trga in

njegova visoka likvidnost, zaradi česar so udeleženci (praviloma) izpostavljeni majhnemu tržnemu tveganju.

3.1.2 Predmet trgovanja na denarnem trgu in funkcija denarnega trga

Košak pravi, da iz samega poimenovanja 'denarni trg' ne moremo avtomatsko sklepati, da gre na denarnem trgu za trgovanje z denarjem, dasiravno se vsaj v žargonu poklicnih bankirjev uporablja izključno navedena formulacija (Košak, 1996, str. 8). Ribnikar se predmeta trgovanja dotakne takole: "Na denarnih trgih se torej ne trguje z denarjem, ampak se z njim plačuje, kakor na vsakem trgu" (Ribnikar, 1994, str. 82).

Če bi sedaj povzeli, kaj je predmet trgovanja na denarnem trgu, je to nedvomno terjatev do dolžnika, ki je izdal določeno finančno obliko, vnovčljivo na vpogled ali v roku do enega leta, ter se hkrati zavezal, da bo obljubo, dano ob izdaji finančne oblike, izpolnil.

Funkcijo denarnega trga pa lahko prepoznamo v njenem najširšem smislu, kot posredovanje prihrankov od gospodarskih enot s finančnimi presežki h gospodarskim enotam s finančnimi primanjkljaji. V najširšem smislu zato, ker to velja za finančne trge na splošno in torej tudi za denarni trg.

Nastanek denarnega trga je namreč posledica tega, da prejemki posameznih ekonomskih subjektov ne sovpadajo z njihovimi izdatki. Za pokrivanje tekočih obveznosti so prisiljeni del sredstev obdržati v likvidni obliki, kar pa jim zaradi nizkega (ali sploh nobenega) obrestovanja povzroča oportunitetne stroške. Da bi se tem v čimvečji meri izognili, jih skušajo ekonomski subjekti z začasno nepotrebniimi likvidnimi sredstvi porabiti za varne naložbe, ki jih je mogoče po potrebi spet spremeniti v likvidno obliko.

To je samo en vidik funkcije in pomena denarnih trgov. Drugi, enako pomemben je, da ta prosta sredstva potrebuje nekdo drug, ki je za to pripravljen plačati določeno ceno. Pravimo, da se na denarnih trgih srečujeta ponudba in povpraševanje po likvidnih sredstvih. Instrumenti denarnega trga imajo nalogo, da ponudnike in povpraševalce medsebojno povežejo.

Cooper in Fraser denarnemu trgu pripisujeta funkcijo nekakšnega kazalca likvidnosti v gospodarstvu in usmeritve denarne politike (Cooper in Fraser; Košak, 1996, str. 10).

Košak poudarja posebno pomembnost denarnega trga za delovanje bank in centralne banke, torej bančnega sistema kot celote (Košak, 1996, str. 10).

Banke kot finančne institucije opravljajo predvsem dve osnovni funkciji, in sicer delujejo kot posrednik med različnimi subjekti na finančnih trgih, ne da bi prevzemale tveganje, in so *'asset's transformers'* (Greenbaum in Thakor, 1995, str. 53).¹⁹

Zaradi te funkcije kvalitativnega preoblikovanja sredstev se banke soočajo z različnimi tveganji, med katerimi je potrebno najbolj izpostaviti likvidnostno tveganje. Problem namreč nastopi, ko pride do nenadnega velikega odtoka sredstev na strani virov ali na strani sredstev. V takih primerih si banke pomagajo najprej z likvidnostnimi rezervami, dalje z

¹⁹ Kar pomeni, da so sposobne transformirati oziroma preoblikovati ročnost svojih sredstev.

unovčevanjem državnih vrednostnih papirjev²⁰ na sekundarnem trgu ter z zadolževanjem bodisi pri centralni banki ali pa pri drugih bankah.

Sredstva banke so praviloma bolj kratkoročna kot naložbe. Banka mora natančno vedeti, kakšna je lahko največja razlika, da se zaradi zagotavljanja likvidnosti – nenaden odtok sredstev – ne bo znašla v propadu. Vendar ni samo ročnost tista, ki bi jo morala skrbeti, ampak tudi likvidnost naložb. Če ima banka med svojimi aktivimi samo netržne oziroma nelikvidne naložbe, med svojimi obveznostmi pa popolnoma likvidne vloge, je močno izpostavljena likvidnostnemu tveganju in obratno. V praksi je zato običajno, da se likvidnost bank nahaja med obema skrajnostima, torej banke delujejo le z delnimi likvidnostnimi rezervami.

Vendar se funkcije denarnega trga ne omejujejo samo na reševanje problema upravljanja likvidnosti bank, ampak omogočajo tudi razporejanje rezerv znotraj bančnega sistema ter pokažejo pomen poseganja centralne banke v bančni sistem.

Likvidne vloge pri bankah imajo lahko tako banke kot nebančni subjekti. Če svojo likvidno vlogo pri eni banki dvigne oziroma unovči neka druga banka in sredstva prenese na depozitni račun pri tretji banki,²¹ se količina rezerv (in s tem primarnega denarja) v medbančnem sistemu kot celoti ne spremeni in medbančna izravnava likvidnosti v primarnem denarju se lahko opravi prek medbančnega trga kot veje denarnega trga.

Kadar pa pride do servisiranja prenosov vlog, izven sistema poslovnih bank, ko na primer ob plačilu davkov nebančni subjekti prenesejo svoje bančne vloge na račune države pri centralni banki, pomeni ta znesek absorpcijo primarnega denarja. Nastane prostor za to, da centralna banka z nakupi ustreznih aktiv povečuje količino primarnega denarja. Tu se pokaže pomen denarnega trga v najožjem pomenu, kjer centralna banka s svojimi posegi v bančni sistem bankam zagotavlja manjkajočo likvidnost.

3.2 Pojavne oblike denarnega trga

Že v prejšnjem poglavju smo se dotaknili pojmov denarnega trga v najožjem smislu in denarnega trga v ožjem pomenu.

3.2.1 Denarni trg v najožjem pomenu

3.2.1.1 Osnovni koncept delovanja

Preprosto povedano gre pri denarnem trgu v najožjem pomenu za to, da je v transakcije vedno vključen primarni denar ali drugače povedano, v teh transakcijah vedno nastopa centralna banka. Centralna banka namreč vodi svojo politiko preko denarnega trga. Ta trg in dogajanje na njem smo že omenjali v prejšnjem poglavju, vendar smatramo, da moramo spričo pomembnosti tega segmenta še enkrat razložiti njegov koncept z malo širšega aspekta.

²⁰ Pri A.Saundersu najdemo razlago, da morajo banke pri unovčevanju vrednostnih papirjev pogosto pristati na t.i. *fire-sale price* ali drugače povedano, na ceno, na katero mora v trenutku pristati banka – imetnik sredstev – za takojšnjo prodajo. Ta cena je lahko nižja, kot bi bila, če bi se banka, ki prodaja, imela čas pogajati o njej. Več o tem glej v Saunders, 2000, str. 358.

²¹ Na primer zaradi opravljanja storitev plačilnega prometa za svoje komitente.

Namen delovanja centralnih bank je doseganje narodnogospodarskih oziroma končnih ciljev. Gre za globalnejše cilje, o katerih smo že govorili in ki imajo vsi skupno spremenljivko: znatno oddaljen časovni horizont. Kot rešitev tega problema se uporabljajo bližnji cilji in indikatorji, ki hitreje zagotavljajo informacije o učinkovanju ukrepov denarne politike.

Issing (Košak, 1996, str. 12) pravi, da morata biti za izbor bližnjega cilja izpolnjena dva osnovna pogoja:

1. Tesna povezanost bližnjega cilja s končnim ciljem.
2. Spremenljivka, ki nastopa v vlogi bližnjega cilja mora biti neposredno obvladljiva z instrumentarijem, ki ga uporablja centralna banka, poleg tega pa morajo biti tudi odzivni časi te spremenljivke na ukrep osrednje banke čim krajši.

Ker bližnji cilji še niso dovolj uporabni za operativne odločitve pri izvajanju ukrepov denarne politike, centralna banka v ta namen uporablja indikatorje denarne politike. Tudi pri indikatorjih Issing (Košak, 1996, str. 12) navaja osnovne kriterije:

1. Spremembe v indikatorju morajo obdržati predvsem delovanje ukrepov denarne politike, vsi drugi vplivi morajo biti v največji meri izločeni.
2. Odzivnost indikatorja na spremembe v ukrepih denarne politike mora biti čim hitrejša.
3. Indikator mora biti natančno izmerljiv.
4. Obstajati mora vzročna povezanost med indikatorjem ali indikatorji in bližnjim ciljem.

Najpogosteje uporabljen indikator je katera od obrestnih mer. Centralna banka natančno motri dogajanje na denarnem trgu (zlastni medbančnem), poleg obrestnih mer pa jo najbolj zanima še bančna likvidnost. Ne smemo namreč pozabiti, da centralna banka v situaciji, ko bankam primanjkuje likvidnosti in so prisiljene prosjati za likvidnost prav njo, lahko postavlja ustrezno ceno – obrestno mero, pri čemer ne skriva, da s tem želi signalizirati ustrezno referenčno obrestno mero za denarni trg.

Zaradi tega dejstva je razvijanje denarnega trga ena ključnih nalog centralne banke, saj je ta trg izjemnega pomena za prenos učinkov njenih ukrepov do celega gospodarstva. Ker nas v celotni razpravi nasploh zanima povezava med vsemi udeleženci finančnega sistema ter podjetjem kot uporabnikom storitev finančnega sistema, moramo raziskati še, kako centralna banka nastopa na trgu. Raziskati moramo njen vpliv na obrestne mere, ki za podjetje pomenijo ceno posameznega instrumenta.

Košak navaja, da je zatekanje k trgu kot objektivnemu in nepristranskemu mehanizmu za urejanje likvidnosti bančnega sistema in (ali) uravnavanje obrestnih mer, imelo za posledico vedno večjo uporabo t. i. posrednih instrumentov denarne politike, ki so dejansko omogočili razvoj principa tržnosti (Košak, 1996, str. 13).

Tako danes centralna banka pri izvajanju politike uporablja tako neposredne instrumente, s katerimi direktno vpliva na ciljne spremenljivke, kot posredne instrumente, s katerimi vpliva na razmere na denarnem trgu.

Alexander (Košak, 1996, str. 13) navaja dva osnovna kriterija za delitev instrumentov v eno od obeh skupin:

1. Uporaba neposrednih instrumentov omogoča določanje ali omejevanje cen (obrestne mere) ali količin (posojila), medtem ko uporaba posrednih instrumentov učinkuje preko trga (denarnega trga) z vplivanjem na pogoje ponudbe in povpraševanja na njem.
2. Neposredni instrumenti so predvsem usmerjeni neposredno na spreminjanje postavk v bilancah posameznih poslovnih bank, medtem ko so posredni instrumenti usmerjeni k doseganju učinkov v bilanci centralne banke.

Iz navedenih kriterijev lahko razberemo princip tržnosti, saj delovanje posrednih instrumentov temelji na izrabi tržnih vzgibov in motivov. Poslovne banke uporabljajo posredne instrumente po svoji lastni presoji in pod vplivom trenutnih razmer na denarnem trgu. Alexander pravi, da se posebna prednost omenjenih instrumentov kaže tudi v dejstvu, da omogočajo najbolj učinkovito razporeditev primarnega denarja v bančnem sistemu, torej razporeditev, ki najbolj ustreza dejanskim potrebam po tem denarju, ter oblikovanje reprezentativne tržne obrestne mere (Alexander; Košak, 1996, str.14). Centralni banki tako preostane predvsem skrb za uravnavanje likvidnosti bančnega sistema kot celote, ni pa se ji treba ukvarjati z razporejanjem primarnega denarja po bančnem sistemu in neposrednim nadzorom obrestnih mer, saj tržni mehanizmi to nalogo opravijo hitreje, ceneje in bolj učinkovito.

Centralne banke so praviloma zainteresirane za razvoj, stabilnost in učinkovitost delovanja finančnih trgov nasploh in še posebej denarnega trga ne samo zaradi splošnogospodarskih interesov, ki se kažejo v učinkovitosti prenosa prihrankov prek teh trgov, pač pa tudi zaradi uspešnosti izvajanja lastnih denarnih politik, kjer se finančni trgi pojavljajo kot del transmisijskih mehanizmov, prek katerih se skuša z denarnopolitičnimi ukrepi dosežati konkretne končne cilje.

Za centralne banke je (neposredno) najpomembnejši denarni trg v najožjem pomenu, ki zajema uporabo vseh instrumentov, s katerimi skuša centralna banka vplivati na rezerve poslovnih bank, vendar se tega segmenta medbančnega trga ne da obravnavati popolnoma ločeno od denarnega trga v ožjem pomenu ali medbančnega denarnega trga, na katerem prihaja do izravnave učinkov delovanja centralne banke.

3.2.1.2 Najpogostejše skupine instrumentov, s katerimi centralna banka posega na denarni trg

V okviru skupine instrumentov ima centralna banka na voljo več vrst instrumentov, katerih delovanje se praviloma vedno (neposredno ali posredno) odraža na spreminjanju rezerv poslovnih bank. Najpogosteje jih razvrščamo takole:

1. Posegi centralne banke na podlagi odprtih ponudb
2. Operacije na odprtem trgu
3. Instrument obveznih rezerv
4. Avtonomni dejavniki spreminjanja bančnih rezerv

a. Posegi centralne banke na podlagi odprtih ponudb

Z intervencijami centralne banke na podlagi odprtih ponudb označujemo posege osrednje banke na denarnem trgu v najožjem smislu. Ribnikar te posege razlaga kot posege na 'zaprtem' trgu, kjer centralna banka nastopa kot oblastna institucija z izvajanjem mehanizma

reeskonta in refinanciranja.²² Tako so kot najpogostejši instrumenti za poseganje centralne banke na podlagi odprtih ponudb največkrat omenjeni: možnost refinanciranja po kazenski obrestni meri, ki je višja od tržne obrestne mere, posojila poslovnim bankam po obrestni meri, ki je nižja od tržne obrestne mere ali blizu tržne obrestne mere, in možnost naložb pri osrednji banki ali temu instrumentu ekvivalentni posegi.

Gre za neposredni instrument centralne banke, kjer pa je pobuda na strani poslovnih bank. Po drugi strani je skupna značilnost teh posegov, da osrednja banka določi obrestne mere, po katerih se transakcije izvršijo. Te obrestne mere se spreminjajo le občasno in so poslovnim bankam poznane vnaprej, prav tako kot tudi morebitni dodatni pogoji, ki morajo biti izpolnjeni, da lahko poslovna banka pridobi posojilo centralne banke oziroma pri njej naložba prosta likvidnostna sredstva.

V preteklosti se je tovrstnim posegom pripisovala zelo pomembna vloga denarne politike predvsem v obliki diskontnih posojil, dandanes pa se je povečal vpliv principa tržnosti v vodenju denarne politike, tako da se je povečal pomen operacij na odprtem trgu na račun posegov na podlagi odprtih ponudb.

Posegi na podlagi odprtih ponudb so v različnem obsegu v uporabi pri centralnih bankah v praktično vseh državah Evropske zveze ter tudi v ZDA, Kanadi in na Japonskem.

b. Operacije na odprtem trgu

S pojmom operacije na odprtem trgu se označujejo vse transakcije, pri katerih osrednja banka s prodajami in nakupi vrednostnih papirjev v obliki licitacij v svojem imenu in za svoj račun preko trga vpliva na povečanje ali zmanjšanje količine primarnega denarja. Centralna banka nastopa na trgu kot običajni kupec ali prodajalec teh papirjev, kar pomeni da mora plačati ali sprejeti ceno, ki jo določa trg. Pobuda je v tem primeru na strani centralne banke, s tem, da določa pogostnost, termin in trajanje posegov ter tudi količinski obseg posegov ali obrestno mero, pri kateri so intervencije izvedene. Vse to osrednji banki zagotavlja izjemno visoko stopnjo prilagodljivosti pri uporabi obravnavane skupine instrumentov.

V sodobnih centralnobančnih praksah se poleg dokončnih (nepovratnih) nakupov in prodaj vrednostnih papirjev med operacije na odprtem trgu uvrščajo tudi vse povratne transakcije (reversed transactions), devizne zamenjave (foreign exchange swaps), izdajanje kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev in možnosti bančnih naložb pri centralni banki, pri čemer obrestna mera ni določena vnaprej.

Med najpomembnejše funkcije, ki jih tovrstne operacije opravljajo, moramo upoštevati zlasti naslednje:

1. Možnost refinanciranja poslovnih bank pri centralni banki.
2. Vpliv na obrestne mere medbančnega trga bodisi v smislu zmanjševanja njihove variabilnosti bodisi v smislu njihovega usmerjanja.
3. Signaliziranje usmeritev denarne politike, na primer oblikovanje obrestnih mer.
4. Njihova uporabnost za centralne banke pri pridobivanju povratnih informacij s finančnih trgov, ki jih denarne oblasti potrebujejo pri pripravi ukrepov denarne politike.

²² Več o tem najdemo pri Ribnikarju: *Od denarja do medvedjega trenda*, 1994, str. 51.

Centralne banke za izvajanje operacij na odprtem trgu uporabljajo domala izključno kratkoročne vrednostne papirje, kar je v skladu z usmerjenostjo večine osrednjih bank v nadzor kratkoročnih obrestnih mer. Osrednje banke tudi vedno določijo, kateri vrednostni papirji so zanje sprejemljivi oziroma ustrezni. Največkrat so to državni vrednostni papirji ali papirji, ki jih izdajajo same centralne banke. V kolikor uporabljajo še kakšen drug vrednostni papir, gre v glavnem za nakupe in prodajo papirjev samo tistih institucij z največjim zaupanjem ali, kakor pravi Ribnikar, '*credit ratingom*' (Ribnikar, 1994, str. 52). Razloge za to gre iskati predvsem v dejstvu, da so to papirji z nizkim tveganjem, za katere pogosto obstajajo dobro razviti, globoki sekundarni trgi.

A.V. Wetherilt je raziskovala, ali je Velika Britanija izbrala pravo ogrodje za vodenje denarne politike glede na okvire, znotraj katerih se gibajo obrestne mere na denarnem trgu. Osnovna hipoteza, iz katere je izhajala, je bila, da želijo centralne banke minimizirati variabilnost med ključnimi obrestnimi merami denarnega trga ter obrestno mero instrumentov njene denarne politike. Naredila je empirično raziskavo za operacije na odprtem trgu v Veliki Britaniji za obdobje sedmih let in odkrila, da Bank of England lahko najbolje doseže omenjeni cilj tako, da se osredotoči na svoj instrument, ki v trgovanju nastopa dnevno. Pri tem se je uporabila obrestno mero dvotedenskega repoja Bank of England (*the two-week repo rate*). Rezultati so pokazali, da ima ožanje spreadov med dvotedensko obrestno mero denarnega trga in dvotedensko repo obrestno mero Bank of England za posledico manjšo volatilitnost na denarnem trgu v kratkem obdobju. Nasprotno pa je raziskava pokazala, da imajo dvotedenske obrestne mere denarnega trga majhen vpliv na volatilitnost denarnega trga v daljšem obdobju. Generalno gledano je torej bolje, da pri reduciranju volatilitnosti denarnega trga na kratek rok sodeluje tudi centralna banka z izvajanjem svoje operativne denarne politike (v našem primeru Bank of England z dvotedenskim repojem) (A.V.Wetherilt, 2002, 39 str.).

c. Obvezna rezerva

“Obvezne rezerve bank (*'required reserves'* angleško, '*Mindestreserven'* nemško in '*réserves obligatoires'* francosko) so imetja ali aktiva v denarju centralne banke, ki jih morajo imeti banke” (Ribnikar, 2001, str. 289).

Vzdrževanje obveznih rezerv zahteva centralna banka in tako se predpisovanje odstotka obvezne rezerve po eni strani šteje za instrument denarne politike, ki se uvršča med posredne instrumente, in sicer v skupino t. i. netržnih posrednih instrumentov. Vendar Ribnikar pravi, da se odstotek obveznih rezerv večinoma ne uporablja kot instrument denarne politike. Če je tako, gre za ekonomijo, ki ima slabo razvit denarni trg in je bližje gospodarstvu s finančno represijo kot gospodarstvu s finančno liberalizacijo (Ribnikar, 2001, str. 291). Z instrumentom obvezne rezerve osrednja banka od poslovnih bank zahteva vzdrževanje določenega zneska rezerv v primarnem denarju, ki se izračunava kot odstotek od obveznosti poslovnih bank do svojih komitentov. Gre predvsem za odstotek na vloge komitentov ali za odstotek na kaj drugega v premoženjski bilanci bank.

Obvezne rezerve vedno nastopajo, kot že prej omenjeno, v delnem znesku od celotnih vlog, se ne obrestujejo in predstavljajo za banke nedonosno aktivo.

Pri naši razpravi o denarnem trgu v najožjem smislu obravnavamo instrument obvezne rezerve kot pomemben dejavnik, ki odločilno sovpliva na spremembe v povpraševanju po primarnem denarju in posredno tudi na ponudbo na medbančnem denarnem trgu. Tovrstni vplivi na povpraševanje in ponudbo primarnega denarja se po Issingovem mnenju pojavljajo predvsem prek spreminjanja nekaterih dejavnikov (Issing; Košak, 1996, str. 20).

1. Prek spreminjanja višine odstotka obvezne rezerve

Spreminjanje odstotka obveznih rezerv je pri večini centralnih bank prej izjema kot pravilo; k njemu se zatekajo zelo redko, saj so učinki takšnih sprememb na količino denarja v obtoku zaradi vpliva na denarni multiplikator izredno veliki, kar pa je v nasprotju s težnjami in dejanskimi potrebami osrednjih bank, da bi čimbolj razvile delovanje instrumentov fine regulacije.

Višje zahtevane obvezne rezerve pomenijo zmanjšanje donosnosti bančnega poslovanja. To poslovne banke prisili v zviševanje aktivnih obrestnih mer, kar se odrazi v zvišanju obrestnih mer na medbančnem trgu.

2. Prek spreminjanja strukture vlog pri poslovnih bankah, na katere se obračunava obvezna rezerva

Gre za to, ali so za vloge različnih ročnosti predpisani različni odstotki obvezne rezerve. Povečevanje deleža vlog, na katere je potrebno izločiti obvezno rezervo v višjem odstotku, sproži podobne učinke kot zvišanje odstotka obveznih rezerv, saj so banke primorane pridobiti dodatni primarni denar, da lahko povečajo svoje rezerve.

3. Prek načina obračunavanja in izpolnjevanja obvezne rezerve, ki lahko povzroča določena nihanja likvidnosti in obrestnih mer na denarnem trgu

Pomembna sta dva kriterija, in sicer dolžina obdobja za izračun in izpolnjevanje obveznosti ter njuno prekrivanje in metodologija izračunavanja. Na splošno velja, da relativno daljša obdobja pomenijo manj pogosta, vendar bolj intenzivna nihanja likvidnosti in obrestnih mer na medbančnem denarnem trgu, k čemur dodatno prispeva tudi sama metodologija izračunavanja obveznosti.

d. Avtonomni dejavniki spreminjanja bančnih rezerv

Na zmožnost nadzora centralne banke nad obrestnimi merami na medbančnem trgu prek višine skupnih rezerv poslovnih bank v bančnem sistemu vplivajo še druge vrste dejavnikov, ki se v literaturi označujejo kot avtonomni dejavniki: gotovina v obtoku, denar v plačilnem prometu, neto pozicija banke in spreminjanje neto tuje aktive.

Spreminjanje gotovine kot sestavine primarnega denarja se neposredno odraža v višini rezerv posamezne poslovne banke. Centralna banka na te spremembe ne more vplivati, lahko samo spremlja njihovo dinamiko in jo skuša čim bolj predvidevati, saj ob morebitnih velikih nihanjih za nevtralizacijo uporablja ukrepe denarne politike.

Denar v plačilnem prometu je odvisen od organizacije in tehnik, ki se uporabljajo pri izvajanju plačilnega prometa v določeni državi. Na splošno gre za neuskkljenost med odobritvijo računa banke prejemnice plačila in obremenitvijo računa banke plačnice.

Neto pozicija države pri centralni banki se kaže prek zadolževanja in depozitov države pri centralni banki. Gre za posreden vpliv na spreminjanje količine primarnega denarja in s tem na dogajanje na medbančnem denarnem trgu. Zadolževanje države pri centralni banki se lahko izvaja v obliki dodeljevanja posojil ali prek nakupa državnih vrednostnih papirjev. Druga možnost kreditiranja so nakupi finančnih instrumentov države. Ta možnost je z vidika obvladovanja razmer na denarnem trgu na splošno bolj sprejemljiva.

Drugo pomembno področje odnosov med osrednjo banko in državo predstavljajo vloge države pri centralni banki oziroma pri poslovnih bankah. Če ima država na primer proračunska sredstva v celoti na računu pri centralni banki, jih lahko v skladu z dogovorom z ministrstvom za finance delno ali v celoti, omejeno ali neomejeno, uporablja za izvajanje ukrepov denarne politike.

O spreminjanju neto tuje aktive centralne banke kot avtonomnem dejavniku lahko govorimo, če je centralna banka (v vsakem primeru) obvezana kupovati oziroma prodajati devize na deviznem trgu bodisi zaradi vzdrževanja tečaja domače valute bodisi zaradi opravljanja deviznih transakcij v imenu in za račun države, ki so posledica opravljanja plačilnega prometa s tujino v imenu države in morebitnega zadolževanja v tujini ali vračanja posojil tujim upnikom.

3.2.2 Medbančni denarni trg

3.2.2.1 Splošno o medbančnem trgu

Posebej pomemben segment vsakega nacionalnega denarnega trga je medbančni denarni trg, ki predstavlja segment denarnega trga v ožjem pomenu, na katerem se izvajajo prenosi likvidnosti bodisi s kratkoročnim posojanjem denarja bodisi prek trgovanja s prvovrstnimi kratkoročnimi tržnimi vrednostnimi papirji. Vendar se ti prenosi likvidnosti dogajajo le med poslovnimi bankami, medtem ko je centralna banka izvzeta iz tega trgovanja. Osnovni namen tega trga je izravnava trenutnih presežkov oziroma dnevnih primanjkljajev.

V osnovi moramo razlikovati dva segmenta medbančnega denarnega trga:

1. Medbančni denarni trg, kjer se prenosi likvidnosti med bankami opravljajo preko trgovanja z netveganimi oziroma nizko tveganimi finančnimi oblikami. Prevladujejo visokokvalitetni kratkoročni vrednostni papirji, ki jih največkrat izda država ali centralna banka. Košak omenja kot osnovne prednosti takih papirjev, minimizirano likvidnostno tveganje, ozko obrestno tveganje (zaradi izrazito kratkoročne narave papirjev) ter praktično odpravljeno kreditno tveganje, saj se v vlogi dolžnika pojavljata država in centralna banka (Košak, 1996, str. 36). Boniteta izdajateljev vrednostnih papirjev je v tem primeru izredno visoka, saj se vedno upošteva boniteta izdajateljev, ne pa boniteta ponudnika na sekundarnem trgu. Tu pridejo v poštev še izdaje vrednostnih papirjev s strani drugih izdajateljev, vendar morajo imeti zelo visoko boniteto.
2. Medbančni denarni trg, na katerem se opravljajo kratkoročni prenosi likvidnosti med bankami v obliki medsebojnega kratkoročnega kreditiranja. Osnovna oblika medbančnega denarnega trgovanja so likvidnostna posojila, poleg tega pa se uporabljajo tudi medbančni depoziti. Ti se vsebinsko od likvidnostnih posojil sicer ne razlikujejo, gre le za delitev po ročnosti sredstev. Depoziti so likvidnostna posojila z rokom vračila, daljšim od enaintrideset dni, in temu ustrezno je nekoliko višja tudi obrestna mera. Ta segment medbančnega denarnega trgovanja je sicer prisoten v vseh bančnih sistemih, vendar Košak pravi, da na splošno velja: čim manj je razvit segment trgovanja s kratkoročnimi finančnimi oblikami, tem bolj je razvito medbančno posojanje v obliki kratkoročnega medbančnega kreditiranja in obratno (Košak, 1996, str. 36).

3.2.2.2 Funkcija in učinkovitost medbančnega trga

Košak razpravlja tudi o funkciji in učinkovitosti medbančnega denarnega trga. Navaja, da Obst in Hinter opredelita funkcijo medbančnega denarnega trga z dveh vidikov:

1. Z vidika poslovnih bank, za katere je medbančni denarni trg pomemben predvsem kot vir likvidnosti ali kot finančni trg, kjer je možno plasirati trenutne presežke likvidnosti v nakup kratkoročnih in netveganih finančnih oblik. Poslovnim bankam ta tržni segment pomaga uravnavati likvidnost.
2. Z vidika centralne banke, za katero medbančni trg predstavlja pomemben vir povratnih informacij o posledicah izvajanja ukrepov denarne politike, poleg tega pa učinkovito delujoč denarni trg, zagotavlja, da se posledice centralnobančnih intervencij razlijejo po celotnem bančnem sistemu, kar je obenem tudi pogoj za učinkovit prenos učinkov denarne politike na realni sektor (Obst in Hinter; Košak, 1996, str. 37).

Učinkovitost medbančnega denarnega trga Košak poveže z obema funkcijama, ki smo ju omenjali prej, in navaja mnenje Kinga, da lahko govorimo o učinkovitem medbančnem denarnem trgu, če:

- denarni trg predstavlja tako učinkovit mehanizem, da se prek njega lahko uspešno signalizirajo spremembe v denarni politiki. Zmožnost signaliziranja je pomembna predvsem zaradi izjemnega vpliva centralnobančnih posegov na domačem denarnem in deviznem trgu za dogajanje na vseh segmentih finančnih trgov v gospodarstvu.
- denarni trg zagotavlja doseganje učinkovitega razporejanja centralnobančne likvidnosti med bankami v bančnem sistemu. To se dogaja prek posegov centralne banke na denarnem trgu. Pri tem kriteriju navaja King še pomen mikrostrukture denarnega trga za njegovo delovanje, pri čemer kot najpomembnejše elemente te strukture navaja: oblike poseganja centralne banke na denarni trg, pogostnost (frekvenca) poseganja ter število in vrste udeležencev denarnega trga, preko katerih centralna banka deluje (King; Košak, 1996, str. 39).

Učinkovitost razlaga Košak še s Timmermannom, ki pravi, da morata biti za učinkovito delovanje medbančnega denarnega trga izpolnjena vsaj dva potrebna pogoja:

1. Kratkoročne medbančne terjatve, kot rezultat medbančnega kreditiranja, morajo biti po svoji kakovosti primerljive s terjatvami do centralne banke in jih morajo poslovne banke obravnavati kot netvegane terjatve.
2. Poslovne banke morajo razpolagati s finančnimi aktivimi (državni, centralnobančni ali vrednostni papirji drugih izdajateljev z najvišjo boniteto), ki jim omogočajo refinanciranje pri osrednji banki, s čimer je zagotovljena možnost, da poslovne banke, v okviru razpoložljivih možnosti, kadarkoli pridejo do primarnega denarja neposredno pri centralni banki (Timmermann; Košak, 1996, str. 39).

Če smo se do sedaj ukvarjali z opredelitvijo učinkovitosti medbančnega trga, je smiselno, da opredelimo še dejavnike učinkovitosti medbančnega trga.

Za preučevanje dejavnikov učinkovitosti je zlasti pomemben segment medbančnega denarnega trga, na katerem se opravljajo kratkoročni prenosi likvidnosti med bankami v obliki medsebojnega kratkoročnega kreditiranja. Ta segment je najpomembnejši tudi v slovenskih razmerah, zato je preučevanje dejavnikov učinkovitosti toliko bolj aktualno.

Pri preučevanju dejavnikov učinkovitosti bomo izhajali iz tveganj, katerim so banke izpostavljene v obeh segmentih delovanja (omenjenih na začetku poglavja) medbančnega denarnega trga. Poudarek bo na drugem segmentu, tj. izravnavanju likvidnosti med bankami.

Pri medsebojnem kreditiranju bank sta močno izpostavljeni likvidnostno in kreditno tveganje. Obe sta sicer pomembni tudi pri prenosu likvidnosti prek trgovanja s kratkoročnimi vrednostnimi papirji, pri prvem segmentu torej, vendar nas zanima razlika, ki nastaja zaradi dejstva, da se v primeru medbančnega kreditiranja posojilodajalke srečujejo z likvidnostnim in kreditnim tveganjem vseh potencialnih bank posojilojemalk. Pri trgovanju s kratkoročnimi vrednostnimi papirji, pa imajo banke opraviti samo z boniteto enega subjekta, na primer države ali centralne banke kot izdajateljic vrednostnega papirja. Posledično je tudi kreditno in likvidnostno tveganje vezano samo na enega od teh dveh.

Prav v tej razliki lahko iščemo ključ za analiziranje dejavnikov, ki določajo učinkovitost delovanja medbančnega kreditiranja. Ti dejavniki so zlasti pomembni, če pride do povečanja negotovosti in zmanjšanja zaupanja med sodelujočimi udeleženci na medbančnem trgu. V nadaljevanju bomo skušali prikazati, da gre v takem primeru za problem informacijske negotovosti oziroma asimetričnosti informacij, ki se kaže v neenaki razpoložljivosti informacij, ki so pomembne za odločanje udeležencev trga. Asimetričnost informacij pa vodi bodisi v problem napačne izbire ali v problem moralnega tveganja. O problemu napačne izbire in moralnega hazarda, ki ima lahko za posledico širšo finančno krizo, veliko govori tudi Mishkin.²³

a. Problem napačne izbire

Gre za tveganje izbire s strani posojilodajalca, ki tvega, da bo posojilo odobril napačnemu posojilojemalcu. Problem napačne izbire se na finančnih trgih pojavlja, ko se potencialni posojilojemalci s slabo kreditno boniteto pojavljajo v vlogi najbolj aktivnih iskalcev posojil, zaradi česar je velika verjetnost, da bo posojilo odobreno ravno enemu izmed njih. Potencialni posojilodajalci bi se zaradi tega lahko odločili, da sploh ne bodo posojali, kljub temu da so med potencialnimi posojilojemalci tudi takšni z ugodno boniteto.

Omenjeni problem se na medbančnem denarnem trgu rešuje podobno kot na drugih trgih in sicer z vzpostavljanjem ustreznega signalnega mehanizma. Ker je medbančni denarni trg zaradi svoje izrazito kratkoročne naravnosti in specifičnega namena, ki se kaže v funkciji posredovanja likvidnosti, različen od drugih finančnih trgov, pravi Košak, da mora biti tej drugačnosti prilagojen tudi signalni mehanizem za razreševanje problema napačne izbire. Namesto klasičnih signalov, ki so uporabni na drugih finančnih trgih, so se za premagovanje obravnavanega problema uveljavile naslednje oblike delovanja medbančnih denarnih trgov (Košak, 1996, str. 41):

1. Za kratkoročne prenose likvidnosti prek medbančnega kreditiranja se ne uporablja instrumentov zavarovanja transakcij, vendar trg kljub temu uspešno deluje. Razlog za to so banke, ki si želijo na dolgi rok ustvariti dobro ime in prisotnost na trgu in so za to tudi pripravljene prevzeti riziko.
2. Drugi način predvideva sistem posrednikov (brokerjev), prek katerih poteka najemanje in dajanje kratkoročnih likvidnostnih posojil. Sistem posredništva omogoča, da se na

²³ Več o tem najdemo v: F.S.: Mishkin: The Economics of Money, Banking and Financial Markets. 5th Edition, Harper Collins, 1998, pogl. 9, str. 195-225 .

tem delu denarnega trga v ožjem pomenu pojavljajo tudi subjekti, ki niso banke, na primer druge finančne institucije ter velika podjetja. Sistem posredništva olajša preverjanje bonitete posojilojemalca, saj to delo opravi posrednik.

3. Tretja oblika medbančnega kreditiranja je ponekod organizirana v obliki formalnih bančnih združenj, ki uokvirjajo pravila sodelovanja na trgu ter hkrati zagotavljajo nadzor nad spoštovanjem teh pravil. V tem primeru taka formalna medbančna institucija s svojimi aktivnostmi prevzame vlogo signalnega mehanizma.

b. Problem moralnega tveganja

Ključni dejavnik, ki povzroča nastanek problema moralnega tveganja je problem principal – agent. Ta problem izvira iz različnih motivov delovanja principalov in agentov. Zlasti agent lahko skuša maksimizirati samo svojo individualno koristnost, ne oziraje se na to, kako bo njegovo delovanje vplivalo na koristnost principala. Aktivnosti agentov so lahko principalom skrite, vendar lahko signifikantno povečajo koristnost agentov oziroma zmanjšajo koristnost principalov.

Košak navaja, da se reševanje problema moralnega tveganja na splošno lahko izvaja na dva osnovna načina (Košak, 1996, str. 42):

1. Oblikovanje ustrezne kreditne pogodbe, ki vsaj približno zagotavlja skladnost posojilojemalčevih aktivnosti z interesi posojilodajalca, tako da prvi ne deluje na škodo drugega. Uskladitev je možna na več načinov: jamstva, omejitvene klavzule (*restrictive covenants*).
2. Drugi način obvladovanja moralnega tveganja predstavlja periodično obnavljanje pogodbenega razmerja, ki v kombinaciji s posojilodajalčevim nadzorom nad aktivnostmi posojilojemalca onemogoča izvajanje aktivnosti, ki niso v interesu posojilodajalca. Predpostavlja se namreč, da bo posojilojemalec v prizadevanjih, da obdrži ugodnejše kreditne pogoje, motiviran za ohranjanje svojega poslovnega ugleda in ne bo deloval v škodo posojilodajalca. Vendar je bilo empirično ugotovljeno, da si ekonomski subjekti vedno ne prizadevajo prvenstveno za brezpogojno ohranjanje svojega dobrega ugleda, ker dajejo prednost sedanji potrošnji pred potrošnjo v prihodnosti ali z drugimi besedami, želijo maksimizirati svojo sedanjo koristnost tudi na škodo posojilodajalcev.

c. Racioniranje posojil

“Z racioniranjem posojil je definirano stanje, v katerem posojilodajalec, kljub prostemu kreditnemu potencialu, zavrne odobritev posojila posojilojemalcu po obrestni meri, ki sicer velja za bonitetno skupino, kateri posojilojemalec pripada” (Košak, 1996, str. 43).

Tudi Saunders govori o racioniranju posojil (*credit rationing*), in sicer kot o omejitvi količine posojil, ki so na razpolago za posamezne individualne posojilojemalce (A.Saunders, 2000, str. 214).

Saunders razlaga, da se na splošno manjšim individualnim posojilojemalcem, kjer je dražje tudi zbiranje informacij o njihovi boniteti, omejuje kreditiranje glede na količino črpanja kredita, medtem ko se večjim posojilojemalcem omejuje odobreno kvoto z razliko v ceni kredita oziroma v odobreni obrestni meri.

Tako na splošno velja, da se pri manjših posojilojemalcih (*at the retail level*) omejuje kreditno tveganje z racioniranjem posojil, pri večjih posojilojemalcih (*at the wholesale level*) pa se upoštevata oba kriterija, torej tako razlika v ceni oziroma obrestni meri, kot omejitev količine črpanja.

Ko banke objavijo osnovno obrestno mero (*prime rate*) po kateri so pripravljene kreditirati komitente, so posojilojemalci z nižjim tveganjem (*lower-risk customer*) deležni posojil z odobreno obrestno mero, ki je nižja od osnovne obrestne mere. Bolj visoko rizični posojilojemalci dobijo posojilo pod manj ugodnimi pogoji, kot je osnovna obrestna mera. Tako se posojilojemalcem s slabšo kvaliteto zaračuna dodatek glede na osnovno obrestno mero v obliki premije za riziko neplačila (*default risk premium*), s katero banke kompenzirajo dodatni riziko, ki je prisoten pri teh komitentih.

Saunders pravi, da odnos med obljubljeno obrestno mero in pričakovanim donosom posojila pokaže, da je za banke posojilodajalke boljše, če pod neko določeno ravno obrestne mere racionirajo velika posojila ali drugače povedano, jih sploh ne odobrijo ali pa odobravajo samo manjše zneske. Izkaže se namreč, da je boljše določiti neko zgornjo mejo (limit višine posojila), ki so jo pripravljene posoditi, kot pa iskati racionalnost v diferenciaciji obrestnih mer pri različnih posojilojemalcih, saj so na ta način maksimizirani pričakovani donosi teh posojil.

S teorijo racioniranja posojil torej lahko pojasnimo tudi nekatera stanja na medbančnem denarnem trgu, ko zaradi prevelike informacijske negotovosti banke kljub likvidnostnim presežkom ne posojajo bankam z likvidnostnimi primanjkljaji in trg postane neučinkovit v smislu nezmožnosti prenosa medbančne likvidnosti.

3.3 Denarni trg v Sloveniji

3.3.1 Segmenti slovenskega denarnega trga

Segmente slovenskega denarnega trga bi lahko iskali med:

- Banko Slovenije
- Ministrstvom za finance
- medbančnim denarnim trgom

Vsak od teh segmentov ima svoje značilnosti, zato si jih pogledjmo bolj od blizu.

3.3.1.1 Banka Slovenije v vlogi centralnomonetarne institucije

Banka Slovenije je na domačem trgu v obdobju po osamosvojitvi Slovenije igrala dominantno vlogo. Pri tem imamo v mislih njene neposredne posege v okviru denarne politike – ti so temeljili na doseganju njenih prednostnih ciljev – ter posredne vplive na obrestno in tečajno politiko slovenskih poslovnih bank.

Banka Slovenije trenutno uporablja instrumente, s katerimi bankam likvidnost odvzema in instrumente, s katerimi bankam daje dodatno likvidnost. V letu 2000 je Banka Slovenije svoj instrumentarij nekoliko zožila.

Instrumenti, s katerimi Banka Slovenije zagotavlja bankam dodatno tolarsko likvidnost in ki so na voljo od začetka leta 2003, so:

- lombardna posojila, ki so z odprto ponudbo ponujena bankam in hranilnicam za en delovni dan na podlagi zastavljenih blagajniških zapisov Banke Slovenije ali državnih vrednostnih papirjev v višini 110 % od zneska posojila. Obrestna mera je določena s Sklepom o lombardni obrestni meri in obrestni meri za depozit čez noč;
- repo ali začasna prodaja blagajniških zapisov banke Slovenije (prodaja z obveznim povratnim odkupom: 7- dnevni);
- Začasna prodaja deviz (t. i. 'devizni Swap') : 7- in 14- dnevna.

Instrumenti Banke Slovenije za plasma tolarskih in deviznih sredstev bank, ki so na voljo od začetka leta 2003, pa so naslednji:

- tolarski instrumenti (60- , 270- ter 360- dnevni blagajniški zapisi, ki so bili na voljo samo v januarju 2003):
- devizni blagajniški zapisi v EUR in USD (60- , 90- in 120- dnevni blagajniški zapisi).

Tolarski blagajniški zapisi so imenski vrednostni papirji, ki jih vpisujejo banke in hranilnice za 60 in 270 dni (3. aprila 2000 so bili ukinjeni blagajniški zapisi Banke Slovenije v tolarih z ročnostjo 7, 14 in 30 dni, 1. julija 2000 blagajniški zapisi z ročnostjo 2 dni, 21. decembra 2001 12-dnevni ter 14. januarja 2003 360-dnevni tolarski blagajniški zapisi). Banka Slovenije ponuja 60-dnevne tolarske blagajniške zapise preko odprte ponudbe, 270- dnevne pa od novembra 2001 prodaja preko avkcij. Obrestna mera za navedene blagajniške zapise je nominalno podana.

Banka Slovenije pozna sledeče obrestne mere:

Eskontna obrestna mera: je obrestna mera, po kateri centralna banka eskontira vrednostne papirje bank. 1. januarja 2003 se je eskontna obrestna mera ukinila.

Lombardna obrestna mera: že prej omenjena mera za lombardno posojilo.

Obrestna mera obveznih rezerv: je mera, po kateri Banka Slovenije bankam plača obresti od izločenih obveznih rezerv. Obrestna mera obvezne rezerve znaša od oktobra 1991 dalje 1 odstotek.

Zakonska zamudna obrestna mera: je obrestna mera, po kateri se obrestujejo denarne obveznosti v domačem denarju od dneva nastanka dolžnikove zamude do dneva plačila. Po zakonski zamudni obrestni meri plača banka Banki Slovenije tudi nadomestilo, če ne izpolnjuje predpisane povprečne obveznosti obveznih rezerv. Od 28. 06. 2003 znaša predpisana obrestna mera zamudnih obresti 17 %.

Repo obrestna mera: se uporablja za posojila, odobrena na osnovi začasnega odkupa blagajniških zapisov Banke Slovenije v tujem denarju z obveznim povratnim odkupom čez 7, 28 ali 60 dni. Je ponderirano povprečje dnevni repo obrestni mer (28- dnevni repo je bil ukinjen avgusta 2000, 60-dnevni repo pa februarja 2003). Repo obrestna mera je podana kot efektivna obrestna mera.

Obrestna mera za depozit čez noč: je obrestna mera, po kateri se obrestujejo depoziti, ki jih banke in hranilnice čez noč vežejo pri Banki Slovenije.

Obrestna mera za likvidnostna posojila: je mera za posojila Banke Slovenije, ki se uporabljajo za uravnavanje likvidnosti bančnega sistema, v krajših obdobjih izjemoma tudi za uravnavanje količine denarja v obtoku.

Likvidnostno posojilo v skrajni sili: je bankam in hranilnicam (do marca 2001 le bankam) na voljo neprekinjeno za primer nepričakovanih likvidnostnih težav. Obrestuje se po zakoniti zamudni obrestni meri. Ukinjeno je bilo oktobra 2002. Letna povprečja obrestnih mer so izračunana kot navadna aritmetična povprečja mesečnih podatkov, če so ti podatki na razpolago.

3.3.1.2 Ministrstvo za finance in izdajanje kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev (zakladnih menic)

Država se na mnogih nacionalnih trgih pojavlja kot največji posojilojemalec. Lahko se zadolžuje tako z dolgoročnimi vrednostnimi papirji (državne obveznice) oziroma na kapitalskem trgu kot s kratkoročnimi vrednostnimi papirji (zakladnimi menicami) oziroma na denarnem trgu. Državni vrednostni papirji sicer večinoma prinašajo najnižje donose, saj se te naložbe veljajo za zelo varne in visoko likvidne. Največkrat obstaja tudi dobro razvit sekundarni trg za te vrednostne papirje.

Temeljni razlog izdaje državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev oziroma zakladnih menic je financiranje proračunskega primanjkljaja oziroma državnih projektov. Izhajajo iz potrebe po organiziranem pridobivanju sredstev za pokrivanje kratkoročnih proračunskih primanjkljajev, ki so posledica neusklajenosti prilivov in odlivov državnega proračuna in s tem omogočajo prilagajanje likvidnostnim potrebam proračuna. Ministrstvo za finance na ta način tudi omogoča dodaten razvoj denarnega trga, saj se s tem odpira možnost oblikovanja standardizirane obrestne mere na slovenskem denarnem trgu, ki je primerno izhodišče za določanje drugih kratkoročnih obrestnih mer.

Kupci zakladnih menic so lahko pokojninski in investicijski skladi, zavarovalnice, državni in paradržavni skladi, podjetja in posamezniki. Zakonodaja nekaterim subjektom, na primer zavarovalnicam in skladom, predpisuje, da morajo imeti določen delež naložb v netveganih vrednostnih papirjih in morajo kupovati vrednostne papirje iz tega razloga. Nekateri drugi subjekti, kot so poslovne banke, pa kupujejo zakladne menice z namenom nalaganja svojih likvidnostnih presežkov.

Prohaska navaja, da je trg zakladnih menic pomemben še zaradi nečesa. Centralne banke namreč pogosto izvajajo denarno politiko prek intervencij na trgu državnih vrednostnih papirjev. Pri politiki odprtega trga gre za nakupe in prodaje instrumentov denarnega trga, praviloma zakladnih menic, z namenom, da bi se uravnavala količina denarja v obtoku in dosegala ustrezna raven obrestnih mer (Prohaska, 1999, str. 20).

Zakladne menice Republike Slovenije

Ministrstvo za finance izdaja 1-, 3-, 6-, in 12- mesečne zakladne menice.

Enomesečne zakladne menice (EZM) izdaja Republika Slovenija z namenom financiranja likvidnosti proračuna. Pri izdaji sodeluje tudi Banka Slovenije, in sicer z namenom razvoja denarnega trga.

EZM je serijski, imenski, kratkoročni vrednostni papir, ki ga izdajatelj izda v nematerializirani obliki z vpisom v centralni register vrednostnih papirjev pri KDD, centralnoklirinški depotni družbi d.d., Ljubljana. EZM se izdaja v apoenih po 10.000 SIT, njena zapadlost pa je praviloma štiri tedne po izdaji.

EZM je diskontni vrednostni papir. Obresti se izračunajo z uporabo navadnega obrestnega računa, dekurzivnega načina obrestovanja in z upoštevanjem dejanskega števila dni do dospelosti ter 360 dni v letu. Investitorji podajajo svoje ponudbe na avkcijah EZM tako, da posredujejo želeno število lotov menic in ceno, izraženo v obliki tečaja. Prodajna cena posamezne emisije EZM je določena na avkciji, obrestna mera posamezne emisije pa se izračuna na podlagi zneska obresti in sprejete prodajne cene na avkciji.

Kot že omenjeno, se EZM prodajajo prek avkcij, na katerih imajo izključno pravico sodelovanja pooblašчени vpisniki. Ti na avkcijah posredujejo ponudbe za odkup EZM v svojem imenu in za svoj račun ter v svojem imenu in za račun ostalih investorjev. Imetniki EZM ne morejo biti fizične osebe. Avkcije so enkrat tedensko, koledar avkcij pa izdela izdajatelj. Izdajatelj ima možnost določiti minimalni znesek oziroma količino posamezne ponudbe na avkciji.

Na avkcijah investorji izklicujejo prodajno ceno EZM, izraženo v obliki tečaja. Prodajna cena se oblikuje po kriteriju enotne (najnižje) sprejete cene, po kateri se količinsko zapolni razpisna emisija.

Vplačilo kupnine EZM je en delovni dan po uspešno izvedeni avkciji. Pooblašчени vpisnik (poslovna banka ali borzna hiša) mora investitorju omogočiti vpis EZM brez provizije, izdajatelj pa na dan prejema kupnine izvrši vpis EZM na račune investorjev v centralni register vrednostnih papirjev pri KDD.

Tudi 3-, 6-, in 12- mesečne zakladne menice so nematerializirani, serijski in imenski vrednostni papirji, izdani v apoenih po 10.000 SIT.

Nominalna proporcionalna obrestna mera se izračuna na podlagi prodajne cene, dosežene na avkciji, obrestna mera je zaokrožena na dve decimalki. Prodajna cena se izračuna na podlagi odstotka nominalne vrednosti zakladne menice. Obresti so obračunane vnaprej z uporabo navadnega obrestnega računa in dekurzivnega načina obrestovanja in se ob izdaji zakladne menice odštejejo v obliki diskonta od nominalne vrednosti zakladne menice.

Pooblašчени vpisnik oziroma investitor poda ponudbo za odkup zakladne menice na avkciji na podlagi željene letne stopnje donosa naložbe v zakladno menico. Pooblašчени vpisniki podajajo na avkciji ponudbe za odkup zakladnih menic, v obliki tečaja zakladne menice. Nominalna vrednost je v obliki tečaja izražena v višini 100 %, ponudba za odkup pa v odstotku te vrednosti. Tečaj zakladne menice je zaokrožen na dve decimalki.

Avkcije trimesečnih zakladnih menic so vsak mesec, avkcije šestmesečnih in dvanajstmesečnih so vsak drugi mesec, in sicer za šestmesečne zakladne menice vsak sodi mesec in za dvanajstmesečne zakladne menice vsak lihi mesec. Avkcije zakladnih menic so praviloma četrti torek v mesecu. Avkcije se vršijo prek intranet sistema Ljubljanske borze vrednostnih papirjev d.d. Ljubljana, kjer se ob predvidenem času vrši podajanje in sprejemanje ponudb.

Izdajatelj obvesti pooblaščenega vpisnika ter javnost o pogojih razpisane emisije zakladnih menic ter o rezultatih posamezne avkcije z objavo v dnevnem časopisju, oziroma na drug primeren način, in sicer:

- z obvestilom o pogojih avkcije objavi v dnevnem časopisju najmanj tri delovne dni pred vsako avkcijo datum izvedbe avkcije, datum plačila in datum dospelosti emisije zakladnih menic ter znesek razpisane emisije zakladnih menic;
- najkasneje v roku 30 minut po zaključku avkcije pošlje preko intranet sistema posameznemu pooblaščenemu vpisniku izjavo o sprejemu ponudb, s katerim ga obvesti o količini vseh sprejetih zakladnih menic, o ceni, po kateri se je zaprla avkcija, in o količini ponudb ponudnika, katere je izdajatelj sprejel;
- z obvestilom o rezultatu avkcije objavi na internetnih straneh Ministrstva za finance največ tri delovne dni po izvedeni avkciji skupno količino ter prodajno ceno posamezne izdane emisije zakladnih menic.

Vpisovanje in vplačevanje zakladnih menic poteka preko sistema pooblaščenih vpisnikov.²⁴ Vsak od pooblaščenih vpisnikov sme poslati poljubno število ponudb za odkup zakladnih menic. Izdajatelj bo pri izbiri in vrednotenju ponudb za odkup zakladnih menic vsako od prejetih ponudb obravnaval posebej kot povsem samostojno ponudbo za odkup, ki bo lahko sprejeta ali zavrnjena v celoti ali delno.

Menice lahko vpisujejo tudi ostali izdajatelji, to so pravne ali fizične osebe, ki v svojem imenu in za svoj račun naročijo pooblaščenemu vpisniku nakupov zakladnih menic na primarnem trgu. Trgovanje z zakladnimi menicami poteka tudi na sekundarnem trgu in sicer vsak delovni dan v skladu s pravili Ljubljanske borze preko organiziranega trga vrednostnih papirjev oziroma preko borznega sistema in kotacije zakladnih menic na prostem trgu – segment kratkoročnih vrednostnih papirjev.

Kar se tiče obdavčenja donosov in prometa s kratkoročnimi vrednostnimi papirji povejmo najprej, da so nakupi in prodaje zakladnih menic oproščeni plačila davka na dodano vrednost.

Obresti so za pravne osebe sestavni del prihodka po slovenskih računovodskih standardih in s tem davčna osnova, obresti od zakladnih menic fizičnih oseb pa niso obdavčene.

Davek od kapitalskega dobička mora plačati fizična oseba, če je rezident ali nerezident. Osnova za davek je razlika med prodajno ceno kapitala (zakladne menice) in valorizirano vrednostjo kapitala (zakladne menice) v času pridobitve.

Pomen odnosa med obema segmentoma: centralno banko in Ministrstvom za finance

Zakon o Banki Slovenije navaja, da ima centralna banka izključno pravico določanja, katere vrste vrednostnih papirjev so lahko podlaga za dajanje posojil poslovnim bankam. Banka Slovenije daje posojila tudi na podlagi zastave kratkoročnih in dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev, s tem da se dejanska podlaga zastave določi z vsakokrat veljavnim sklepom, ki je osnova za dajanje različnih vrst posojil. Tak primer je lombardno posojilo, ki smo ga omenili že prej.

²⁴ Pooblaščenih vpisnikov so pravne osebe, ki jih je s sklepom izbralo Ministrstvo za finance in s katerimi je v imenu Republike Slovenije sklenilo pogodbo o opravljanju storitev pooblaščenega vpisnika. Gre predvsem za poslovne banke in borzne hiše.

Državi je vsekakor pomembno, da sta denarni in kapitalski trg razvita, z izdajo vrednostnih papirjev mora namreč financirati likvidnostne proračunske primanjkljaje. Pri tem se poslužuje bodisi kratkoročnega, bodisi dolgoročnega zadolževanja. Republika Slovenija se je prisiljena zadolževati na domačem denarnem trgu, saj se sooča s proračunskim primanjkljajem in odplačilom zapadlih posojil in vrednostnih papirjev, pri čemer pa je moteča plitvina tega trga. Na tujem trgu je bilo do sedaj zadolževanje neproblematično, vsaj kar se tiče izdaje obveznic, saj je bilo povpraševanje ob vsaki izdaji večje od ponudbe. Problem pri tovrstnem zadolževanju pa povzroča konverzija deviz v tolarje in posledično pritisk na devizne tečaje.

Državni vrednostni papirji so za razvoj samega denarnega trga nedvomno pomembni, saj pomenijo za investitorje netvegano naložbo. Razširjena ponudba tovrstnih naložb v domače državne vrednostne papirje bi nekaterim institucionalnim investitorjem omogočila tudi večjo razpršenost portfelja v okviru predpisane strukture naložb.²⁵ V tujini obrestna mera državnih vrednostnih papirjev določa tudi standardno obrestno mero na denarnem trgu. Oblikovanje standardne obrestne mere si težko predstavljamo v pogojih nerazvitega sekundarnega trga.

3.3.1.3 Medbančni denarni trg

Slovenski medbančni trg je po prometu zelo obsežen, njegova struktura bančnih instrumentov pa manj.

Tako se na medbančnem trgu posluje v glavnem z depoziti različnih ročnosti, vendar v okviru enega leta. Sredstva se ponujajo glede na likvidnostno situacijo bank in po tržnih pogojih. Gre za močno volatilen trg, saj se na njem pokrivajo dnevni primanjkljaji oziroma plasirajo dnevni presežki. Obrestne mere se oblikujejo tržno.

Velik problem slovenskega medbančnega trga je, da je to še vedno povečini dogovorni trg. Podlaga niso kakovostni kratkoročni vrednostni papirji inčasne prodaje vrednostnih papirjev, temveč gre največkrat za bilateralne depozitne odnose. Bilateralni depoziti pa so precej manj likvidni in fleksibilni kot časna prodaja vrednostnih papirjev. Situacija se sicer nekoliko izboljšuje, saj je organiziran sekundarni trg zakladnih menic, vendar depoziti še vedno prevladujejo.

Pravila trgovanja pri depozitih so določena po načelu samoreguliranja. Določajo jih trgovci sami ob podpori Banke Slovenije in Združenja bank Slovenije. Trgovanje poteka v glavnem na osnovi zaupanja, brez ustreznih zavarovanj. Zdi se, da so banke vseeno odgovorne pri sklepanju in realizaciji teh poslov, saj neizpolnitev posla ne meče ravno dobre luči na tako banko in se kaj takega šteje praviloma za znak slabega poslovanja in nelikvidnosti.

²⁵ Posameznim institucionalnim investitorjem zakon predpisuje strukturo naložb, na primer zavarovalnicam in nekaterim skladom. Nekateri državni skladi so tudi obvezni v primeru primanjkljaja državnega proračuna svoje morebitne presežke najprej ponuditi Ministrstvu za finance.

Sklepanje poslov poteka pri depozitih glede na potrebe po likvidnosti, kot smo že omenili. Banke se o poslovanju za tekoči dan odločajo na podlagi podatkov o stanju sredstev, s katerimi so zaključile poslovanje prejšnji dan in pričakovanih prilivov in odlivov na tekoči dan.

Banke ponudnice suficitnih sredstev dnevno kotirajo obrestne mere za depozite različnih zapadlosti glede na svoje potrebe po tolarski likvidnosti. Obrestne mere se oblikujejo prosto, vendar je zgornja meja obrestna mera za lombardno posojilo Banke Slovenije in spodnja meja obrestna mera za depozit čez noč (SIONIA).

Trgovanje poteka bodisi preko telefona ali po Reuters sistemu. Ko se banki dogovorita za ustrezno obrestno mero (navadno banka z likvidnostnim primanjkljajem sprejme pogoje suficitne banke), sledi sklenitev posla in poravnava. Posel je potrjen s 'konfirmacijo', ki vsebuje vse pomembne podatke: naziv suficitne banke, znesek posojila, obrestna mera, datum sklenitve posla, datum zapadlosti depozita in podpis odgovornih oseb.

Medbančni trg deluje dnevno, saj odkar je plačilni promet v bankah, ni več potreben tudi večerni trg.

Centralna banka dnevno zbira podatke o danih in prejetih depozitih ter obrestnih merah. Na osnovi teh podatkov izračunava ponderirano povprečno obrestno mero medbančnega trga SITIBOR in te podatke dnevno objavlja.

3.3.2 *Obrestne mere slovenskega denarnega trga*

Slovenski denarni trg še vedno nima ustrezne referenčne obrestne mere. Zdi se, da priprave na Evropsko unijo in posledično Evropsko monetarno unijo še niso dale konkretnih rezultatov. Povsem jasno je, da bo potrebno pospešiti intenzivnost priprav za vstop in ustvariti tako okolje na finančnem trgu, ki bo omogočalo najprej postopno izbiro neke referenčne obrestne mere, po kateri se bodo določale spremenljive obrestne mere.

Zaradi uvajanja nominalnih obrestnih mer in želje po uvedbi spremenljivih obrestnih mer je Združenje bank Slovenije v začetku leta 2002 začelo nov projekt z vpeljavo slovenske medbančne obrestne mere (SMOM),²⁶ ki naj bi sledila primeru EURIBOR in LIBOR in postala slovenska referenčna obrestna mera. Kot cilj vpeljave take obrestne mere je navajano dvoje. Prvič, slovenske medbančne obrestne mere (SMOM) naj bi omogočile večjo preglednost obrestnih mer na denarnem trgu oziroma naj bi služile za obveščanje vseh udeležencev domačega denarnega trga o dnevni višini medbančnih obrestnih mer na trgu. Drugič, v Dogovoru o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer opredeljena metodologija naj bi omogočala uporabo javno objavljenih medbančnih obrestnih mer kot referenčnih obrestnih mer za domačo valuto.

Združenje bank Slovenije je junija 2002 izdalo sporočilo, da bodo banke od 1. julija 2002 dalje začele obrestovati kratkoročne depozite in kredite z nominalno obrestno mero in postopno prešle na linearen (navaden) način obračunavanja obresti. Razlogi za uvedbo nominalnih obrestnih mer pri kratkoročnih poslih tudi izhajajo iz zakonodaje, ki se postopno prilagaja evropski, hkrati pa ustreza ta uvedba tudi spremenjenim Slovenskim računovodskim standardom. Nominalne obrestne mere se morajo postopno uvesti za vse vrste poslov, tudi za dolgoročne. Banke morajo pri določanju nominalnih obrestnih mer

²⁶ SMOM je od julija 2003 nadomeščena s SIIIBOR.

upoštevati naslednje dejavnike: pričakovano inflacijo, obrestne mere za finančne instrumente Banke Slovenije, obrestne mere denarnega trga (na primer Zakladne menice Ministrstva za finance), obstoječo temeljno obrestno mero in še kaj.²⁷

O slovenskih medbančnih obrestnih merah pišeta v strokovnem članku tudi Dermolova in Dolenc, ki pravita, da slovenske medbančne obrestne mere pomenijo velik korak pri prehajanju na uporabo nominalnih obrestnih mer za instrumente denarnega trga, njihovo uporabo kot referenčne obrestne mere pa da bo določil trg (Dermol, Dolenc, 2003, str. 110-120). Da bi SMOM lahko postala dobra referenčna obrestna mera, pišeta avtorja, bo moral poleg vseh formalnih pogojev izpolnjevati tudi določene druge kriterije. Avtorja v članku uporabita naslednje kriterije:

1. odzivnost na spremembe denarne politike banke Slovenije
2. prilagajanje splošni likvidnosti denarnega trga
3. korektno izražanje inflacijskih pričakovanj
4. neodvisnost od TOM-a
5. marginalni vpliv posamezne banke
6. usklajenost dejanskih poslov in kotacij
7. korelacijo z obrestnimi merami državnih vrednostnih papirjev

Pomen obrestne mere centralnih bank kot signal za oblikovanje obrestnih mer je v vseh gospodarstvih zelo velik. Tako v ZDA poznajo 'prime rate', ki se giblje glede na pričakovanja o obrestni meri FED, v Evropski uniji pa se EURIBOR prilagaja gibanju obrestne mere Evropske centralne banke.

Za Slovenijo sta Dermolova in Dolenc naredila analizo vpliva obrestnih mer Banke Slovenije na medbančno obrestno mero s pomočjo korelacijskih koeficientov.²⁸ Ugotovila sta, da je SMOM bolj občutljiv na obrestne mere centralne banke za ročnost do enega meseca (60- dnevni blagajniški zapis). Vpliv obrestnih mer Banke Slovenije na SMOM daljših ročnosti je praktično zanemarljiv in pri daljših ročnostih (enem letu) tudi nekonsistenten s pričakovanji.

SMOM bi morala tudi odražati likvidnostne razmere na denarnem trgu. V obdobju ugodne likvidnosti naj bi se tako SMOM znižala in obratno, ko bi bila likvidnost neugodna. Če ločimo segmente denarnega trga in njihov vpliv na SMOM, je bilo ugotovljeno, da najbolj vplivata na SMOM promet na medbančnem denarnem trgu in višina enomesečne zakladne vloge. Promet na medbančnem denarnem trgu vpliva predvsem na oblikovanje SMOM-ov z ročnostjo vsaj dveh mesecev, medtem ko so SMOM-i krajše ročnosti povezani predvsem z višino enomesečne zakladne vloge.

SMOM kot referenčna obrestna mera bi morala korektno odražati inflacijska pričakovanja. Višja inflacijska pričakovanja naj bi pomenila višje obrestne mere in obratno. Na razvitih finančnih trgih se namreč v oblikovanje obrestnih mer dosledno vključuje pričakovana inflacija, medtem ko v Sloveniji zaradi specifičnosti indeksacije na obrestne mere preko

²⁷ Pri določanju nominalne obrestne mere naj bi se banke predvsem *ne* posluževale preprostega seštevanja sedanjega TOM (temeljne obrestne mere, določene na podlagi podatkov o pretekli inflaciji) in sedanje realne obrestne mere.

²⁸ Korelacija: v statistiki statistično razmerje dveh naključno izbranih dejavnikov ali pojavov, ne da bi bila nujno v medsebojni vzročni zvezi. To razmerje izražamo s korelacijskim koeficientom (realno število med 0 in 1).

TOM, še vedno vpliva pretekla inflacija. Mišljeno je, da bi morala SMOM kot pravilna informacija o razmerah na finančnem trgu ali referenčna obrestna mera, odražati pričakovanja bank kot enega izmed bolj obveščenih udeležencev denarnega trga o pričakovanem gibanju inflacije. Res je, da za Slovenijo še vedno velja precejšnja nepredvidljivost inflacije, kar povečuje tveganje napovedovanja, pa vendar bi morale banke počasi postati dovolj dober oziroma korekten napovedovalec bodoče inflacije, kar bi se moralo pravilno odraziti v njihovih kotacijah obrestnih mer. Tako bi moralo biti počasi jasno, da TOM več ne bi smela vplivati na oblikovanje obrestnih mer. Če hočemo, da je referenčna obrestna mera prava, potem TOM (vezan na pretekla dogajanja) ne bi smela pogojevati višine SMOM-a. Referenčne obrestne mere bi namreč morale biti usmerjene v prihodnost.

Vpliv posamezne banke na višino obrestne mere (referenčne) je v precejšnji meri odvisen od konkurence na finančnem trgu. V Sloveniji bi bilo potrebno razviti večjo konkurenčnost na finančnem trgu, kjer bi poleg največjih bank aktivno vlogo morali odigrati tudi drugi akterji, kot so institucionalni investitorji in večja podjetja. Referenčna obrestna mera bi morala biti taka, da nanjo ne bi mogel vplivati samo en udeleženec ali manjše število bank.²⁹ K Dogovoru o oblikovanju slovenskih medbančnih obrestnih mer je pristopilo 10 slovenskih bank, k izračunu SMOM-a pa prispevajo kotacije medbančne obrestne mere osmih največjih slovenskih bank, preostali dve pa sporočata obrestne mere.

Opažanja bančnikov so pokazala, da so pogosto kotacije SMOM-a eno, dejansko sklenjeni posli pa drugo. Po mnenju Dermolove in Dolenca bi bilo nujno, da Združenje bank Slovenije v sodelovanju z Banko Slovenije, ki spremlja dejansko trgovanje, poleg kotacij SMOM-a objavlja tudi zbirne podatke o dejansko sklenjenih poslih na medbančnem trgu za celoten spekter ročnosti. Konsistentnost kotiranih in dejansko sklenjenih poslov sta preverjala za enodnevno ročnost, in sicer s pomočjo SIONIE in SMOM-a. Banka Slovenije je namreč v začetku oktobra začela objavljati obrestno mero medbančnega trga za depozite čez noč oziroma SIONIO.³⁰ Primerjava SIONIE in SMOM-a je pokazala, da je SMOM podcenjena, vendar pa se po mnenju Dolenca SMOM za en dan še vedno lahko uporablja za poslovne odločitve.

Korelacija SMOM-a z obrestnimi merami zakladnih menic je pokazala, da obstajajo določene odvisnosti. Med SMOM-om in obrestnimi merami zakladnih menic, ki jih kotirajo uradni vzdrževalci sekundarnega trga zakladnih menic, obstaja dvosmerna odvisnost, prav tako med SMOM-om in rezultati primarne izdaje zakladnih menic. Relacija med sekundarnim in primarnim trgom zakladnih menic pa je enostranska.

SITIBOR, ki je nadomestila SMOM in vse bolj postaja referenčna obrestna mera, se razlikuje od SMOM-a v tem, da izhaja iz kotacij suficitnih bank za dane depozite in se torej nanaša na aktivno stran bank. SMOM pa je bazirala na kotaciji deficitnih bank za najete depozite in je izhajala iz pasivne strani bank.

²⁹ Tako lahko ugotovimo, da na oblikovanje SMOM-a dejansko vpliva majhno število bank, če primerjamo to število s številom bank, ki oblikujejo na primer EURIBOR.

³⁰ SIONIA je povprečna ponderirana nominalna letna obrestna mera za depozite čez noč na medbančnem trgu. Obrestna mera za depozite čez noč se izračuna kot ponderirano povprečje obrestnih mer depozitov čez noč, kjer se kot ponder upošteva znesek depozita.

3.4 Delovanje denarnega trga v Sloveniji v letih 2002 in 2003

Pomembnost denarnega trga za celotni finančni sistem smo že nakazali v dosedanjem razmišljanju, saj smo povedali, da razvit denarni trg omogoča centralni banki učinkovitejši transmissijski mehanizem za vodenje denarne politike, bankam pa daje možnost lažjega uravnavanja likvidnosti na trgu. V času liberalizacije finančnih tokov postaja proces razvoja slovenskega medbančnega trga vedno bolj pomemben. Slovenija je v procesu približevanja Evropski uniji, s tem pa bo povezano tudi večje poenotenje in integracija finančnih trgov. V državah pridruženih članicah EU je denarni trg na nižji stopnji razvoja kot denarni trg v državah članicah EU, med posameznimi državami pa obstajajo precejšnje razlike. Nekatere države kot na primer Češka in Madžarska, so precej napredovale in po številu instrumentov denarnega trga že dosegajo države članice (Slovenije ni med njimi). Seveda pa je obseg trgovanja oziroma likvidnosti trga še vedno manjši v primerjavi z razvitimi trgi.

3.4.1 Banka Slovenije

Po nič odstotni mesečni stopnji inflacije v novembru 2002 so se cene življenjskih potrebščin v decembru zopet dvignile in januarja 2003 dosegle rast visokih 1,0 % na mesečni ravni. Vrednosti TOM-a (ki je povprečje zadnjih dvanajstih mesecev) se tako niso dosti spremenile.

Znižanim obrestnim meram Evropske centralne banke v začetku 2002 je tudi Banka Slovenije prilagodila svoje obrestne mere. Tako se je obrestna mera refinanciranja pri Banki Slovenije znižala iz 7,75 % na 7,25 %. Obrestna mera za lombardno posojilo se je znižala iz 11,0 % na 10,5 %, obrestna mera 60- dnevnega tolarskega blagajniškega zapisa BS pa iz 8,75 % na 8,25 %. Ravno tako se je znižala izklicna obrestna mera 270-dnevne tolarskega blagajniškega zapisa iz 10,0 % na 9,5 %. 31. decembra 2002 je Banka Slovenije posredovala bankam zadnjo ponudbo za vpis 360- dnevne tolarske blagajniške zapise, po katerih so banke lahko vpisovale blagajniške zapise do vključno 13. januarja 2003. Ti blagajniški zapisi so bili uvedeni predvsem z namenom sterilizacije presežne tolarske likvidnosti, ki je izhajala iz deviznih pritokov od prodaje Leka Novartis. V poletnih mesecih 2003 je bila likvidnost bank razmeroma dobra. Banke tako skoraj niso povpraševale po aktivnih instrumentih BS. V Juliju 2003 so presežne rezerve bank znašale 2,4 %, v avgustu pa 1,0 %. Realizacija pri 7- dnevne repo-ju DBZ³¹ je julija znašala 5,4, avgusta pa 10,0 %. Obrestne mere Banke Slovenije ostajajo po juniju 2003 nespremenjene: obrestna mera za lombardna posojila znaša 8,25%, oziroma za repo DBZ 7,25%. Za 60-dnevne TBZ znaša obrestna mera 6,5 % in 7,5 % pri 270-dnevne TBZ. Obrestna mera za refinanciranje pri BS znaša 5,5 % letno obrestna mera za začasni odkup deviz pri BS pa 3,5 %.

Poleti 2003 in v začetku septembra je prevladovalo presežno povpraševanje na avkcijah 270-dnevne TBZ, BS pa je glede na razmere na trgu prilagajala kvote. Te so konec julija in v začetku avgusta znašale tudi 12 oziroma 15 milijard SIT, do septembra pa so se spet spustila na običajnih 5 milijard SIT. Obrestna mera je nihala med 6,4 % in 6,6 %.

³¹ DBZ – devizni blagajniški zapis; TBZ – tolarski blagajniški zapis

3.4.2 Medbančni depozitni trg

Je najpomembnejši segment slovenskega denarnega trga. Gre za nezavarovane transakcije prek katerih banke uravnavajo svojo likvidnost oziroma upravljajo s svojo kratkoročno naložbeno politiko.

V letu 2002 je bilo od marca dalje (od prvega marca banke poročajo BS o medbančnih depozitih) sklenjeno za 1.736 milijard SIT prometa. Največ prometa predstavljajo posli z ročnostjo do 30 dni, katerih delež je dosegel kar 94,5 %. Povprečni dnevni promet znaša 8,4 milijard SIT.

Tabela 1: Struktura prometa depozitov za leto 2002

<i>Ročnost depozitov</i>	<i>Promet v mio SIT</i>	<i>Delež</i>
Na odpoklic	9.180	0,5%
Do 30 dni	1.641.411	94,5%
Od 31 dni do 90 dni	53.420	3,1%
Od 91 dni do 1 leta	41.310	2,4%
SKUPAJ	1.736.141	100,00%

Vir: Banka Slovenije

Stanje medbančnih depozitov se je tekom leta gibalo od 32,9 milijard Sit (kar je najnižje v marcu 2002) do 67,8 milijard SIT (najvišje v decembru), v povprečju pa je znašalo 46,7 milijard SIT. Depoziti do enega leta predstavljajo največji delež t. j. 44,8 % deleža celotnega stanja. V drugi polovici leta, t. j. predvsem v septembru, oktobru in novembru, je opazen premik selitve depozitov iz krajših v daljše ročnosti.

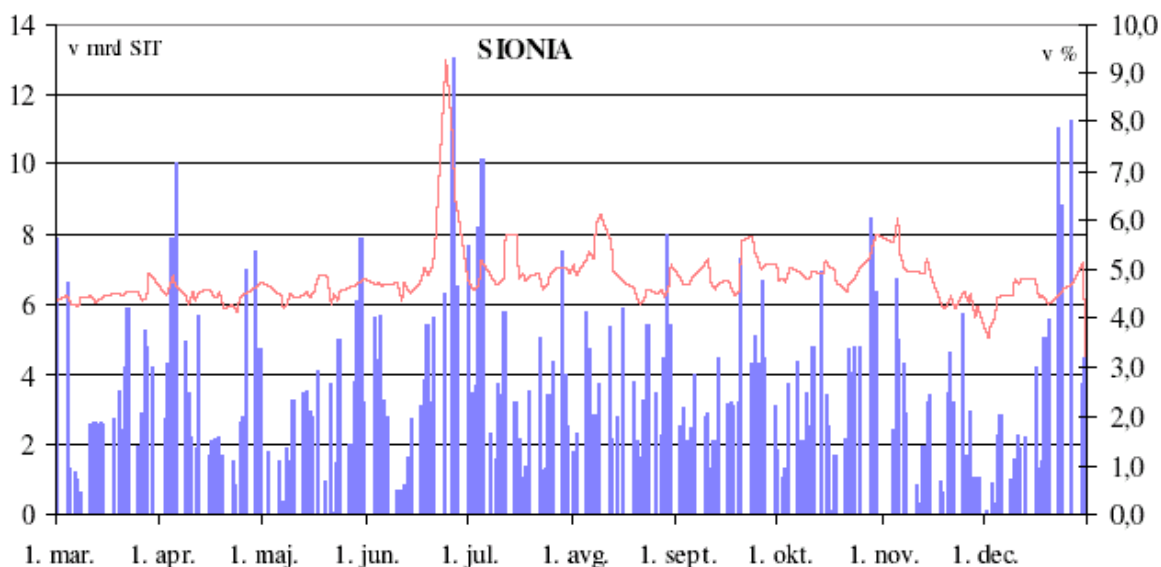
Tabela 2: Stanja depozitov na zadnji dan v mesecu za leto 2002

	v mio SIT												
<i>Ročnost depoz.</i>	<i>jan</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>maj</i>	<i>jun</i>	<i>jul</i>	<i>avg</i>	<i>sep</i>	<i>okt</i>	<i>nov</i>	<i>dec</i>	<i>povp</i>
Do 30 dni	14.348	21.464	12.960	21.525	19.627	22.688	15.420	13.279	13.076	15.007	4.757	19.323	16.123
Od 31 do 90 dni	20.000	11.050	6.950	6.650	11.300	9.660	6.760	5.850	1.550	2.700	14.300	17.290	9.505
Od 91 dni do 1 leta	14.870	14.120	13.020	11.420	10.512	19.662	26.332	25.620	28.370	28.170	29.860	31.140	21.091
SKUPAJ	49.218	46.634	32.930	39.595	41.439	52.010	48.512	44.749	42.996	45.877	48.917	67.753	46.719

Vir: Banka Slovenije

01. 10. 2002 je Banka Slovenije pričela z javnim izračunavanjem in objavljanjem medbančne obrestne mere za depozite čez noč. Gre za povprečno ponderirano obrestno mero sklenjenih poslov t. i. SIONIA (Slovene OverNight Average). Obstoj te obrestne mere je bil Banki Slovenije pomemben zaradi dveh razlogov. Prvič je obrestna mera čez noč najkrajša obrestna mera denarnega trga, ki določa začetni nivo krivulje donosnosti ter prek pričakovanj vpliva na donosnost daljših ročnosti. Drugič je to tista obrestna mera, na katero ima Banka Slovenije prek uravnavanja likvidnosti bančnega sistema največji vpliv. V obdobju od 01. 03 do 31. 12. 2002 se je SIONIA gibala med 3,24 % (konec decembra) in 9,27 % (konec junija), v povprečju je znašala 4,91 % letno.

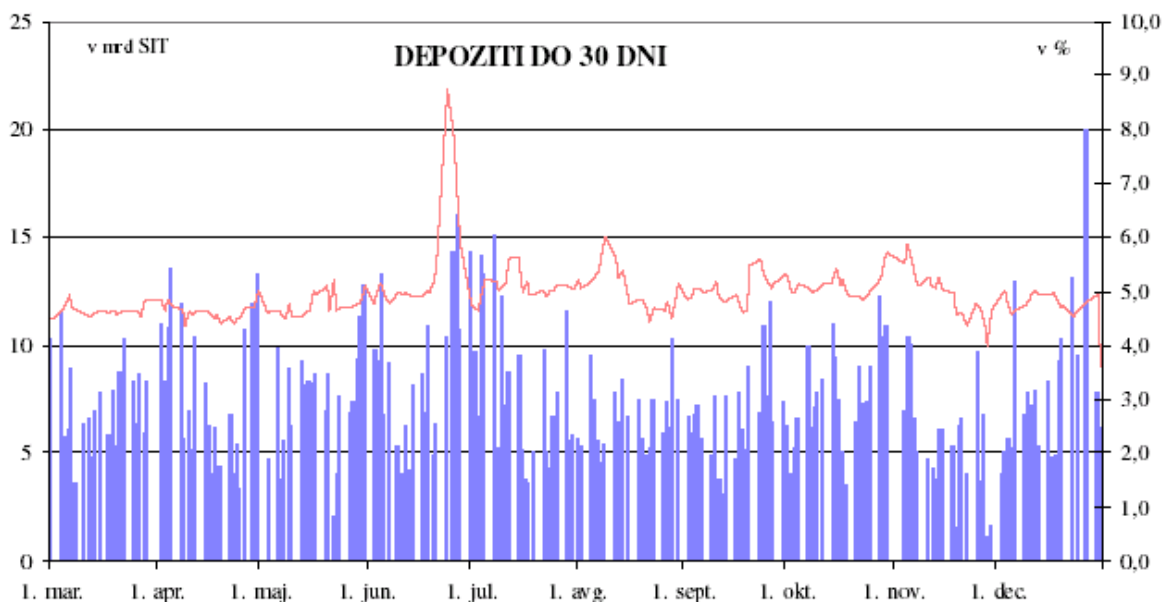
Slika 1: Promet depozitov in SIONIA med marcem in decembrom 2002



Vir: Banka Slovenije

Obrestna mera za depozite do 30 dni se je podobno kot SIONIA na trgu oblikovala v odvisnosti od likvidnostne situacije bank. V obdobju od 01. 03. do 31. 12. 2002 je v povprečju znašala 4,99 % letno. Najnižjo vrednost 3,60 % je dosegla konec decembra, najvišjo pa konec junija, in sicer 8,76 % letno.

Slika 2: Promet in obrestna mera za depozite do 30 dni za obdobje marec-december 2002



Vir: Banka Slovenije

Od začetka leta 2002 so največje slovenske banke³² objavljale kotacije za najete vezane depozite v SIT. Gre za enosmerne kotacije različnih ročnosti (1 dan, 1 teden, 2 tedna, 1-, 2-, 3-, 6-, 9-, 12- mesecev). Za najkrajšo ročnost je povprečna obrestna mera v letu 2002 znašala 4,23 % za najdaljšo pa 8,77 % letno. Glede na sklenjene posle je bila kotirana obrestna mera pri najkrajši ročnosti za 0,68 obrestnih točk nižja, medtem ko je bila pri najdaljših ročnostih za 0,65 obrestnih točk višja od sklenjene. Krivulja donosnosti se je konec leta v primerjavi z začetkom leta spustila na nižjo raven. Predvsem je bilo opazno znižanje obrestnih mer za ročnosti od enega do šest mesecev.

V letu 2003 so se medbančne obrestne mere znižale. V juliju in avgustu je bila obrestna mera na medbančnem denarnem trgu pod ravno prejšnjih mesecev, septembra pa je pričela spet rasti. Julija je v primerjavi z junijem padla za 0,8 odstotne točke na 4,9 %, avgusta porasla za 0,4 odstotne točke, v prvi tretjini septembra pa se je približala 6,0 %.

3.4.3 Trg valutnih zamenjav

Trg valutnih zamenjav (angleško swap) je glede na promet drugi najobsežnejši del denarnega trga v Sloveniji. Trgovanje z valutnimi zamenjavami se je povečalo tako pri poslih med bankami kot tudi pri poslih med bankami in drugimi pravnimi osebami – nerezidenti (tujimi bankami). V celem letu je bilo za 1.348 mrd SIT prometa, kar je 2,6-krat več kot leto prej.

Daleč največji delež v prometu imajo valutne zamenjave z nerezidenti, saj predstavljajo kar 66,4 % celotnega prometa. Promet med bankami dosega 17,2 %, ostalo pa se nanaša še na promet s podjetji in fizičnimi osebami. Prevladujejo valutne zamenjave predvsem krajših ročnosti. Povprečna ročnost je v letu 2002 znašala 10 dni, promet z ročnostjo do 30 dni pa je predstavljal kar 96,2 % celotnega prometa.

Tabela 3: Promet in delež valutnih zamenjav po ročnosti za leto 2002

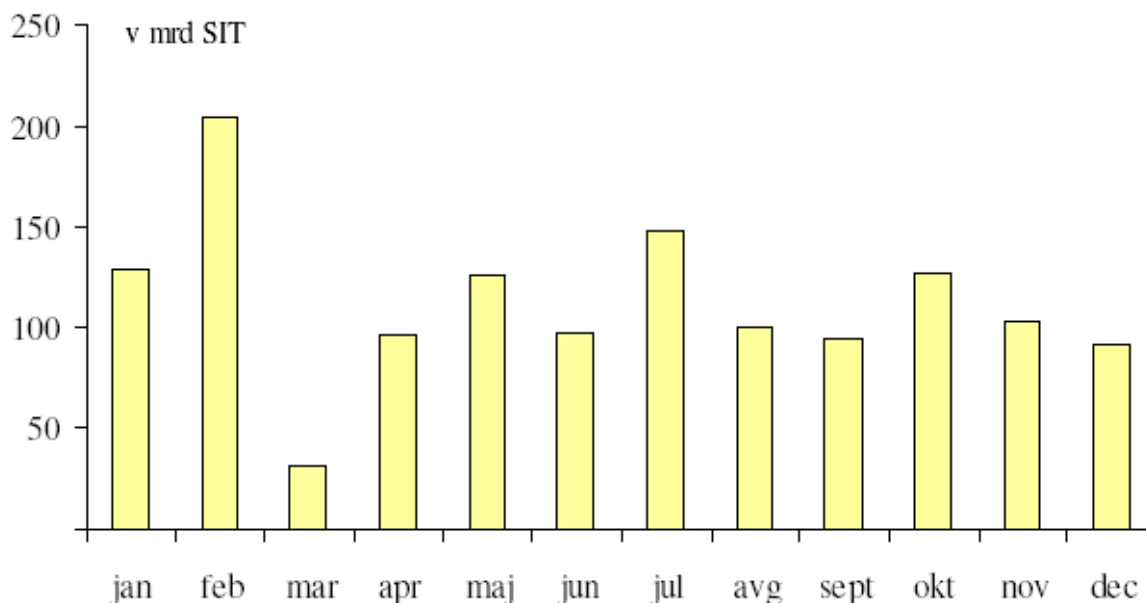
<i>Ročnost</i>	<i>Znesek v mio SIT</i>	<i>Delež</i>
Do 30 dni	1.296.878	96,2 %
Od 31 dni do 90 dni	21.564	1,6 %
Od 91 do 180 dni	19.487	1,4 %
Od 181 do 1 leta	10.202	0,8 %

Vir: Banka Slovenije

Največ prometa je bilo v februarju (203,8 milijard SIT), najmanj pa v marcu (30,6 milijard SIT). Povprečni dnevni promet je znašal 5,4 milijard SIT. Kar 94,4 % vsega prometa je bilo sklenjenih z evro valuto.

³² Gre za osem največjih bank po kriteriju bilančne vsote.

Slika 3: Promet valutnih zamenjav po mesecih za leto 2002



Vir: Banka Slovenije

Cena valutnih zamenjav (angleško swap rate) je izražena v odstotkih in predstavlja pribitek termenskega tečaja nad promptnim tečajem. Za krajše ročnosti (do 15 dni) je cena v povprečju znašala 2,4 %, za daljše ročnosti (od 181 dni do 1 leta) pa 4,8 % letno.

Tabela 4: Cena valutnih zamenjav v letu 2002

Ročnost	Cena valutnih zamenjav (SWAP obrestna mera)
Do 14 dni	2,4 %
Od 15 dni do 30 dni	4,1 %
Od 31 dni do 90 dni	4,3 %
Od 91 dni do 180 dni	5,1 %
Oo 181 dni do 1 leta	4,8 %

Vir: Banka Slovenije

Povprečno dnevno stanje valutnih zamenjav znaša 140,3 mio EUR. Glede na strukturo stanja predstavlja največji obseg stanje valutnih zamenjav z nerezidenti, sledi stanje medbančnih zamenjav. Obseg s podjetji je zanemarljiv. Največje stanje valutnih zamenjav je bilo v začetku leta (vpliv kupnine za Banko Koper), nato pa se je zmanjševalo, konec leta je znašalo 94,2 mio EUR. V letu 2003 začasna prodaja deviz še vedno narašča, stanje swap poslov je na zadnji dan avgusta 2003 znašalo 2,8 milijard EUR. Tudi ceno tega instrumenta je Svet Banke Slovenije junija 2003 znižal z 4,0 % na 3,5 % (7- dnevni swap).

3.4.4 Trg zakladnih menic

Ministrstvo za finance izdaja 1-, 3-, 6- in 12- mesečne zakladne menice. Z menicami se lahko trguje na sekundarnem trgu. Povprečno stanje zakladnih menic je v letu 2002 znašalo 72,7 milijard SIT. Konec leta je doseglo 90,0 milijard SIT, kar je največ doslej.

Tabela 5: Stanja zakladnih menic za leto 2002

v mio SIT

<i>Vrsta</i>	<i>jan</i>	<i>feb</i>	<i>mar</i>	<i>apr</i>	<i>maj</i>	<i>jun</i>	<i>jul</i>	<i>avg</i>	<i>sept</i>	<i>okt</i>	<i>nov</i>	<i>dec</i>	<i>povpr</i>
EZM	20.020	20.030	20.060	20.030	20.020	19.330	20.010	20.010	20.000	20.000	20.050	20.030	19.966
SZM	7.049	8.500	8.500	10.600	10.600	13.000	13.000	15.500	15.500	17.000	17.000	18.500	12.896
TZM	13.300	13.900	15.000	16.000	17.000	17.421	18.421	18.921	20.000	20.500	21.000	21.000	17.705
DZM	15.155	15.155	16.954	16.954	19.726	19.726	23.400	23.400	26.800	28.800	30.500	30.500	22.089
SKUP	55.524	57.585	60.514	63.584	67.346	69.477	74.831	77.831	82.300	84.300	88.550	90.030	72.656

Vir: Banka Slovenije

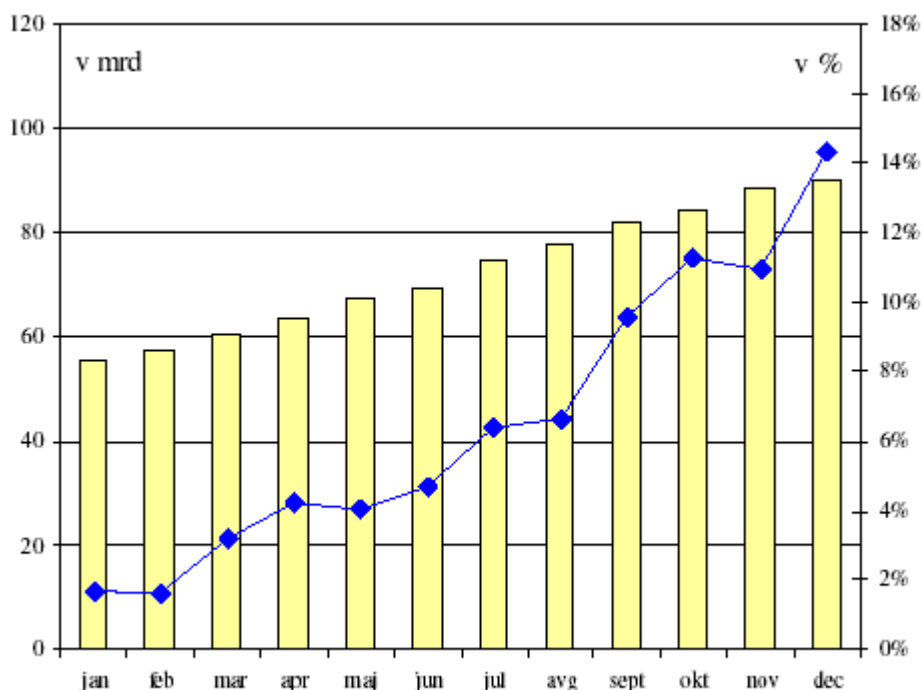
V letu 2001 je Banka Slovenije aktivno pristopila k razvoju OTC trga zakladnih menic z DVP poravnavo³³. Poleg tega Banka Slovenije sodeluje tudi v okvirnem dogovoru z uradnimi vzdrževalci trga (petimi bankami), ki skrbijo za likvidnost menic. Banka Slovenije je za uradne vzdrževalce trga pripravila ustrezno infrastrukturo za objavljanje nakupnih in prodajnih kotacij, ki so javno dostopne na spletni strani Banke Slovenije.

V letu 2002 je bilo na OTC trgu z DVP poravnavo sklenjenih prek vzdrževalcev trga za 167,6 milijard prometa, pri tem je predstavljal delež bank 57 %. Povprečni mesečni znesek trgovanja znaša 14,0 % milijard SIT, največ trgovanja pa je bilo v oktobru (23,7 milijard). Pri trgovanju so bile najbolj aktivne Nova ljubljanska banka, SKB in Abanka, oblikoval pa se je tudi večji krog nebančnih udeležencev (skladi, občine, večja podjetja, ipd.), ki je stalno prisoten na tem trgu. Poleg trgovanja z DVP poravnavo se je z menicami trgovalo tudi na t.i. sivem trgu. Letni promet je znašal 19,5 milijard SIT. Investitorji lahko z menicami trgujejo tudi prek borze, vendar ta način trgovanja ni zanimiv, saj predstavlja višje stroške in onemogoča denarno poravnavo na dan T+0. V celem letu je bilo na borzi sklenjenih 9 poslov v skupni vrednosti 662 mio SIT.

V začetku leta 2002 so bile odpravljene omejitve glede naložb tujcev v kratkoročne vrednostne papirje. Tako so tujci že januarja začeli vpisovati zakladne menice in konec meseca imeli v lasti 1,7 % vseh menic (928 mio). Tekom leta se je delež lastništva tujcev povečeval in je konec decembra znašal 14,4 % (12.943 mio). Prihod tujcev predstavlja za domače investitorje manjše možnosti trgovanja, saj so tujci tipični 'buy and hold' investitorji.

³³ Od decembra 2001 namreč KDD omogoča način sklepanja in poravnave poslov z vrednostnimi papirji (OTC DVP), pri katerem se posli ne sklepajo na Ljubljanski borzi temveč na neorganiziranem trgu (OTC), KDD pa poleg preknjižbe vrednostnih papirjev opravi tudi denarno poravnavo (DVP).

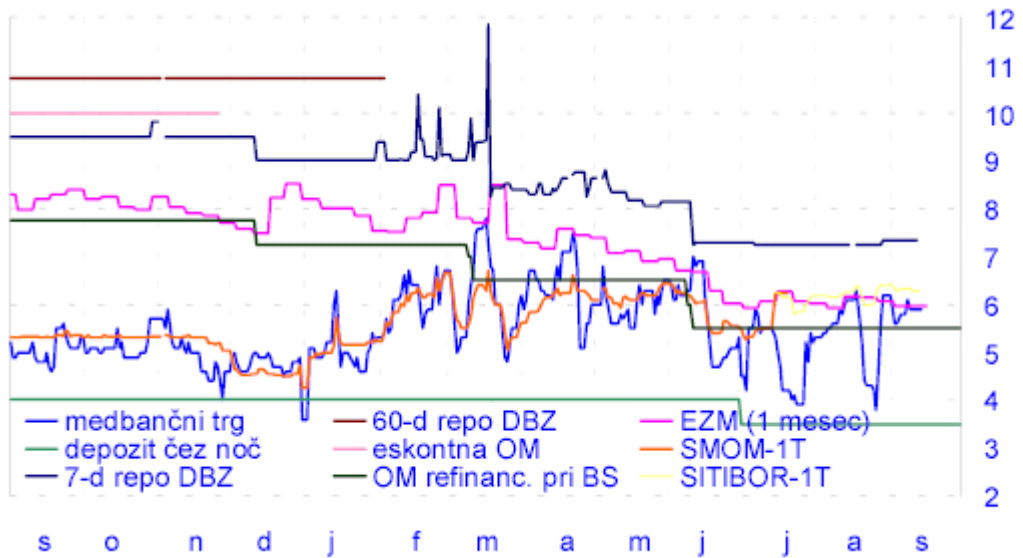
Slika 4: Stanja zakladnih menic in deleži tujcev v letu 2002



Vir: Banka Slovenije

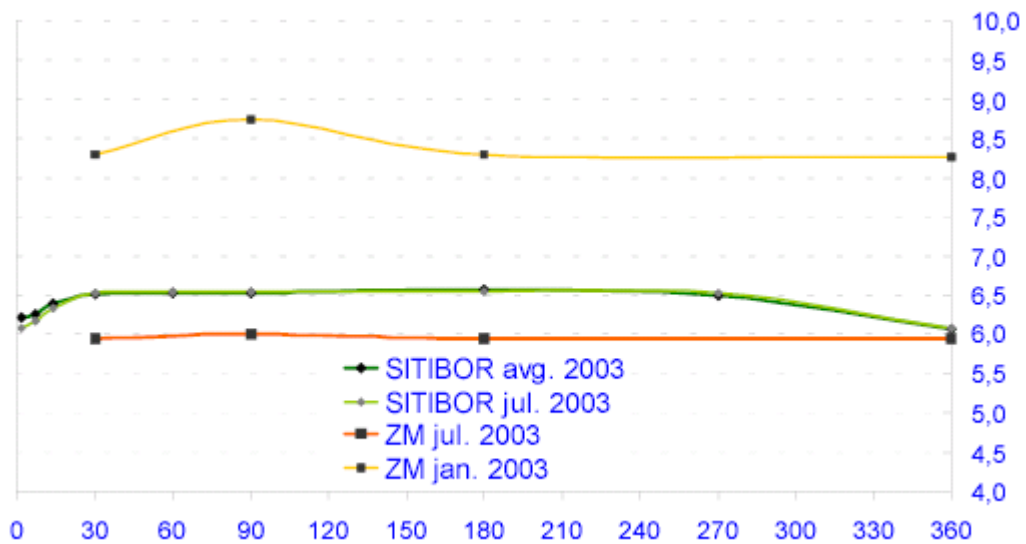
V letu 2003 je povpraševanje po enomesečnih zakladnih menicah na avkcijah še vedno večje od ponudbe. Obrestne mere zakladnih menic so se v zadnjih mesecih ustalile okrog ravni 6 %. V vseh zadnjih mesecih je povpraševanje na dražbah enomesečnih zakladnih menic vseskozi presegalo ponudbo. Izlicitirana obrestna mera se je julija in avgusta 2003 gibala večinoma nad 6 %, na prvih dveh dražbah septembra, pa je padla pod to mejo. Podobno velja za 3-, 6- in 12- mesečne zakladne menice, kjer je na avkcijah v juliju in avgustu obrestna mera padla pod 6 %. In sicer pri 3- mesečnih na 5,98 % (26. avgusta), pri 6- mesečnih na 5,92 % (26. avgusta) in pri 12- mesečnih na 5,95 % (22. julija). Poglejmo si še dve tabeli iz katerih je lepo videti gibanje obrestnih mer denarnega trga v razdobju od septembra 2002 do septembra 2003.

Slika 5: Obrestne mere denarnega trga v % za obdobje od septembra 2002 do septembra 2003



Vir: Banka Slovenije

Slika 6: Primerjava SITIBOR in obrestnih mer zakladnih menic (ZM) z zapadlostjo do 360 dni za poletne mesece 2003



Vir: Banka Slovenije

4 TRG KAPITALA IN NJEGOV VPLIV NA PODJETJE

4.1 Osnovne značilnosti trga kapitala

4.1.1 Opredelitev trga kapitala

Trg kapitala v širšem smislu pomeni zajemanje trgovanja z vsemi dolgoročnimi instrumenti – dolgoročnimi vrednostnimi papirji in dolgoročnimi posojili. Ribnikar pa razloži pot do definicije trga kapitala v ožjem pomenu oziroma do definicije 'pravega' trga kapitala.

“Iz finančnega trga izločimo del, kjer gre za dolgoročna posojila (za več kot eno leto) in za trajna 'posojila' ('posojilodajalec' postane solastnik podjetja – do njega ima '*residual claim*') – in to sodi k trgu kapitala. Vendar spet ne jemljemo vsega tega. Kjer gre za bilateralne kreditne odnose in se torej kreditni odnos ne izraža z vrednostnim papirjem – tega praviloma ne štejemo k trgu kapitala. K trgu kapitala štejemo tista dolgoročna posojila in tista 'trajna posojila', kjer gre za trg (za 'odprti' trg), kjer je vse, kar je pomembno za obe strani, napisano na vrednostnem papirju, ki ga lahko vsakdo kupi. Višina obresti ali donosnost papirja je odvisna od tveganja, ki ga potencialni upniki pripisujejo temu papirju, to je njegovemu izdajatelju” (Ribnikar, 1994, str. 76).

Trg kapitala v ožjem smislu tako pomeni trgovanje z dolgoročnimi lastniškimi ('*equity securities*') in dolžniškimi ('*debt securities*') vrednostnimi papirji. Izdajatelji teh papirjev so lahko podjetja, banke in druge poslovne institucije, država, občine, posamezniki.

Večinoma tudi drugi avtorji delijo trg kapitala na trg posojil in trg vrednostnih papirjev ali pa govorijo samo o trgu kapitala v ožjem pomenu, t. j. brez kreditiranja.

Prohaska na primer pravi: “V okviru zunanjega financiranja podjetij v svetu igra zbiranje sredstev na trgu kapitala oziroma s pomočjo vrednostnih papirjev z vidika dolgoročnega financiranja pomembno in v primerjavi s kreditnim financiranjem celo dominantno vlogo” (Prohaska, 1999, str. 55).

4.1.2 Delitev trga kapitala

Prva delitev trga kapitala je na primarni in sekundarni trg. Na primarnem trgu se trguje z na novo izdanimi vrednostnimi papirji. S posredovanjem izdajanja teh papirjev se ukvarjajo banke, ki so lahko posebne banke, ali pa običajne banke, če so univerzalne. Ribnikar pri posebnih bankah navaja primer '*investment bankers*' v Združenih državah Amerike in '*merchant bankers*' v Veliki Britaniji (Ribnikar, 1994, str. 76). Izdajatelji vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje na trgu kapitala, izdajo realizirajo s posredništvom posebnih finančnih institucij ali bank. Naloga teh je, da te papirje spravijo v roke institucionalnih investitorjev, kot so pokojninski skladi in zavarovalnice, ali posameznikov. Kadar govorimo o izdaji, imamo tako v mislih primarni trg kapitala.

Trgovanje na sekundarnem trgu se odvija na organiziranih trgih oziroma borzah ('*stock exchange*') ali na neorganiziranih trgih oziroma preko okenc ('*over-the-counter-market*'). Trgovanje preko okenc ne poteka na nekem osrednjem mestu, ampak se izvaja preko neposrednih telefonskih ali računalniških povezav med finančnimi posredniki in agenti.

Ribnikar govori, da je delitev na primarni in sekundarni trg pomembna, in nadalje pravi, da je sekundarni trg segmentiran trg: trg državnih obveznic, trg dolgoročnih obveznic in delnic

različnih skupin podjetij, trg obveznic občin ali na splošno države na različnih ravneh od najnižje do najvišje (*municipal bonds*) (Ribnikar, 1994, str. 77).

Gregorec omenja še terciarni in kvartalni trg (Gregorec, 2002, str. 6). Na terciarnih trgih se vrednostni papirji, ki sicer kotirajo na borzah, prodajajo na neorganiziranih trgih, na kvartalnem trgu kapitala pa se ti papirji prodajajo brez posredovanja finančnih institucij.

Vidic pa prikaže delitev sekundarnega trga na sivi trg in borzni trg (Vidic, 2002, str. 6). Sivi trg predstavlja neorganiziran trg (OTC), kjer Klirinško depotna družba (KDD) poleg preknjižbe opravi tudi denarno poravnavo.

Mramor deli trg kapitala na organiziran trg (na primer borza) in na neorganiziran trg (preko okenc) (Mramor et al., 2000, str. 24).

Prohaska navaja delitev na neposredni in posredni finančni trg. Na neposrednem finančnem trgu se izdajajo primarni vrednostni papirji, kot so obveznice in delnice, ki jih izdajatelj neposredno prodaja končnim upnikom oziroma kupcem. Ti vrednostni papirji se lahko prodajajo finančnim institucijam, ki na osnovi tega izdajajo terjatve do sebe v obliki hranilnih vlog, depozitov ... Finančne institucije tako ustvarjajo posredne vrednostne papirje, končni kupci pa na ta način na posrednem trgu kupujejo posredne vrednostne papirje (Prohaska, 1999, str. 10).

Prohaska pa govori še o delitvi z geografskega vidika, in sicer na nacionalne trge kapitala in mednarodne trge kapitala (Prohaska, 1999, str. 12). Tako vključuje v nacionalni trg kapitala: trg obveznic, trg delnic in trg dolgoročnih posojil. V mednarodni trg kapitala pa šteje: trg evroobveznic in trg evroposojil. Omenja še en trg, ki ga lahko prištevamo tako v nacionalni trg kapitala kot v mednarodni trg kapitala. Gre za trg tujih obveznic.

4.1.3 Vloga in učinkovitost trga kapitala

Mramor opredeljuje vlogo trga kapitala v tržnem gospodarstvu iz naslednjih vidikov (Mramor, 1998, str. 1):

- omogočanje in spodbujanje oblikovanja čim večjega obsega prihrankov
- usmerjanje zbranih prihrankov v čimbolj donosne investicije
- omogočanje oblikovanja optimalnejše likvidnosti ekonomskih subjektov

N.Tamaki je julija letos objavil zanimivo študijo, kjer obravnava primer japonske vlade, ki se je leta 2001 odločila za korenito spremembo na področju pokojninskih skladov. Medtem ko so se vse do leta 2001 sredstva japonskih pokojninskih skladov avtomatično zbirala kot depoziti pri Ministrstvu za finance, ki je ta sredstva uporabljalo za financiranje infrastrukture in drugih vladnih investicij, se od tega leta dalje japonska vlada s preusmeritvijo sredstev tega sklada na trg kapitala pojavlja v vlogi največjega institucionalnega investitorja. Pri tem vlada skuša zasledovati cilj doseganja maksimizacije donosov za zavarovance. Gre za precej drastično spremembo v smislu usmerjanja sredstev v bolj donosne investicije. Vlada pa s tem dejanjem poskuša doseči še en cilj, in sicer povečati interes velikih podjetij, da se obnašajo še bolj odgovorno in profitabilno. Kot največji institucionalni investitor si je namreč vlada zagotovila visoke odstotke lastništva v velikih podjetjih. S tem, ko jih priganja k čim višjim profitom z namenom, da pridobi čimvečji kapitalski dobiček za svoje naložbe, pa prispeva v končni fazi tudi k dvigu ravni celotnega BDP. Tako se zdi, da je korist večplastna: zavarovancem se omogoča plačevanje

nižjih premij ter zagotavljanje ohranitve 'življenskega sloga', vlada si tako prilašča večji nadzor nad gospodarstvom (v obliki lastništva), hkrati pa so učinki vidni na širši ravni v obliki gospodarske rasti in višjega BDP. Vendar pa, v primeru 'zero-sum game' vlade, kot udeleženske na trgu kapitala tako investiranje ne more uživati optimizma in podpore v javnosti (N.Tamaki, 2003, 24 str.).

Prohaska vidi vlogo finančnih trgov in s tem tudi trga kapitala najprej v alociranju finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim ekonomskim celicam in dalje v transformiranju neposrednih vrednostnih papirjev v posredne (Prohaska, 1999, str. 9-13). To se dogaja na posrednem trgu, ki smo ga omenjali že prej.

Ribnikar tudi govori o vlogi trga kapitala. Opredeli jo kot avantgardistično možnost oblikovanja kapitala podjetij. "Kakor je kapital izum ljudi, da bi v razmerah negotovosti (nepredvidljivo spreminjajoče se preference ljudi in nepredvidljivo spreminjajoče se tehnologije) lahko živeli – da bi lahko karseda veliko naredili s svojim delom – vendar velja to pravzaprav za trg kapitala. Prek trga kapitala se določa kapital podjetja prospektivno ali avantagrdistično – in samo če imamo ta avantagrdizem, lahko govorimo o kapitalu. Retrogardizem ali 'kapital' kot '*physical goods*' je značilnost centralno-planske in plansko-tržne ekonomije – to je obeh variant realsocializma" (Ribnikar, 1994, str. 78).

Mramor pa pravi, da bi bil trg kapitala, ki bi najbolje opravljal svojo vlogo, popoln trg kapitala. Popoln pa po njegovem je, če so izpolnjene naslednje predpostavke (Mramor, 1990, str. 27):

- trg kapitala deluje brez trenja³⁴
- na trgu blaga in kapitala vlada popolna konkurenca
- trg kapitala je informacijsko učinkovit – ni informacijskih stroškov in vsi udeleženci na trgu kapitala dobivajo istočasno vse informacije
- finančni investitorji se obnašajo racionalno (pri investicijskih odločitvah maksimizirajo svojo koristnost) in so tveganju nenaklonjeni
- finančni investitorji imajo homogena pričakovanja

Popolnost trga kapitala moramo povezati še z učinkovitostjo trga kapitala. Popoln trg kapitala je vsekakor učinkovit trg. Če izhajamo iz tega, da je učinkovitosti več vrst, na primer informacijska, alokacijska in delovna, je zopet trg kapitala popoln samo v vseh vrstah učinkovitosti. Dejstvo pa je, da dejanski trg kapitala nikakor ne more biti popoln. Če bi iskali neko 'mero popolnosti', bi morali preučevati prej omenjene vrste učinkovitosti in na tej podlagi iskati, kako blizu smo popolnemu trgu.

Trg kapitala je informacijsko učinkovit, če se vse nove informacije izražajo v cenah in dolgoročno ni mogoče dosežati nadpovprečne donosnosti. Nadpovprečna donosnost je lahko realizirana le na kratek rok, vendar učinkovit pretok informacij ter možnost dostopa vlagateljev do informacij hitro poskrbijo za primerljivost donosov oziroma cen na

³⁴ Z izrazom trenja označujemo trg kapitala, za katerega veljajo naslednje zakonitosti: transakcijski stroški ne obstajajo, ne obstajajo stroški bankrota in finančne stiske, ne obstajajo davki, vsi ekonomski subjekti imajo prost dostop do kapitala ...

posameznih trgov. Četudi trg kapitala ni popoln, je lahko informacijsko učinkovit, pogoj je le, da imajo vlagatelji prost dostop do informacij.

Za alokacijsko učinkovitost pravi Deželanova, da je vidna v optimalnem razporejanju prihrankov v proizvodne naložbe tako, da ima družba od njih največje koristi (Deželan, 1996, str. 5). Informacijska in alokacijska učinkovitost sta vzajemno povezani, saj brez informacijske ni alokacijske učinkovitosti. Če ni ustreznih informacij, se vlagatelji odločijo za vlaganje v naložbe, ki morda niso optimalne.

Kadar so stroški storitev posredovanja in trgovanja z vrednostnimi papirji in drugimi dolgoročnimi naložbami minimalni oziroma enaki nič, je trg kapitala delovno učinkovit. Deželanova pravi, da popolni trg kapitala zahteva delovno učinkovitost, vendar ta zahteva ne more biti izpolnjena, kadar je število udeležencev na nekem trgu omejeno ali obstajajo drugačne omejitve, ki preprečujejo, da bi se cene posredniških storitev oblikovale na podlagi najnižjih stroškov (Deželan, 1996, str. 6).

Koncept učinkovitega trga pravi, da bodo vlagatelji vse relevantne informacije vključili v ceno, ki jo bodo oblikovali s svojim prodajnimi in nakupnimi odločitvami. Po tem konceptu tekoče cene vrednostnih papirjev tako odražajo vse znane informacije, torej ne le pretekle informacije (podatki iz letnega poročila), ampak tudi tekoče informacije in dogodke, ki so bili že najavljeni, pa se še niso zgodili (na primer izdaja delnic, strateško povezovanje ...).

4.2 Teoretična izhodišča trga kapitala

Že prej smo govorili o tem, da trg kapitala v širšem kontekstu zajema trg posojil in trg vrednostnih papirjev. Sedaj se bomo osredotočili samo na trg vrednostnih papirjev kot trg kapitala v ožjem pomenu in preučili natančneje koncept tega trga. Predvidevamo namreč, da je trg posojil splošno bolj razumljiv in poznan ter ga zato ni potrebno podrobneje obravnavati, poleg tega pa smo ugotovili, da nekateri avtorji trg posojil izločajo iz trga kapitala.

4.2.1 Trg vrednostnih papirjev

Trg vrednostnih papirjev je mehanizem, ki omogoča nastanek vrednostnih papirjev kot vrste finančnih oblik oziroma finančnih instrumentov ter njihov prenos.³⁵ Prva in glavna funkcija vrednostnih papirjev je, da omogoča likvidnost posameznih oblik vrednostnih papirjev. Na tem trgu se oblikujejo cene vrednostnih papirjev, kar se kaže v vplivu na varčevanje in investiranje kot temeljnima procesoma gospodarjenja. Cena namreč bodisi stimulira ali destimulira investitorja za nakup. Druga pomembna funkcija trga vrednostnih papirjev je omogočanje zbiranja sredstev, s čimer se zadovoljijo tudi največje potrebe po finančnih sredstvih.

Vrednostni papirji so finančni instrumenti, ki so prenosljivi in s katerimi se lahko trguje pred njihovo zapadlostjo. Stroški transakcij vrednostnih papirjev so mnogo manjši od stroškov, ki jih zahtevajo transakcije neprenosljivih oziroma netržnih finančnih instrumentov. Pomembna lastnost vrednostnih papirjev je multilateralnost razmerja,³⁶ ki

³⁵ Trg vrednostnih papirjev v Sloveniji pravno ureja Zakon o trgu vrednostnih papirjev, ki je v veljavi od 28. julija 1999, nadzoruje pa ga Agencija za trg vrednostnih papirjev.

³⁶ Gre za možnost spremembe lastnika pred dospelostjo.

omogoča trgovanje in visoko likvidnost vrednostnih papirjev. Gregorec meni, da je slednje zlasti pomembno za investitorja, ki se odloča za finančno naložbo, saj mu omogoča zamenjavo finančne oblike za denar v vsakem trenutku po trenutni menjalni vrednosti in ga ne prisili v vezavo sredstev do dospelosti (Gregorec, 2002, str. 7).

Pri vrednostnih papirjih ne moremo govoriti, da imajo svojo pravo vrednost, imajo samo menjalno ali tržno vrednost, ki se oblikuje na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev. Teoretično vrednost je možno določiti s fundamentalno (temeljno) ali tehnično analizo,³⁷ vendar tržna cena vedno odstopa zaradi špekuliranja subjektov na trgu.

Udeležence trgov vrednostnih papirjev lahko razdelimo na tri temeljne skupine, in sicer na tiste, ki imajo presežke sredstev (to so posojilodajalci, varčevalci, investitorji ali suficitne gospodarske celice), na tiste, ki sredstva potrebujejo (to so posojilojemalci, izdajatelji ali deficitne gospodarske celice), ter na finančne institucije, ki na različne načine posredujejo med prvimi in drugimi.

Med investitorji štejemo za najpomembnejše institucionalne investitorje, na primer pokojninske sklade, investicijske sklade, zavarovalnice. Ti v vrednostne papirje investirajo večje vsote in tako neposredno spreminjajo tržne cene. Institucionalni investitorji imajo velik vpliv na stabilizacijo oziroma destabilizacijo trga vrednostnih papirjev. Med investitorji pa moramo omeniti še gospodinjstva, državne sklade, podjetja, banke in druge. Največji izdajatelji vrednostnih papirjev so država, lokalne skupnosti in podjetja. Država z izdajami predvsem pokriva proračunske primanjkljaje, lokalne skupnosti tako financirajo lokalno-regionalni razvoj, podjetja pa so v to prisiljena, ker običajno ne morejo financirati svojega razvoja z internimi finančnimi sredstvi. Finančne institucije, ki na različne načine posredujejo med udeleženci (izdajatelji in investitorji) na trgu vrednostnih papirjev, so finančni posredniki ter agentske finančne institucije oziroma institucije trga vrednostnih papirjev.

Prenosi na trgu vrednostnih papirjev potekajo na tri različne načine:

1. Direktni prenosi med končnimi posojilojemalci in končnimi posojilodajalci se pojavijo, ko ti prodajo svoje vrednostne papirje direktno, brez posrednikov. Tak način je običajno bolj redek.
2. Prenosi preko institucij trga vrednostnih papirjev (investicijskih bank), ki pomagajo izdajateljem oblikovati vrednostne papirje z lastnostmi, ki so za investitorje zanimive; pri tem investicijske banke kupijo vrednostne papirje od izdajateljev in jih prodajo varčevalcem. Čeprav so vrednostni papirji prodani dvakrat, gre dejansko le za eno transakcijo oziroma za neposreden prenos sredstev. Investicijske banke v tem primeru olajšajo pot oziroma omogočijo posojilojemalcem in posojilodajalcem, da se najdejo.
3. Finančni posredniki se vrivajo med končne posojilojemalce in končne posojilodajalce. Tu gre posreden prenos preko njihove bilance stanja tako, da poleg prenosa denarja in vrednostnih papirjev kreirajo nove finančne produkte. Ribnikar jih imenuje '*asset's transformers*' – pri prenosu namreč preoblikujejo svojo aktivo, tako da svojim upnikom dajejo drugačna, njim želena finančna aktiva, kakor so finančna aktiva, ki jih kupujejo sami. Po eni strani končnim posojilojemalcem preskrbijo velike količine finančnih sredstev od številnih posojilodajalcev in zagotovijo ustrezno ročnost sredstev, ki je daljša od ročnosti prihrankov, po drugi strani pa sami služijo na račun ekonomije obsega.

³⁷ Več o obeh najdemo v Prohaska, 1999, str. 109-119.

Gregorec navaja, da lahko v osnovi vrednostne papirje med seboj razlikujemo po nekaterih značilnostih. Omenja bistvene tri:

- *po naravi terjatve*: vrednostni papirji se delijo na lastniške, ki pomenijo stvarni vložek v podjetje (delnice), dolžniške, ki pomenijo vzpostavitev dolžniško upniškega razmerja (kratkoročni vrednostni papirji ter različne obveznice), dolžniško – upniške, ki imajo lastnosti tako enih kot drugih (zamenljive obveznice, obveznice z nakupnim bonom), ter iz osnovnih oblik lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev izvedene vrednostne papirje, kot so termenske in opsijske pogodbe, terminski posli, zamenjave. Te izdajajo finančne institucije, ki posredujejo na trgu vrednostnih papirjev.
- *po dospelosti*: vrednostni papirji se delijo najprej na kratkoročne vrednostne papirje denarnega trga, o katerih smo govorili v prejšnjem poglavju in se uporabljajo predvsem za likvidnostne namene (zakladne menice, komercialni zapisi, blagajniški zapisi, potrdila o vezanih vlogah), ter dolgoročne vrednostne papirje kapitalskega trga, ki se uporabljajo predvsem za investicijske namene (različne oblike obveznic in delnic)
- *po drugih parametrih*: višina nominalne vrednosti, poroštvo ali kreditna sposobnost vrednostnega papirja, javni in zasebni vrednostni papirji, način plačila obresti in pogoji vračila dolžniških vrednostnih papirjev (izplačila kuponov ali povečevanje vrednosti papirjev, ki se prodajajo po diskontirani vrednosti), tržnost oziroma stopnja likvidnosti, upravičenec iz vrednostnega papirja (prinosniški, imenski), obličnost (pisna listina ali nematerializirani vrednostni papir), plačilo davkov od obresti, izračun obresti, (linearni ali konformni način izračuna obresti), valuta (domača, tuja) ipd. (Gregorec, 2002, str. 7).

Trgi vrednostnih papirjev se poleg delitve na primarni in sekundarni trg razlikujejo tudi glede na vrednostne papirje, s katerimi se trguje na njih. Tako bomo najprej na kratko opisali trg obveznic in trg delnic.

4.2.1.1 Trg obveznic

Obveznica predstavlja terjatev v pisni obliki, s katero se izdajatelj obveznice obveže, da bo imetniku obveznice t. j. upniku v določenem času, daljšem od enega leta, vrnil posojeni znesek, povečan za obresti.

Glede na vrsto se obveznice delijo na klasične in ostale obveznice, klasične obveznice pa se glede na to, kdo jih je izdal, delijo na: državne obveznice, občinske obveznice, hipotekarne obveznice – zadolžnice, bančne obveznice ter obveznice podjetij.

Če gledamo z vidika bonitete oziroma kreditne sposobnosti dolžnika, nudijo državne obveznice največjo varnost izplačila obresti in vračila dolga ob dospelosti, saj je država neomejeno likvidna glede na svoje domače davčne zavezanke. Kreditna sposobnost ostalih izdajateljev obveznic se postopoma zmanjšuje tako, da je verjetnost vračila dolga v zgornji razdelitvi obveznic najmanjša pri obveznicah, ki jih izdajo podjetja. Podjetja morajo zato v zameno za večje tveganje prinašati višjo nominalno obrestno mero.³⁸

³⁸ Je pa treba vedeti, da so tudi tu izjeme. Nekatere svetovne multinacionalke imajo večjo kreditno sposobnost od posameznih držav, zaradi česar je njihova boniteta zelo visoka. Tako imajo lahko na primer obveznice Pfizerja, izdane na mednarodnem trgu kapitala, nižjo obrestno mero kot obveznice katere izmed južnoameriških nerazvitih držav.

Med ostalimi obveznicami so najpogostejše: obveznice s spremenljivo obrestno mero (*floating-rate notes*), brezkuponske obveznice (*zero-coupon bonds*) in obveznice, ki se glasijo na dvojno valuto (*dual-currency bonds*). Poleg tega poznamo še tuje obveznice, ki se izdajo za nerezidente na domačem trgu kapitala, in evroobveznice, ki se izdajajo na evropskem trgu kapitala.

Giddy govori o mednarodnem trgu obveznic in našteva, da na njem sodelujejo domače obveznice, evroobveznice in tuje obveznice. Za domače obveznice se smatrajo tiste, ki so običajno izdane s fiksno obrestno mero in fiksno zapadlostjo od enega do trideset let, so izdane od domačih pravnih oseb v domači valuti in prodane po večini domačim rezidentom. So predmet domače zakonodaje, regulacije in davkov. Evroobveznice se v mnogih ozirih ne razlikujejo dosti od domačih. Izdane so, podobno kot domače s fiksno obrestno mero na srednji ali dolgi rok, s kuponskimi izplačili obresti od dobro poznanih in kredibilnih korporacij oziroma drugih uglednih izposojevalcev. Kar pa jih loči, je to, da so to obveznice, ki so izdane in prodane po jurisdikciji zunaj države, v valuti katere je obveznica denominirana. To pomeni, da so te obveznice proste določenih ovir, ki so povezane z razmerami na domačem trgu, predvsem dolžnosti registracije in davkov. Tuje obveznice so v nasprotju z evroobveznicami izdane znotraj domačega trga obveznic valute, v kateri je obveznica denominirana, vendar pa jih izdajo izposojevalci, ki so nerezidenti. Obveznica, izdana v Veliki Britaniji s strani nerezidenčnega izdajatelja, na primer Asian Development Bank, je primer take obveznice, pravi Giddy (Giddy, 1994, str. 322).

Obveznice kotirajo na borzah oziroma na sekundarnem trgu³⁹ vrednostnih papirjev. Cena obveznice (tečaj) je odvisna od ponudbe in povpraševanja na borzi. Za razliko od delnic se cena obveznic ne oblikuje absolutno, t. j. v številu denarnih enot, temveč relativno, v odstotkih odstopanja od nominalne vrednosti obveznice oziroma od 100 odstotkov.

Cene obveznic in stopnje njihovih donosov se gibljejo v nasprotni smeri. Če cene obveznic na borzah rastejo, stopnje donosov teh obveznic padajo in obratno, če cene obveznic padajo, potem stopnje donosov rastejo.⁴⁰

Investitorje predvsem zanima kakšen realen donos⁴¹ jim bo prinesla obveznica, v katero so investirali. Seveda je to v precejšnji meri odvisno od investitorjeve naklonjenosti tveganju. Nekateri ekonomski subjekti so pripravljeni prevzeti tudi večje tveganje svojih naložb, če je pričakovana donosnost ustrezno večja. Poznamo kuponsko stopnjo donosa, donosnost v določenem obdobju, donosnost do dospelja (*yield to maturity*) in donosnost do odpoklica (*yield to call*). Poleg teh poznamo še celotno donosnost (*total rate of return*). Ta poleg nominalne vrednosti obveznice in izplačanih kuponov upošteva še vse reinvestirane kupone.

Prednosti financiranja z obveznicami vidi Prohaska predvsem v:

³⁹ Več o primarnem in sekundarnem trgu kasneje.

⁴⁰ V primeru obveznice, ki se glasi na 100 denarnih enot in prinaša 5 odstotkov donosa na leto, bi to pomenilo, da se v primeru dviga cene obveznice na 110 stopnja donosa zmanjša na 4,5 odstotka. In obratno, če se cena obveznice zmanjša na 90 denarnih enot, se stopnja donosa poveča na približno 5,5 odstotka pri isti nominalni obrestni meri. Izdajatelj obveznice se namreč vnaprej obveže, da bo plačal določene obresti v nespremenljivem znesku.

⁴¹ Donos moramo ločiti od stopnje donosnosti, saj je donos izražen v številu denarnih enot, ki jih prejme investitor v določenem obdobju, stopnja donosnosti pa se izraža v odstotkih.

- izplačane obresti na obveznice podjetij se lahko odštejejo od davčne osnove davčnega zavezanca, kar pri dividendah ni mogoče
- zaradi višjih stroškov vzdrževanja cene delnic, ki so podrejene večji konkurenci kot obveznice, se obveznice lažje prodajajo na primarnem trgu kapitala
- izdaja obveznic je za njihovega izdajatelja cenejša kot izdaja prednostnih ali navadnih delnic (Prohaska, 1999, str. 69)

Prohaska še navaja, da analiza časovne strukture obrestnih mer kaže, da obveznice izdajateljev z isto stopnjo bonitete, toda z različnim rokom dospelja, oblikujejo različne oblike krivulje stopnje donosa, na primer ravno, inverzno, pravilno-naraščajočo. Omenja tudi mnenje Van Horna, ki pravi, da je potrebno poleg množice dejavnikov, ki vplivajo na oblikovanje obrestnih mer na trgu dolgoročnih vrednostnih papirjev z nespremenljivim donosom, izdvojiti inflacijo, kreditno tveganje, obdavčenje, fungibilnost,⁴² možnost predčasnega odpoklica in stroške posredovanja (Van Horne; Prohaska, 1999, str. 76).

4.2.1.2 Trg delnic

Delnice so lastniški vrednostni papirji (*equity securities*), ki predstavljajo delež v lastnini delniške družbe. S tega vidika se delnice popolnoma razlikujejo od obveznic, ki predstavljajo terjatev do izdajatelja obveznice oziroma njegov dolg (*debt securities*).

Na splošno obstajajo štiri temeljne razlike med delnicami in obveznicami oziroma med trgi, na katerih se z njimi trguje:

1. delnice predstavljajo vrednostne papirje brez roka dospelja
2. glede na nedoločen rok dospelja se z večino delnic trguje na sekundarnem trgu kapitala
3. medtem ko se z obveznicami v glavnem trguje na trgu OTC ('prek okenc') preko telefona, se z delnicami trguje tako 'prek okenc' kot na borzi vrednostnih papirjev
4. medtem ko so za obveznice značilne nespremenljive obrestne mere in njihova vrednost ob dospelju, za delnice ne obstaja vnaprej določena stopnja donosa

Delnica poleg deleža v delniški družbi daje svojim lastnikom še dodatne pravice: pravico do izplačila dividende, predkupno pravico pri izdaji novih delnic, pravico do glasovanja na skupščini delničarjev, pravico do obveščanja in pravico do deleža v likvidacijski masi.

Mogoče si dve postavki zaslužita dodatno razlago. Namreč predkupna pravica pri izdaji novih delnic ali '*preemptive right*' pomeni, da se mora sedanjim delničarjem pri izdaji novih delnic ponuditi določena količina teh delnic v razmerju s sedanjim deležem v delniški družbi. Če delničarji ne želijo izkoristiti predkupne pravice, se lahko te delnice ponudijo na borzi.

Pravica do deleža v likvidacijski masi je druga najpomembnejša pravica, ki izhaja iz lastništva delnice. To pravico lahko delničarji uveljavljajo šele po poravnavi vseh terjatev, ki jih je delniška družba imela do svojih upnikov, na primer lastnikov obveznic, v primeru ostanka likvidacijske mase.

Glede na vrsto delnic razlikujemo navadne (*common stocks*) in prednostne delnice (*preferred stocks*). Medtem, ko so pravice navadnih delnic določene z zakoni posameznih

⁴² Možnost prodaje vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu.

držav in internimi pravili delniške družbe, iz lastništva prednostnih delnic izhajajo naslednje pravice, ki dajejo prednost:

1. pri izplačilu dividende (na primer povečano ali prednostno izplačilo)
2. v primeru likvidacije (na primer poravnava pravic pred lastniki navadnih delnic)

Glede na te značilnosti so navadne delnice pravilo, oziroma bi to morale biti, prednostne delnice pa izjema pri izdajanju delnic.⁴³

Pri delnicah je potrebno razlikovati med njihovo nominalno, bilančno (knjigovodsko) in tržno vrednostjo. Nominalna vrednost je napisana na delnici in predstavlja delež v delniški družbi. Knjigovodsko vrednost delnice izračunamo tako, da njeni nominalni vrednosti dodamo znesek rezerv oziroma celotni kapital podjetja in rezerve delimo s številom izdanih delnic. Tržna vrednost delnice ali tečaj se določi na trgu v skladu s pričakovanimi prihodnjimi donosi delniške družbe, ki je delnice izdala, ter glede na ponudbo in povpraševanje.

Z razlago tržne vrednosti ali cene se je ukvarjalo mnogo avtorjev, vendar pa se je večina avtorjev, kot pravi Prohaska, opredelila za Williamsov model t. i. '*growth-stock model*'.⁴⁴ Williams trdi, da je dividenda edina osnova za določanje tržne vrednosti delnice, medtem ko nekateri avtorji pri določanju cene delnice uporabljajo kategorijo dohodka (dobička). (Prohaska, 1999, str.91)

Potrebno je opozoriti, da nam visoka ali nizka dividendna stopnja (dividendo, ki jo prinaša delnica, delimo s trenutno tržno vrednostjo delnice) še ne pove, kako uspešna je določena delniška družba. Nekatera zelo uspešna podjetja namreč tudi po več let ne izplačujejo dividend zaradi povečanega nalaganja dobičkov v prihodnost. Gre predvsem za podjetja, ki imajo visoke izdatke za raziskave in razvoj.

Do danes se je uveljavilo kar nekaj metod analize delnic kot odgovor na vprašanje, kako naj potencialni investitor v delnico uravnoteži pojme, kot so: tveganje, negotovost in pričakovana stopnja donosa. Med najbolj znanimi teorijami omenimo: Markowitz – ovo sodobno premoženjsko teorijo, model CAPM (Capital Asset Pricing Model), model APT (Arbitrage Pricing Theory), temeljna analiza in tehnična analiza.⁴⁵

E.F.Fama in K.R. French sta izrazila dvom o uporabnosti do sedaj znanih teorij za vrednotenje dolgoročnih naložb. Pri tem sta izpostavila model CAPM, za katerega pa že na začetku analize povesta, da se še vedno uporablja na vseh MBA študijih pri razlagi osnovnih konceptov premoženjske teorije in vrednotenja naložb. Poudarjata, da je uporabnost modela v praksi bolj ali manj vprašljiva, ne ve pa se, ali zaradi premajhnega števila empiričnih testov ali pa zaradi slabo izbranih portfoliev, ki so nastopili v testih. Glavna kritika modela se nanaša na dejstvo, da je dejansko razmerje med povprečnim donosom naložbe in tržno beto v praksi nekonsistentno z napovedjo modela glede tega razmerja. Pripominjata, da se bo model CAPM še naprej pojavljal v študijskih programih, vendar bo sčasoma vgrajen v bolj dograjene večfaktorske modele, ki bodo odpravili probleme pri uporabi v praksi (E.F.Fama, K.R.French, 2003, 21 str.).

⁴³ Več o prednostih in slabostih navadnih delnic kasneje.

⁴⁴ Več o tem najdemo v J.B. Williams: *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press, Cambridge, 1938

⁴⁵ Natančnejše razlage teh teorij najdemo v celi kopici domače in tuje literature.

4.2.2 Primarni trg vrednostnih papirjev

Za primarni trg je značilno, da gre za novo izdajo vrednostnega papirja, ki ga izdajatelj ponudi prvič v odkup. Če razumemo primarni trg vrednostnih papirjev⁴⁶ kot primarni trg kapitala v ožjem smislu, lahko rečemo, da je to trg prodaj in nakupov novih dologoročnih vrednostnih papirjev.

Za novo izdajo vrednostnega papirja se šteje novo oblikovanje določenega vrednostnega papirja, njegova izdaja in prva prodaja na trgu. Vse druge prodaje so že nadaljnje in spadajo na sekundarni trg. Izjema je še '*underwriting*', kjer je prodajalec pooblaščen udeleženec trga vrednostnih papirjev, ki od izdajatelja odkupi vrednostne papirje z namenom nadaljnje prodaje.

Pri izdaji je pomembno razmišljati o dveh ključnih vprašanjih: koliko denarja mora izdajatelj zbrati ter pod kakšnimi pogoji in kateri vrednostni papir izbrati z ozirom na trenutno tržno situacijo in finančni položaj podjetja. Izdajatelj ima vedno dve osnovni možnosti, ki sta tudi najpogostejši. Lahko se začasno zadolžuje na trgu preko izdaje obveznic (možno tudi kratkoročno zadolževanje s kratkoročnimi vrednostnimi papirji) kot dolžniških papirjev in za prejeti dolg imetnikom obresti vnaprej plačuje določene obresti ali pa se odloči za novo izdajo delnic, s čimer pride podjetje do lastnih trajnih sredstev (kapitala).

Glede na obliko izdaje je najbolj uveljavljena izdaja vrednostnega papirja preko specializirane finančne institucije. Možno je sicer izdati vrednostne papirje tudi v zasebni ali neposredni izdaji, vendar proti temu govorita dve komponenti: kompleksnost naloge ter stroškovna racionalnost. Zaradi teh dejstev imajo glavno vlogo na primarnem trgu vrednostnih papirjev investicijske banke, ki opravijo večino primarnih izdaj vrednostnih papirjev. Investicijske banke⁴⁷ imajo v primerjavi z izdajatelji specializirana znanja, obvladajo kompleksnost posla ter veliko bolje poznajo finančne instrumente in želje investitorjev.

Naloge investicijske banke, ki so hkrati tudi osnovne faze pri izdaji vrednostnega papirja na primarnem trgu in pomenijo celotno primarno izdajo, so:

- svetovanje v zvezi z obsegom in vrsto kapitala, ki ga želi izdajatelj pridobiti z novo izdajo vrednostnih papirjev
- analiza finančne situacije in prihodnjega poslovanja izdajatelja novih vrednostnih papirjev
- nadzor, pomoč ali izdelava potrebne dokumentacije
- oblikovanje cene novih vrednostnih papirjev
- prevzem tveganja uspeha izdaje vrednostnih papirjev (vpis primarne izdaje oziroma prevzem obveznosti odkupa vrednostnih papirjev)
- oblikovanje sindikata in prodajne skupine

⁴⁶ Na teh trgih se prodajajo tako dolžniški kot lastniški vrednostni papirji ter nekatere vrste hibridnih vrednostnih papirjev.

⁴⁷ Investicijske banke so agentske finančne institucije, katerih bistvena naloga je, da posredujejo med izdajatelji vrednostnih papirjev in njihovimi kupci. Posredujejo večinoma izvenbilančno, kar pomeni, da pri izvajanju poslov ne uporabljajo svojih sredstev oziroma kapitala. Ti posli se nato kažejo samo v bilanci uspeha. Zaradi tega je potreben kapital investicijske banke le v taki višini, da lahko prevzame tveganja v zvezi z vpisom primarne izdaje.

- prodaja vrednostnih papirjev
- vzdrževanje ravnotežja na sekundarnem trgu

Izdajatelj najprej sam sprejme določene odločitve, ki se tičejo predvsem ocene o višini novega kapitala, ki ga potrebuje in kateri vrednostni papir bi bil najprimernejši. Ko se izdajatelj odloči za investicijsko banko,⁴⁸ ki ji bo zaupal posel izdaje, podpiše z njo ustrezno pogodbo. Pogodba vsebuje predvidene bistvene elemente izdaje vrednostnega papirja, provizijo investicijske banke, načrt trženja vrednostnega papirja ter klavzule, pod katerimi investicijska banka lahko odstopa od pogodbe (predvsem če bi prišlo do bistvenih sprememb tržnih razmer).

Vendar je treba upoštevati, da se pred podpisom pogodbe vrši proces odločanja tudi na strani investicijske banke. Ta natančno preverja boniteto izdajatelja vrednostnih papirjev in njegovih finančnih možnosti oziroma potreb ter ekonomsko upravičenost potreb, ki jo namerava financirati z izdajo vrednostnih papirjev. V ta namen skrbno analizira računovodske izkaze in oceni prihodnje finančne tokove.

Investicijska banka prevzame odgovornost za pridobitev vse potrebne dokumentacije in izvedbo vseh pravnih zahtevkov za izdajo določenega vrednostnega papirja, v skladu z regulativo posameznega nacionalnega oziroma mednarodnega trga vrednostnih papirjev. Investicijska banka mora poskrbeti za registracijo izdaje, pridobiti dovoljenje za izdajo, izdelati prospekt, ki vsebuje bistvene informacije o izdajatelju in o vrednostnem papirju, in podobno.

Eden ključnih dejavnikov uspešne prodaje vrednostnih papirjev je postavitve 'prave' cene, ki sodi med najtežje odločitve v celotnem postopku izdaje, pravi Svilan (Svilan. 1990, str. 110). Nepravilno postavljena cena oškoduje lahko tako izdajatelja kot investitorja. V primeru prenizke cene je oškodovanec izdajatelj, saj s tovrstno izdajo ni mogel doseči načrtovanih sredstev oziroma je zaradi nižje cene moral prodati večjo količino vrednostnih papirjev, da bi dobil potrebna sredstva.⁴⁹ V kolikor pa je ponudbena cena previsoka, sta z izgubo soočeni obe strani: izdajatelj, ki po tej ceni ne more prodati vseh vrednostnih papirjev, in kupec, ki z vzpostavitvijo realne vrednosti kupljenih papirjev utrpí izgubo. Oblikovanje cene je odvisno od vrste vrednostnega papirja oziroma vrste izdaje.

Poudarimo še, da je interes izdajatelja pri oblikovanju ponudbene cene nasproten interesu investicijske banke. Investicijska banka bo toliko lažje izpeljala izdajo, kolikor nižja je ponudbena cena. Če je izdajatelj finančno dovolj podkovan, bo na osnovi primerjave s podobnimi izdajami vrednostnih papirjev prisilil investicijsko banko, da sprejme ceno, ki je blizu tržni ceni.

Pri določanju cene mora investicijska banka upoštevati trenutno stanje na trgu vrednostnih papirjev, kakovost izdajatelja ter kakovost papirja. Cena se običajno določa neposredno pred samo izdajo oziroma plasmajem na trgu, tako da so na voljo natančni podatki o situaciji na trgu posameznega vrednostnega papirja.

Prodaja vrednostnih papirjev lahko poteka preko javne ponudbe oziroma prodaje (*public placement*) ali preko prodaje posameznim investitorjem, ki se imenuje zaprta prodaja ali ponudba (*private placement*). Zaprta prodaja se izvaja redkeje, pri tem pa gre za

⁴⁸ Izbor investicijske banke lahko opravi tudi na podlagi avkcije - '*competitive bids*'.

⁴⁹ Poleg tega lahko nizke ponudbene cene negativno vplivajo na ugled izdajatelja in investicijske banke.

neposredno prodajo vrednostnih papirjev 'dobro obveščeni', predvsem institucionalnim investitorjem.

Če izvaja prodajo investicijska banka, ima možnost izbirati med dvema načinoma:

- a. Prodaja vrednostnih papirjev po najboljših močeh (*best efforts*). Ta način pomeni, da banka nima obveznosti odkupiti nazaj neprodanih vrednostnih papirjev in nastopa zgolj kot posrednik, ki po svojih najboljših prizadevanjih poskuša prodati čimveč vrednostnih papirjev izdajatelja.
- b. Prodaja vrednostnih papirjev z obveznostjo odkupa neprodanih vrednostnih papirjev (*underwriting*). V tem primeru se investicijska banka zaveže odkupiti preostanek vrednostnih papirjev, ki ne bodo prodani investitorjem, oziroma se zaveže odkupiti celotno primarno izdajo vrednostnih papirjev od izdajatelja po določeni ceni zaradi njihove nadaljnje prodaje javnosti. Investicijska banka tako prevzame obvezo, da bo izdajatelju priskrbelo celotna sredstva izdaje in s tem nase tudi prevzame celotno tveganje v zvezi z izdajo.

Ker predstavljajo za investicijske banke prodaje vrednostnih papirjev vsestranska tveganja zaradi nepredvidenih sprememb na trgu, navadno izvedbo prodaje vodi sindikat investicijskih bank (*underwriting syndicate*). Sindikat običajno vodi vodja sindikata (*lead manager*), ki sklene dogovor z drugimi člani sindikata. Bistvene prednosti oblikovanja sindikata so: porazdelitev stroškov izdaje in distribucije, porazdelitev tveganja v primeru neuspele prodaje ali padca cene ter boljša informiranost in obvladovanje trga vrednostnih papirjev.

V nekaterih primerih investicijska banka sodeluje s svojimi storitvami tudi pri neposredni prodaji vrednostnih papirjev s strani izdajatelja. Tako lahko na primer sodeluje pri neposredni prodaji vrednostnih papirjev tudi na podlagi sporazuma o odkupu preostalih vrednostnih papirjev nove izdaje, po predkupni pravici. V tem primeru investicijska banka odkupi tisti del primarne izdaje vrednostnega papirja, katerega izdajatelj sam ne bo uspel prodati.

Da se izdaja vrednostnega papirja proda v kratkem času, morajo biti izpolnjeni nekateri pogoji: izdajo vodi investicijska banka visoke bonitete, cena je bila pravilno oblikovana, distribucija dobro organizirana in tržni pogoji ugodni.

Grabbe opozarja, da v zadnjem času zaradi pritiska konkurence med investicijskimi bankami, nastajajo variacije v tradicionalni proceduri izdaje obveznic. Omenja *'the bought deal'* in *'fixed price reoffer'*. Pri *'the bought deal'* gre za to, da vodilni manager odkupi celotno izdajo še pred objavo izdaje ali dnem, ko se začne trgovanje na sivem trgu. Odkupi jih po dogovorjenih pogojih glede zneska, kupona in cene izdaje. Tekmovanje poteka na podlagi višine odkupa celotnega paketa. Pri *'fixed price reoffer'* pa vodilni manager in ostali managerji podpišejo pogodbo, ki jih zakonsko obvezuje, da ne bodo zniževali provizij v postopku prodaje. Tako garantirajo mejni donos na vsako prodano obveznico (Grabbe, 1996, str. 291).

Ko je postopek javne prodaje zaključen, je čas za sekundarni trg. Potrebno je izvesti kotacijo...

4.2.3 Sekundarni trg vrednostnih papirjev

Za sekundarni trg je torej značilno, da se na njem trguje z že izdanimi vrednostnimi papirji. Njegova pomembnost se kaže v tem, da je za razvoj finančnega sistema potreben organiziran, transparenten, varen in likviden trg kapitala, ki je sposoben delovati z nizkimi stroški, omogočati dodatne finančne storitve in usmerjati naraščajoče tokove kapitala v produktivne naložbe.

Deželanova pravi, da so delovanje, razvoj in učinkovitost trga kapitala odvisni od števila in znanja njegovih udeležencev. To so investitorji, ki nalagajo svoje prihranke v podjetja, ki izdajajo in prodajajo vrednostne papirje na primarnem trgu, ter finančne institucije, ki sodelujejo pri prenosu prihrankov prek trga kapitala, kot so banke, investicijski skladi in njihovi upravljalci ter borzno posredniške družbe (Deželan, 1996, str. 61).

V Sloveniji poleg Ljubljanske borze d.d.⁵⁰ nastopajo na sekundarnem trgu kapitala še Agencija za trg vrednostnih papirjev – ATVP in Klirinško depotna družba – KDD. Naloga prve je urejanje in nadzor trga kapitala, druge pa vodenje centralnega registra vrednostnih papirjev in denarne poravnave opravljenih poslov z vrednostnimi papirji preko borznega informacijskega sistema.

Za delovanje sekundarnega trga kapitala je še bolj kot za denarni trg pomembna razpoložljivost informacij. Ključni kazalec razvitosti posameznega trga vrednostnih papirjev je ravno ustrezna stopnja obveščenosti udeležencev in pretoka informacij. Je lahko tudi omejujoči dejavnik njegovega razvoja. Borza ima glede odkrivanja podatkov za posameznega udeleženca svoja pravila.⁵¹ Pomembne so glavne informacije, ki morajo biti razkrite javnosti, in sicer: nerevidirani in revidirani letni računovodski izkazi, polletni računovodski izkazi, sklici skupščin delničarjev in predlogi sklepov, objave podatkov o transakcijah, ki jih z vrednostnimi papirji izdajatelj opravi management, razkritje deležev pomembnih delničarjev, ostale cenovno občutljive informacije in med njimi tudi zanihanje ali potrditev različnih govoric, ter komentar nenavadnih tržnih gibanj. Podjetja, ki so delniške družbe in kotirajo na borzi, morajo tako točno, korektno in pravočasno posredovati informacije, ki zanimajo tako javnost, borzo kot investitorje.

Sicer pa Prohaska navaja, da so v ozadju sprejema odločitve za javno ponudbo vrednostnega papirja na trgu kapitala in kasneje tudi za kotacijo na borzi različni motivi in cilji, ki jih podjetje želi realizirati. Med njimi so:

- lažji dostop do dodatnega kapitala
- zagotavljanje likvidnosti za delničarje
- publiciteta, prestiž za podjetje
- delnica postane sredstvo za financiranje nakupov drugih podjetij
- pridobitev povratnih informacij glede ocenjevanja vrednosti podjetja in kvalitete poslovanja nasploh
- prodaja deleža družinskega podjetja

Slabosti oziroma nevarnosti uvrstitve v kotacijo pa po njegovem so (Prohaska, 1999, str. 124):

⁵⁰ Ljubljanska borza je bila ustanovljena 26. 12. 1989.

⁵¹ Glej Pravila borze.

- stroški javne prodaje
- javno razkritje informacij
- dodatna zakonska regulativa in omejitve
- nihanja tržne cene
- sovražni prevzemi deležev podjetij

Cene vrednostnih papirjev odsevajo v borznih indeksih, ki nam prikazujejo trend delovanja celotnega trga kapitala in hkrati nivo, na katerem so v določenem trenutku borzni tečajji. Povedo nam, kako so se na borzi v povprečju spreminjali tečajji vseh vrednostnih papirjev ali le določenih skupin. Nihanje cen vrednostnih papirjev na borzi pogosto kaže isto smer, kar olajša predvidevanja glede gibanja cen in povečuje zanimanje za dogajanje na borzi. Preko borznega indeksa, ki pokaže trend gibanja cen, se dokaj lahko sledi tudi gospodarski aktivnosti posameznih držav.⁵²

V Sloveniji smo v primerjavi s svetom še v fazi razvoja borze, na gibanje delniškega indeksa pa so v preteklosti vplivali tudi mnogi drugi, negospodarski dejavniki. Začetek delovanja sekundarnega trga v Sloveniji predstavlja ustanovitev Ljubljanske borze. Njen namen je bil zagotavljanje pogojev, ki so potrebni za normalno poslovanje z vrednostnimi papirji ali drugače povedano poskrbeti da se srečata ponudba in povpraševanje. Prohaska vidi glavne dejavnosti borze v naslednjem (Prohaska, 1999, str. 122):

- organiziranje povezovanja ponudbe in povpraševanja v prometu z vrednostnimi papirji
- informiranje o ponudbi, povpraševanju, tržni vrednosti in drugih podatkih o vrednostnih papirji
- ugotavljanje in objavljane tečajev vrednostnih papirjev
- organizacija izobraževanja borznih posrednikov in širše javnosti
- organizacija dražb Trga plemenitih kovin in objava tečajev s tega trga

Kar se tiče pravne ureditve, je bila v Sloveniji precej slabo urejena vse do leta 1994 in sprejetja Zakona o trgu vrednostnih papirjev. Leta 1999 pa so bili sprejeti novi zakoni, ki so harmonizirali to področje z veljavnim pravom EU. Najpomembnejši med njimi so: Zakon o vrednostnih papirjih, Zakon o bančništvu, Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih in Zakon o deviznem poslovanju.

V Zakonu o nematerializiranih vrednostnih papirjih najdemo določilo, da lahko dejavnosti v zvezi s storitvami na trgu vrednostnih papirjev opravljajo zgolj za to pooblaščen borzno-posredniške družbe in banke. Agenciji za trg vrednostnih papirjev je dana pristojnost glede nadzora nad preprečevanjem nepooblaščenega opravljanja dejavnosti. Ta ima na voljo neposredne ukrepe za preprečevanje tovrstnih pojavov tako nad pravnimi kot fizičnimi osebami.⁵³ Opredeljene so tudi dolžnosti v zvezi s spoštovanjem pravil o obvladovanju tveganj ter pravila o varnem in skrbnem poslovanju.

Za borzo je pomembna 'podelitev' javnega pooblastila v zvezi z izdajatelji vrednostnih papirjev, ki kotirajo na borzi in na prostem trgu. Borza namreč lahko črpa širša pooblastila

⁵² Dnevno se da tudi v Sloveniji precej dobro spremljati (časopisje, TV, internet) gibanje borznih indeksov največjih in najpomembnejših svetovnih borz, kot so: Nikkei, Nasdaq, Dow Jones ...

⁵³ To je najbolje začutiti ob zadnjem dogajanju, ki je aktualno ta trenutek, saj je ATVP predlagala, odvzem funkcije člana uprave dvema članoma, zaradi nezadostne kontrole navideznih poslov.

v svojem ravnanju nasproti izdajateljem vrednostnih papirjev, ki ne spoštujejo njenih pravil predvsem v povezavi z dolžnostjo poročanja.⁵⁴

Zakon določa pogoje in ukrepe, ki naj bi omogočili varnost sredstev investitorjev in nasploh celotnega finančnega sistema. Zmanjšalo naj bi se število sklepanj poslov izven borze. To bi bilo zagotovljeno s hitrim prehodom javne družbe na organiziran trg, kar bi povečalo transparentnost in varnost poslovanja.

Pomudimo se še pri pomenu Zakona o deviznem poslovanju iz leta 1999. S sprejetjem tega zakona je namreč Slovenija naredila velik korak pri prilagajanju domačega finančnega okolja razmeram EU. Čeprav se proces liberalizacije kapitalskih tokov še nadaljuje, so se naložbene možnosti do sedaj vendarle razširile. Poleg osnovne izbire med finančnimi instrumenti, kot so depoziti, obveznice in delnice, daje naložbenemu spektru zdaj dodatno možnost valutne izbire in izbire trga za plasma premoženja. S finančnim odpiranjem meje smo tudi Slovenci dobili možnost, da svoje prihranke vlagamo tam, kjer pričakujemo, da jih bomo najlažje oplemenitili, torej tudi v tujini.

Dobro delovanje sekundarnega trga je praviloma odvisno od dobrega delovanja primarnega trga. Ta je v Sloveniji še precej slabo razvit. Deželanova pravi, da je sicer po tehnični plati trgovanje na sekundarnem trgu v Sloveniji dobro organizirano (Deželan, 1996, str. 65). Trgovanje na Ljubljanski borzi je bilo za dolgoročne vrednostne papirje včasih organizirano v dveh borznih kotacijah A in B, od začetka leta 2001 pa sta obe združeni v eno borzno kotacijo, kar omogoča večjo preglednost in je v skladu s postopnimi poenotenji s pravili EU. Trgovanje poteka preko Borznega trgovalnega sistema (BTS) in to ne samo borzno, ampak tudi trgovanje na izvenborznem trgu OTC. Člani borze v posebnem segmentu trgujejo tudi s kratkoročnimi vrednostnimi papirji. Z vrednostnimi papirji se trguje v lotih, ki predstavljajo količinsko enoto za trgovanje. Pri obveznicah je lot najmanjši apoen posamezne obveznice, pri delnicah pa je lot trenutno v veliki večini kar ena delnica. Za vsak vrednostni papir je predpisano minimalno število lotov, s katerimi je moč trgovati. Obveznice kotirajo v odstotkih glede na osnovo, ki je lahko nominalna vrednost, zapisana na obveznici.

Za borzne posrednike so pomembna tudi nekatera nedovoljena ravnanja, ki se jim morajo izogibati. Noben član borze ali borzni posrednik ne sme opravljati poslov ali vzpodbujati opravljanja poslov z namenom, da bi oblikoval ali vplival na oblikovanje tečajev vrednostnih papirjev, ki ne odražajo njihove resnične vrednosti. Prav tako ne smejo borzniki razširjati govoric take narave, ki bi lahko vplivale na razmere na borznem trgu. Borzni posredniki tudi ne smejo sodelovati v poslih, kjer obstaja sum za oškodovanje drugih oseb oziroma opravljati navideznih nakupov in prodaj, da bi s tem vplivali na oblikovanje tečaja. Zakon o trgu vrednostnih papirjev pristojnosti glede nadzora nad preprečevanjem nepooblaščenega opravljanja dejavnosti, prenaša s strani Tržnega inšpektorata na Agencijo za trg vrednostnih papirjev.

Kar se tiče davčne politike na področju vrednostnih papirjev je po različnih državah urejena različno. V Sloveniji se tega področja dotikajo naslednji zakoni: Zakon o dohodnini, Zakon o davku od dobička pravnih oseb, Zakon o davčnem postopku ter številni podzakonski akti, ki predpisujejo obdavčenje tako za pravne kot fizične osebe.

⁵⁴ Zakon natančneje opredeljuje dolžnost poročanja javnih družb o cenovno občutljivih informacijah v razmerju nasproti podatkom, ki se štejejo za poslovno skrivnost družbe in računovodskih izkazih.

Tako pravne kot fizične osebe lahko pri naložbah v delnice realizirajo dve vrsti dohodka. Prva so dividende in druga kapitalski dobiček ali razlika med prodajno in nakupno ceno delnice. Obe sta predmet obdavčenja. Pri obveznicah se tudi srečujemo z dvema oblikama dohodka, in sicer sta to obresti in kapitalski dobiček. Obresti niso obdavčene,⁵⁵ kapitalski dobiček pa je po enakih načelih kot delnice.

Naložbe v vrednostne papirje za fizične osebe predstavljajo problem, saj je celoten postopek dokaj kompliciran, postopek obdavčenja pa zelo zapleten. Od dobička, ki ga dosežejo s prodajo vrednostnih papirjev, če gre za drugo ali naslednjo prodajo pred potekom treh let, morajo fizične osebe plačati 30 % davka. Ugotovljena osnova za davek iz kapitala od prodaje vrednostnih papirjev, pa jim ustrezno poveča tudi osnovo za dohodnino, saj je dobiček iz kapitala eden od virov dohodnine.

Veselinovič je mnenja, da davčna politika pravzaprav privilegira bančni sistem, saj obresti bančnih depozitov in izplačil življenskih zavarovanj ne obdavčuje, naložbe v delnice in dolžniške vrednostne papirje pa. Kritizira zlasti davek na kapitalski dobiček, saj bi po njegovem obdobje treh let, po katerem kapitalski dobički niso več obdavčeni, morali znižati na eno leto, kar bi privabilo več investitorjev na trg kapitala. Nesprejemljivo se mu zdi, da je področje vrednostnih papirjev v Sloveniji obdavčeno tako, kot na razvitih trgih kapitala (Veselinovič, 1994, str. 14).

Kljub temu da se je organiziran sekundarni trg kapitala v Sloveniji že razvil iz majhnega, slabo organiziranega ter pogosto špekulativno naravnega v trg, ki postopno dobiva podobo zahodnega tipa, je potrebno storiti še marsikaj. Potrebno je pridobiti zaupanje investitorjev v trg kapitala in dokončno urediti zakonodajo. Predvsem davčno, ki je neustrezna in nestrokovna, saj ne sledi razvoju trga vrednostnih papirjev.

4.3 Vpliv trga kapitala na financiranje podjetij

4.3.1 Viri financiranja podjetja

Mnogo avtorjev se ukvarja s problemi financiranja podjetja, saj je vrednost delnice podjetja v veliki meri odvisna od optimalne strukture financiranja. Tako danes v mnogih podjetjih že dajejo velik poudarek zlasti na kapitalsko strukturo (lastni kapital in delež dolgoročnega dolga v strukturi), ki jo snujejo z upanjem na boljše poslovne rezultate in hkrati špekulacijo za ustrezno ravnjo vrednosti delnice.

Pri financiranju podjetja imamo v mislih tako proces ugotavljanja potrebnih sredstev kot proces pridobivanja virov financiranja. Podjetja so prisiljena zbirati sredstva iz različnih namenov: za zagon, razširitev, modernizacijo proizvodnje, raziskovalne akcije in projekte, nove licence, prodor na nove trge – domače in tuje, reklamo, prevzeme podjetij in vse drugo, kar potrebuje svež dotok kapitala.

Podjetje ima več možnosti za financiranje. Rebernik in Repovž delita vire financiranja na notranje in zunanje. Med notranjimi omenjata samofinanciranje v obliki dobička in amortizacije ter ostalo notranje financiranje, ki ga lahko koristimo predvsem zaradi izboljšave koeficienta obračanja začasno prostih sredstev, davčnih olajšav in prestrukturiranja premoženja. V zunanje financiranje vključujeta novi lastniški kapital,

⁵⁵ Izplačevalcu obresti ta izdatek pomeni olajšavo ali zmanjšanje osnove za plačilo davka.

kreditne oblike (posojila, obveznice), subvencije (neposredne, posredne) in posebne oblike (lizing, faktoring in forfeiranje) (Rebernik in Repovž, 2000, str. 88).

Če se podjetje odloči za kreditno obliko financiranja mora najprej sprejeti odločitev o strukturi kapitala. Dejavniki, ki vplivajo na finančno ali ožje gledano kapitalsko strukturo podjetja, so številčni. Med drugimi velja omeniti naslednje: razmere na trgu kapitala, struktura sredstev, stopnja rasti, dobičkonosnost, poslovno tveganje, asimetričnost informacij in obdavčevanje podjetij. Duhovnikova poleg teh šestih omenja še: finančno tveganje, finančno prilagodljivost, stabilnost prihodkov od prodaje in stroškov, stališča poslovodstva, stališča kreditorejmalcev in agencij za razvrščanje tveganja obveznic in nadzor (učinek, ki bi ga lahko imela izdaja obveznic v primerjavi z izdajo delnic na kontrolni položaj poslovodstva podjetja, pogosto vpliva na sestavo kapitala) (Duhovnik, 1995, str. 135-151).

4.3.2 *Financiranje podjetij prek trga kapitala*

4.3.2.1 Splošno o financiranju

Za mnoga podjetja na razvitih trgih kapitala, predstavlja zbiranje finančnih sredstev z izdajo vrednostnih papirjev pomemben in velikokrat dominanten način zbiranja zunanjega financiranja. Vendar pa moramo še enkrat dati poudarek na, razvit trg kapitala, ki predstavlja potreben pogoj za take akcije.

I.Walter in R.Smith govorita v svoji razpravi o vladanju in kontroli podjetij, da obstajata v osnovi dva tipa gospodarstev in sicer glede na to, kako se zunanje financirajo podjetja. Eno je tako imenovano bančno gospodarstvo,⁵⁶ ki se financira povečini preko bank, to je njihovih posojil, in je zlasti značilen na Nemčijo, drugi tip pa je tržno gospodarstvo, kjer se podjetja pomembno zunanje financirajo prek finančnih trgov in je zlasti značilen za ZDA (I.Walter&R.Smith, 2000, str. 200-204).

Na razvitih trgih kapitala imajo torej podjetja velike možnosti novega financiranja, saj se lahko financirajo tako z lastniškim kapitalom v obliki delnic kot z dolžniškim kapitalom v obliki obveznic. Ena od glavnih prednosti financiranja z izdajo vrednostnih papirjev je v tem, pravi Gregorec, da je celotni znesek izdaje razdeljen na manjše zneske, ki so dostopni tudi sektorju prebivalstva, zaradi česar tak način financiranja prispeva k mnogo širšemu krogu potencialnih financerjev izdajatelja (Gregorec, 2002, str. 19). K povečanju privlačnosti investiranja v vrednostne papirje prispeva še dejstvo, da so prenosljivi in se z njimi lahko trguje na sekundarnem trgu in tako pride do potrebnih finančnih sredstev.

“Z uporabo raznovrstnih vrednostnih papirjev za financiranje in poslovanje podjetja se razprši struktura finančnih virov podjetja, kar omogoča lažjo optimizacijo strukture kapitala med interesi lastnikov, upnikov in poslovodstva. Razpršena kapitalska struktura je tudi zelo fleksibilna, saj omogoča izdajatelju, da hitro reagira na ugodne tržne razmere. Prednost financiranja s pomočjo vrednostnih papirjev, se pojavlja tudi na nacionalni ravni, saj omogoča aktiviranje majhnih prihrankov prebivalstva v produktivne namene” (Gregorec, 2002, str. 19).

⁵⁶ Za bančno gospodarstvo je značilen velik pomen bank, ki se kaže v relativno večjem obsegu bilančne vsote bank v bruto domačem proizvodu te države.

Še enkrat velja poudariti, da je pogoj za financiranje preko trga kapitala razvit trg kapitala. Razvit trg in velik pretok kapitala preko njega, pomembno vplivata na učinkovitost celotnega gospodarstva.

Pri financiranju preko trga kapitala, pa je treba opozoriti še na vzvode previdnosti in potencialne slabosti takega načina financiranja. Najprej se pomudimo pri stroških. Pri izdaji vrednostnih papirjev navadno nastopajo investicijske banke, kar ustrezno podraži transakcije. Če gre za velike izdaje, nastopa tudi sindikat bank, ki zahteva velika jamstva in dodatne provizije.⁵⁷ Upoštevati je potrebno še dolžnost podjetja o razkritju pomembnih informacij, ki se tičejo tako računovodskih izkazov kot drugih pomembnih informacij. Zlasti občutljive so informacije o možnosti prevzema podjetja, ki imajo lahko zelo bliskovit vpliv na ceno delnice.

4.3.2.2 Financiranje podjetja z lastniškim kapitalom

Gregorec pravi, da z novo izdajo delnic pride podjetje do lastnih trajnih sredstev, za katere mu ni potrebno plačevati obresti. Vlagatelji postanejo delničarji podjetja, s čimer pridobijo lastniško pravico, svoje vložke pa lahko kadarkoli prodajo na trgu vrednostnih papirjev (Gregorec, 2002, str. 20).

Poznamo več vrst delnic. Najprej jih delimo glede na pravice iz delnic, na navadne in prednostne. Navadne delnice pomenijo za imetnika solastništvo v delniški družbi, ter pravico do udeležbe pri upravljanju in delitvi dobička v obliki dividende. Prinašajo mu pa tudi pravico do preostalega dela premoženja po likvidaciji ali stečaju družbe. Prednostne delnice prinašajo imetnikom, poleg pravic, ki jih prinašajo navadne delnice, še določene prednostne pravice, hkrati pa jim jemljejo glasovalne pravice. Zbirne (kumulativne) prednostne delnice dajejo imetniku prednostno pravico do izplačila vseh še neizplačanih dividend, preden se imetnikom navadnih delnic izplačajo kakršnekoli dividende. Udeležbene (participativne) prednostne delnice dajejo imetnikom poleg prednostne dividende še pravico do izplačila dividend, ki pripadajo imetnikom navadnih delnic.

Prednosti financiranja z navadnimi delnicami so v tem, da podjetje ni pogodbeno zavezano k plačevanju dividend. Poleg tega pa financiranje z izdajo dodatnih navadnih delnic povečuje prihodnjo sposobnost podjetja za najemanje kreditov. Podjetje z večjim deležem lastniškega kapitala namreč lažje pride do dodatnega kapitala, saj je kapital jamstvena substanca in je zato zmanjšana možnost propada zaradi nelikvidnosti.

Slabosti financiranja z navadnimi delnicami so predvsem oslabitev cene delnice. Nova izdaja vpliva na zmanjšanje čistega dobička na delnico in posredno na znižanje cene delnice. Zato podjetje izda navadne delnice takrat, ko povpraševanje na trgu navadnih delnic narašča in se cene višajo, saj lahko z manjšo količino novih delnic (kot če se cene ne bi višale) pridobi svež kapital. Slabost je še v višjih stroških, kot pri prednostnih delnicah in dolžniškem kapitalu. Prav tako je treba upoštevati, da morajo obstoječi delničarji deliti vlogo nadzora nad podjetjem z novimi lastniki.

⁵⁷ Prohaska pri sindikatu bank omenja širok spekter provizij in klavzul, ki jih vsebujejo pogodbe o izdaji, kar za sabo potegne veliko ranljivost izdajatelja. Klavzule so namreč tako stroge, da v primeru neplačil lahko izdajatelj pričakuje velike sankcije, ki imajo vse za posledico denarno izgubo. Tako lahko neodplačilo enega obroka kakršnegakoli posojila pri eni od bank sindikata zaradi trenutne nelikvidnosti povzroči zahtevo sindikata po takojšnjem vračilu celotnega dolga.

Financiranje s prednostnimi delnicami omogoča pridobiti takšen vir financiranja, ki zahteva bolj ali manj fiksni donos, hkrati pa donos ni pogodbena obveznost za podjetje. Gre za trajen kapital, obstoječi delničarji pa ohranijo celoten nadzor nad podjetjem. Slabost lahko najdemo v visokih stroških tega vira financiranja.

Kot vir financiranja z lastniškim kapitalom pa lahko tu omenimo še financiranje s pogojnim lastniškim kapitalom, in sicer z izdajo zamenljivih obveznic (*convertible bonds*), ki jih ima imetnik po nakupu pravico zamenjati po določenem ključu za delnice. Ključ zamenjave je določen že pri izdaji zamenljivih obveznic. Zamenljive obveznice so hibridni finančni instrument med dolgom in kapitalom. Obrestna mera zamenljive obveznice je nižja od zahtevane stopnje donosa za navadne obveznice primerljivega tveganja, kar pomeni, da so imetniki pripravljeni plačati premijo pri nakupu zamenljivih obveznic zaradi potencialnega kapitalskega dobička pri zamenjavi obveznic v delnice. Pogojni lastniški kapital je kapital podjetja, ki je trenutno še dolžniški, lahko pa ob določenih izpolnjenih pogojih postane lastniški.

Gregorec omenja več prednosti za izdajatelja zamenljivih obveznic. Izdajatelj ima možnost pridobiti dolžniški kapital po nižji ceni (nižja obrestna mera). Ker zamenljive obveznice predstavljajo podrejen dolg, glede na ostali dolg izdajatelja, ima izdajatelj nespremenjeno možnost dodatnega zadolževanja z navadnim dolgom. Prav tako izdajatelj pridobi tudi možnost prodaje delnic po višji ceni od trenutnih (Gregorec, 2002, str. 21).

Omeniti pa moramo še slabosti zamenljivih delnic. Pri visoki rasti tržne cene delnice, bi bilo za izdajatelja bolje, da bi pridobil nove vire financiranja z normalno izdajo novih delnic ali z zadolževanjem z navadnimi obveznicami s fiksnimi stroški zadolževanja. Po drugi strani pa bo moral v primeru padca cene delnice izdajatelj izplačevati fiksne dolžniške obveznosti.

4.3.2.3 Financiranje podjetja z dolžniškim kapitalom

“Podjetje se financira z dolžniškim kapitalom preko izdaje različnih vrst obveznic” (Gregorec, 2002, str. 20). Vrste obveznic smo že razložili v začetku poglavja. Z izdajo obveznic se izdajatelj obvezuje, da bo imetniku obveznice izpolnil obveznosti iz obveznice oziroma izplačal glavnico ob zapadlosti in obresti. Za razliko od delnic imetnik obveznice nima nobenih upravljalških pravic, ima pa prednost pri poravnavi terjatev, če izdajatelj preneha delovati, pred imetniki delnic.

Prednosti in slabosti izdaje obveznic so za izdajatelja obratne od prednosti in slabosti delnic. Donosnost obveznic je v primerjavi z delnicami manjša in sicer na račun nižje premije za tveganje. Stroški dolga so neodvisni od zaslužkov podjetja, zato imetniki obveznic ne sodelujejo pri dobičku, toda če dobička ni, mora podjetje vseeno plačati dolg. Glavna slabost obveznic napram delnicam je ta, da je znan datum zapadlosti dolga, ko ga je potrebno vrniti v obliki izplačila glavnice. Obrestna mera za dolg je odvisna od bonitete podjetja, zato so bolj zadolžena podjetja prisiljena izdajati obveznice po višji obrestni meri.

Gregorec pa govori še o primerjavi financiranja z obveznicami in financiranja s krediti. Prednost financiranja z izdajo obveznic, pravi Gregorec, je predvsem v tem, da lahko izdajatelj z izdajo zbere znatno večja finančna sredstva ter da veliko število kupcev razprši odvisnost od enega posojilodajalca. Izdajatelj obveznic mora tudi sistematično skrbeti za

svojo uspešnost in ugled. Po drugi strani je slabost obveznic v primerjavi s posojilom v tem, da je uspešnost izdaje odvisna od velikega števila posameznih vlagateljev. Prav tako je cena, po kateri je obveznica prodana na trgu, negotova, saj je odvisna od delovanja tržnega mehanizma (Gregorec, 2002, str. 22).

E.F.Fama in K.R.French sta julija letos objavila zanimivo razpravo o odločanju podjetij glede načina financiranja. Pravita, da se moderna literatura o podjetniških financah opira v glavnem na dva konkurenčna modela, ki se ukvarjata s finančnimi odločitvami podjetij. Pri prvem, to je 'trade off model'-u, podjetja iščejo optimalno vzvodenost preko tehtanja stroškov in koristi pri dodatnem zadolževanju. Kot stroški dolga so tu mišljeni potencialni stroški bankrota in konflikti agentov (konflikti med lastniki delnic in obveznic), kot koristi dodatnega zadolževanja pa se predočajo davki (obresti odbitna postavka) ter stroški agentov. Pri drugem, to je 'pecking order model'-u se predvideva, da so stroški izdaje delnic kot vira financiranja visoki, in to predvsem zaradi transakcijskih stroškov pri izdaji ter zaradi problema asimetričnih informacij. Zaradi teh visokih stroškov naj bi podjetja financirala nove investicije na druge načine in ne z izdajo delnic: najprej z zadržanim dobičkom, potem z varnim dolgom, nadalje z rizičnim dolgom in šele na koncu, pod pritiskom, s kapitalom od zunaj (izdaja vrednostnih papirjev). Avtorja sta izbrala določeno število podjetij in jih grupirala po velikosti, profitabilnosti in stopnji rasti. Ugotovljeno je bilo, da firme z nizko rastjo porabijo finančne presežke večinoma za odplačilo dolga, medtem ko firme z visoko rastjo tipično financirajo primanjkljaj z dolgom in ne z zadržanim dobičkom. Za profitabilnost je bilo ugotovljeno, da je v negativni korelaciji z vzvodenostjo. Namreč pokazalo se je, da imajo bolj profitabilne firme nižji vzvod, kar je tudi v nasprotju s 'trade off model' (večji dolg naj bi namreč pomenil višjo profitabilnost zaradi davčnih ugodnosti). V nadaljnji analizi se je še pokazalo, da se firme, več kot se je zdelo, ne glede na prej omenjene kriterije poslužujejo dodatnega financiranja z izdajo delnic. Delnice tako izdajajo firme, ki niti niso pod pritiskom, potem tiste, ki imajo finančne presežke, ter dalje tudi one z primanjkljajem. Izkazalo se je tudi, da ni najpogostejši način izdaje javna izdaja delnic, ampak da gre za šest možnih načinov izdaje delnic: predkupna pravica delničarjev, opcije za nakup s strani zaposlenih, zamenljive obveznice, nakupni boni na druge vrednostne papirje, združitve preko zamenjave delnic in privatna izdaja delnic. Tako avtorja ugotavljata, da je izdaja delnic (kot manj tradicionalna oblika) dokaj pogost način financiranja, ter da se tako financira veliko podjetij ne glede na velikost, profitabilnost in stopnjo rasti (E.F.Fama, K.R.French, 2003, 24 str.).

4.4 Trg kapitala v Sloveniji v letih 2002 in 2003

4.4.1 Primarni trg vrednostnih papirjev

Primarni trg vrednostnih papirjev je v Sloveniji relativno slabo razvit. Pri dolžniških vrednostnih papirjih prevladujejo banke in državni sektor, ki z izdajami obveznic prihajajo do dolgoročnih virov financiranja. V obdobju od marca 1994 do avgusta 2003 je bilo 48 javnih ponudb za izdajo obveznic s čimer je bilo zbranih 62 milijard SIT. Od tega odpade na banke 38 izdaj oziroma 79 % vseh zbranih sredstev. V letu 2003 je obveznice izdala le Abanka izmed vseh bank (4 milijarde SIT), Republika Slovenija pa je na domačem trgu v letu 2003 izdala pet obveznic v skupni vrednosti 129 milijard SIT.

Tabela 6: Javne ponudbe bančnih vrednostnih papirjev od marca 1994 do avgusta 2003 (v mio SIT)

Leto	Bančni vrednostni papirji				Skupaj
	Izdaja delnic		Izdaja obveznic		
	Število	Nomin. vrednost	Število	Nomin. vrednost	
1994	6	5.600	5	3.480	9.080
1995	5	632	7	4.509	5.141
1996	2	865	8	7.809	8.674
1997	0	0	5	8.163	8.163
1998	0	0	3	3.080	3.080
1999	0	0	3	3.317	3.317
2000	0	0	4	9.313	9.313
2001	0	0	1	2.155	2.155
2002	0	0	1	3.038	3.038
2003	0	0	1	4.029	4.029
SKUPAJ	13	7.097	38	48.893	55.990

Vir: Banka Slovenije

Na področju lastniških vrednostnih papirjev sta za razvoj primarnega trga problematična velika ponudba delnic iz lastninjenja in dejstvo, da le delnice najboljših izdajateljev dosegajo na sekundarnem trgu ceno višjo od knjigovodske vrednosti delnice. V obdobju od marca 1994 do avgusta 2003 je bilo s 23 javnimi ponodbami delnic zbranih 9,4 milijard SIT.

Vloga primarnega trga vrednostnih papirjev pri financiranju nefinančnih družb v Sloveniji je zanemarljiva, saj se podjetja (zunanje) financirajo predvsem preko bančnega sistema. Za obstoj pravega trga kapitala je potrebna prisotnost institucionalnih investitorjev (zavarovalnice, investicijski skladi, pokojninski skladi), ki na trgu povprašujejo po vrednostnih papirjih dovolj velike izdaje in ustrezne bonitete. Četudi se bodo institucionalni investitorji v Sloveniji razvili, pa bodo, zaradi pomanjkanja ustreznega blaga na domačem trgu, morali poiskati prostor za svoje naložbe v tujini. Pričakuje se, da bodo na domačem trgu kapitala, izdajale obveznice poleg Republike Slovenije še naprej pretežno banke, podjetja pa bodo tako zbrana sredstva koristila v obliki posojil.

4.4.2 Klirinško depotna družba

V centralni register vrednostnih papirjev pri Klirinško depotni družbi (KDD) je bilo konec avgusta 2003 vpisanih 1041 vrednostnih papirjev 879 izdajateljev. Vpisanih je bilo 887 delnic, 35 delnic investicijskih družb (PID in ID) ter 119 obveznic. KDD je imel konec avgusta 65 članov.

Tabela 7: Podatki o številu izdajateljev, vrednostnih papirjev in članov vpisanih pri Klirinško depotni družbi

KDD	31-dec-2000	31-dec-2001	31-dec-2002	31-avg-2003
Izdajatelji	878	883	870	879
Vrednostni papirji	1.015	1.035	1.032	1.041
Delnice	870	884	877	887
Delnice PID in ID	45	39	33	35
Obveznice	100	112	122	119
Člani	62	74	65	65

Vir: Banka Slovenije

4.4.3 Ljubljanska borza vrednostnih papirjev

V letu 2002 je bilo na Ljubljanski borzi z delnicami sklenjenih za 369,8 milijard SIT poslov. Delež pooblaščenih investicijskih družb in investicijskih družb v skupnem prometu z delnicami je dosegel 25 %.

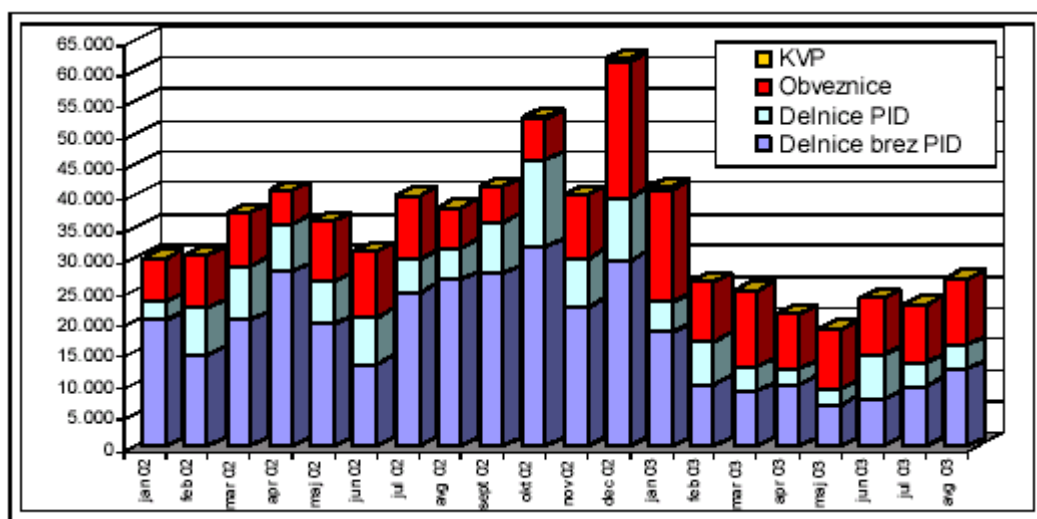
Tabela 8: Podatki o številu izdajateljev, vrednostnih papirjev in članov, vpisanih pri Klirinško depotni družbi

	v mio SIT in v %			
	Leto 2002		Januar-Junij 2003	
Ljubljanska borza VP	481.941	100,0%	156.286	100,0%
Delnice	278.838	58,0%	60.286	38,9%
PID	90.970	18,9%	27.630	17,7%
Obveznice	110.571	23,0%	67.483	43,2%
Kratkoročni VP	662	0,1%	348	0,2%
Sivi trg VP	256.637	100,0%	236.289	100,0%
Delnice	86.703	33,8%	42.618	18,0%
PID	0	0,0%	0	0,0%
Obveznice	26.525	10,3%	10.446	4,4%
Kratkoročni VP	143.409	55,9%	183.225	77,5%

Vir: Banka Slovenije

V prvih osmih mesecih leta 2003 je bilo na Ljubljanski borzi z delnicami za 118,1 milijard SIT prometa, kar je za 46 % manj kot v istem obdobju lani, mesečno povprečje pa je za 52 % pod lanskoletnim. Delež PID in ID v prometu z delnicami je bil 30 %.

Slika 7: Promet na Ljubljanski borzi od januarja 2002 do avgusta 2003 po vrstah vrednostnih papirjev (v mio SIT)



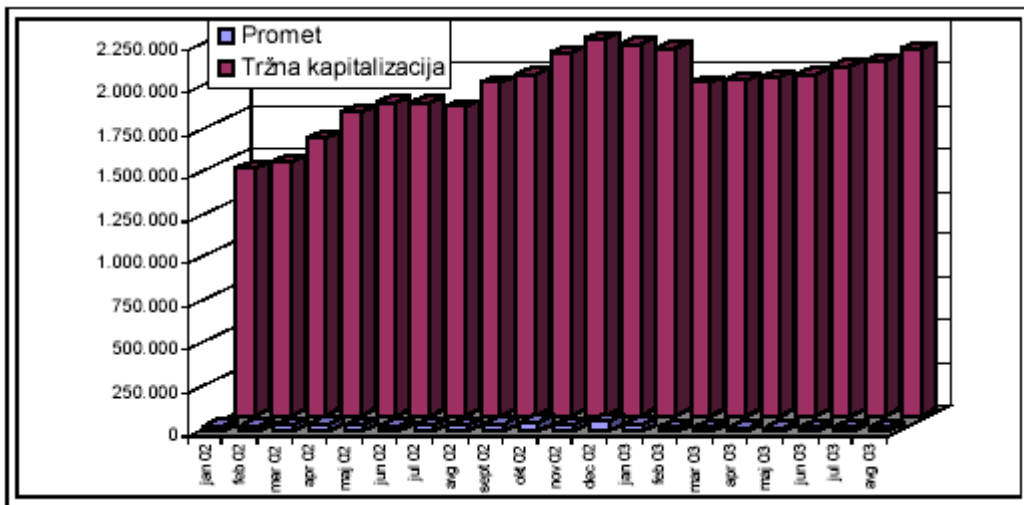
Vir: Banka Slovenije

Delež tujcev v prometu z delnicami na Ljubljanski borzi se je v preteklosti v mesecih, ko so bili tujci na trgu opazneje prisotni, gibal med 26 % in 48 %. V letu 2002 je bil delež tujcev 11 %, v prvih osmih mesecih leta 2003 pa 5 %.

Dosedanja aktivnost tujcev na delniškem trgu lahko razdelimo na več obdobij. Prvi nakupi so se začeli septembra 1996 in končali z uvedbo skrbniških računov v februarju 1997. Izbruh ruske finančne krize in pretresi na svetovnih finančnih trgih so povzročili umik tujcev z delniškega trga. Nakupi v letu 2001 in v prvi polovici leta 2002 so bili večinoma povezani s procesi prevzemov. V drugi polovici leta 2002 je bilo opaziti večje prodaje farmacevtskih delnic, vendar pa pravijo v Banki Slovenije, da namen ni bil povsem jasen (izboljšanje pogajalske pozicije Novartisa, dvom o uspešnosti prevzema Leka,⁵⁸ priložnost za umik s trga ob visokih tečajih). V letu 2003 tujci niso pokazali večjega zanimanja za slovenske delnice. Za večino tujih portfeljskih investitorjev je slovenski delniški trg neprivačen, kar pa se ob vstopu v EU lahko precej spremeni.

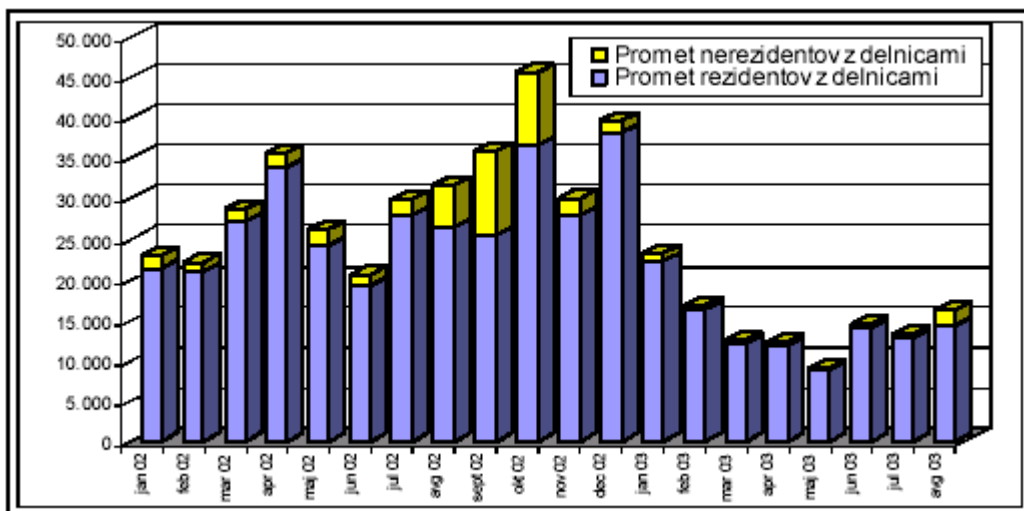
⁵⁸ Lek je bil prevzet s strani švicarskega Novartisa v novembru 2002. Vrednost celotnega posla je bila 201,1 milijard SIT, neto učinek pa 160,8 milijard SIT.

Slika 8: Promet in tržna kapitalizacija na Ljubljanski borzi od januarja 2002 do avgusta 2003 (v mio SIT)



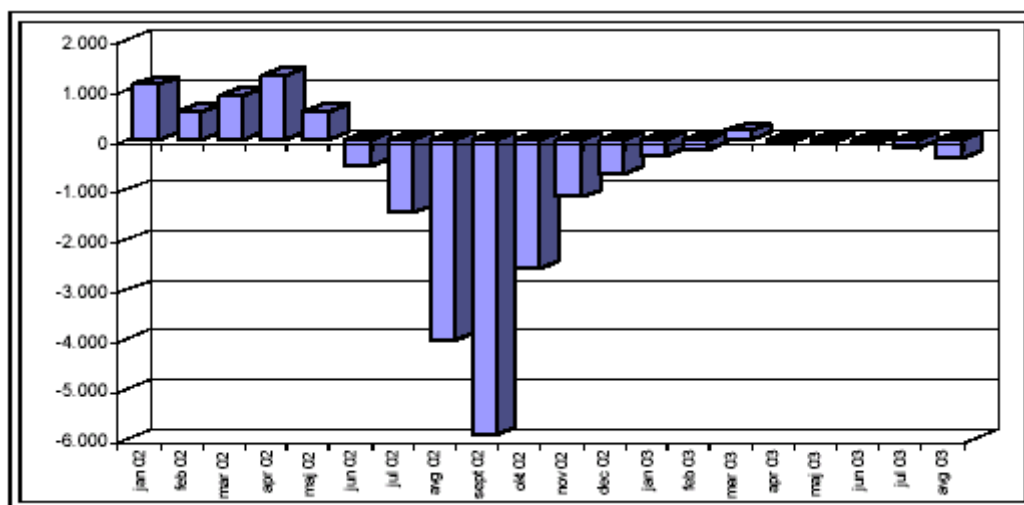
Vir: Banka Slovenije

Slika 9: Promet z delnicami na Ljubljanski borzi od januarja 2002 do avgusta 2003 glede na vrsto udeležencev (v mio SIT)



Vir: Banka Slovenije

Slika 10: Neto nakupi delnic s strani tujcev na Ljubljanski borzi od januarja 2002 do avgusta 2003 (v mio SIT)



Vir: Banka Slovenije

V prvih osmih mesecih leta 2003 so bile na Ljubljanski borzi najprometnejše delnice Krke, Petrola, Heliosa, Mercatorja in Gorenja. Pet najprometnejših delnic je ustvarilo 44 % vsega prometa in imelo 38 % delež v tržni kapitalizaciji delnic. Ob nizkem prometu so se tečaji večinoma gibal v pasu minus/plus 10 %. Po poletju so se tečaji nekoliko dvignili in zaenkrat na borzi vlada optimizem.

Tabela 9: Promet in tržna kapitalizacija (v mio SIT) ter sprememba tečaja (v %) najprometnejših delnic v letu 2003

Delnice 2003	Promet	Delež	v mio SIT in v %		
			Kapitalizacija	Delež	Sprem. Tečaja
KRKG	14.613	18%	157.929	15%	5,0%
PETG	6.147	7%	91.780	8%	7,3%
HDOG	5.653	7%	23.085	2%	0,8%
MELR	5.533	7%	82.375	8%	4,6%
GRVG	4.640	6%	54.745	5	1,8%
<i>Top 5</i>	36.587	44%	409.914	38%	
<i>Ostalo</i>	46.218	56%	674.000	62%	
Skupaj	82.805	100%	1.083.914	100%	SBI 0,6%

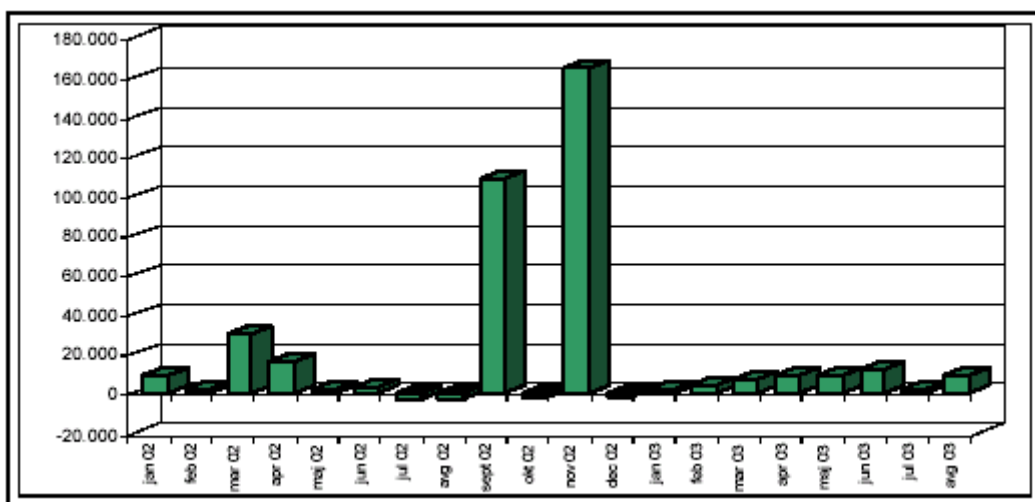
Vir: Banka Slovenije

Konec avgusta 2003 so bili tujci udeleženi v kapitalu 435 delniških družb od 869, ki so bile vpisane v KDD. V 360 delniških družbah so imeli tujci manj kot 10 % delež (v 273 družbah manj kot 1% delež), več kot 10 % delež so imeli v 75 delniških družbah, večinski delež so imeli v 38 delniških družbah, več kot 90 % lastniki pa so bili tujci v 16 delniških družbah (v petih bankah, treh zavarovalnicah in v osmih nefinančnih družbah).

V prvih osmih mesecih leta 2003 so tujci neto kupili za 55,9 milijard SIT vrednostnih papirjev. Večina nakupov je bila povezana z naložbami v zakladne menice in obveznice.

Konec avgusta so imeli tujci v lasti za 17,9 milijard SIT zakladnih menic, kar je predstavljalo 20 % celotne izdaje in za 32,7 milijard SIT slovenskih obveznic (od tega 76 % obveznic Republike Slovenije).

Slika 11: Neto nakupi vrednostnih papirjev s strani tujcev na organiziranem in neorganiziranem trgu v letih od januarja 2002 do avgusta 2003 (v mio SIT)



Vir: Banka Slovenije

5 PODJETJE V FINANČNEM SISTEMU – PRIMER PODJETJA KRKA D.D. NOVO MESTO

Do sedaj nas je vodila misel, da je finančni sistem zelo prepleten mozaik institucij, instrumentov, ciljev, mehanizmov, pravil, zakonov, povezav, modelov, tveganj, donosov ... Ta mozaik smo skušali nekako sistematično raziskati in odkriti, kako se lahko v njem najde podjetje, ki je uporabnik takega sistema. Tako smo se najprej lotili centralnomonetarne oblasti v državi oziroma centralne banke ter odkrivali vzvode njene politike, in sicer tako denarne politike kot politike deviznega tečaja.

Direktne povezave centralne banke s podjetji sicer ne najdemo, dasiravno se njeni ukrepi v končni fazi vedno razlijejo na širše gospodarsko področje. Posreden vpliv pa je zelo velik in se najprej zazna skozi delovanje denarnega trga, ki smo ga raziskovali v drugem poglavju. Centralna banka je namreč z denarnim trgom najbolj direktno povezana, saj skuša skozi vodenje svoje politike direktno vplivati na oblikovanje obrestnih mer denarnega trga (na njem se tudi pojavlja kot samostojna udeleženka) ter skozi te na obrestne mere kapitalskega trga. Dobra referenčna obrestna mera denarnega trga je namreč najboljša osnova za določanje dolgoročnih nominalnih obrestnih mer kapitalskega trga, ki smo ga obravnavali v tretjem poglavju.

Vendar spoznati delovanje vzvodov domačega finančnega sistema, ki za sabo potegne oblikovanje obrestnih mer kot cene instrumentov, po katerih povprašujejo podjetja, ni dovolj. Pri odločitvah o financiranju podjetja, ki deluje na globalnem trgu, je nujno še poznavanje finančnih sistemov držav, s katerimi tako podjetje posluje, ter naravo integracij (izpostavimo na tem mestu EMU), ki jim te države pripadajo. Tudi brez poznavanja in razumevanja rizikov, ki so povezani z globalnim tržiščem, na tem trgu ne gre.

5.1 Globalno v primerjavi z domačim podjetjem

Kot multinacionalno ali globalno se opredeljuje podjetje, ki deluje skozi način povezovanja v več državah. E.F. Brigham vidi šest primarnih vzrokov za vključevanje podjetij na globalen trg: razširiti svoje področje trgovanja, iskanje surovin, iskanje novih tehnologij, iskanje večje proizvodne učinkovitosti, izogibanje političnim in regulacijskim omejitvam (na primer v farmaciji izogibanje zastojem v licenčni in regulatorni proceduri) ter diverzifikacija. Hkrati opozarja, da obstajajo faktorji, ki bistveno vplivajo na finančno poslovanje podjetij, ki delujejo na globalnih trgih, za razliko od onih, ki delujejo samo na domačem trgu. Po njegovem je potrebno biti posebej pozoren na: različno denominacijo valut, ekonomsko in zakonodajno okolje, razlike v jeziku, razlike v kulturi, vladno politiko in pravila ter tveganja (E.F.Brigham, L.C.Gapenski, P.R.Daves, 1999, str. 840-844).

Med tveganji Prohaska izpostavlja več vrst, ki se po njegovem pojavljajo v širšem mednarodnem finančnem okolju (Prohaska, 1999, str. 188-194):

- *valutno tveganje (currency risk)*: nevarnost spremembe deviznega tečaja v času trajanja naložbe v tuji valuti ali v času do izteka pogodbe
- *deželno tveganje (country risk)*: vključuje politične, socialne in ekonomske vzroke, ki lahko povzročijo izgubo, na primer zaradi neodplačanih kreditov
- *tveganje spremembe obrestne mere*: tveganje variabilnosti donosnosti finančne naložbe, ki jo povzročijo nepričakovane spremembe obrestne mere
- *tržno tveganje*: povezano z nihanjem v ponudbi in povpraševanju
- *tveganje inflacije*: tveganje, da bo inflacija večja od pričakovane in bodo zato realne vrednosti donosov zmanjšane

D.K.Eitman, A.I.Stonehill in M.H.Moffett pa natančneje opredelijo valutna tveganja, s katerimi se srečujejo globalna podjetja in ki vplivajo na njihove finančne tokove. Po njihovem je potrebno izpostaviti tri glavne vrste valutnih rizikov (*currency risk*), in sicer: transakcijski riziko (*transaction exposure*),⁵⁹ operativni riziko (*operating exposure*) in računovodski riziko (*translation or accounting exposure*) (D.K.Eitman, A.I.Stonehill in M.H. Moffett, 1995, 186-209).

Transakcijski riziko se nanaša na tveganje, da finančni tokovi (pritoki) na osnovi že sklenjenih pogodb ne bodo taki, kot so pričakovani; drugačni so lahko zaradi nepričakovane spremembe v deviznem tečaju.

Operativni riziko se pogosto imenuje tudi ekonomski, konkurenčni ali strateški riziko. Meri spremembo v sedanji vrednosti podjetja, ki rezultira iz kakršnihkoli sprememb v bodočih finančnih tokovih na račun nepričakovanih vzrokov spremembe deviznega tečaja. Sprememba v vrednosti podjetja izhaja iz efekta spremembe deviznega tečaja na obseg prodaje, cen in stroškov. Oba do sedaj omenjena rizika, tako transakcijski kot operativni, tako obstajata zaradi nepričakovanih sprememb v bodočih finančnih tokovih na račun spremembe deviznega tečaja.

⁵⁹ Sama beseda '*exposure*' ima sicer drugačen direkten prevod, vendar pa bomo mi tu uporabljali izraz riziko, kadar bomo naleteli na ta izraz, saj menimo da najboljše ustreza opisu problematike, ki jo obdelujemo.

Računovodski riziko pa je vezan na konsolidirane izkaze. Pripelje lahko do spremembe v višini stroškov kapitala, ki izvira iz prevrednotenja finančnih izkazov, narejenih v tuji valuti za podjetja v tujini v domačo valuto. Neželjena sprememba je zvišanje stroškov kapitala, znižanje bodočih finančnih tokov in posledično zmanjšanje vrednosti podjetja.

Logično in tudi koristno je, če podjetja take rizike upoštevajo in se poskušajo zavarovati pred njimi. Zavarovanje je lahko pogodbeno in izvira iz terminskih poslov. Najpogostejše oblike so *'forward'* pogodbe, *'futures'* pogodbe in opcije. Izbira instrumenta zavarovanja je prepuščena podjetju samemu, zavisi pa od tega, koliko podjetje tolerira rizike in kakšne spremembe deviznega tečaja pričakuje v času, ko je poslovanje izpostavljeno tveganju spremembe deviznega tečaja. Obstajajo tehtne teoretične debate o tem, ali bi morala podjetja zavarovati take rizike na take načine ali ne. Teoretično zavarovanje z eno od prej omenjenih oblik zmanjšuje variabilnost finančnega toka, vendar pa ne poveča neto finančnega toka podjetja. Potencialni stroški uporabe instrumenta ga lahko celo znižajo.

Za globalno usmerjeno podjetje je torej eden največjih problemov, s katerimi se pri poslovanju srečuje, problem tveganja spremembe deviznega tečaja. S formiranjem Evropske monetarne unije in uvedbo skupne evropske valute je bil narejen bistven premik v zmanjševanju tega rizika. Nekateri empirične raziskave potrjujejo izrazito pozitivne vplive, ki jih je skupna valuta do sedaj prinesla.

Vpliv vpeljave skupne valute evro na vrednotenje podjetij so raziskovali A.Bris, Y.Koskinen in M.Nilsson, ter svoje ugotovitve zapisali in objavili aprila letos. Pri tem so se opirali na podatke na ravni podjetij znotraj EMU,⁶⁰ ter merili porast skozi Tobin's Q kazalec, ki je eden od kazalcev vrednosti podjetja.⁶¹ EMU lahko po njihovem vpliva na vrednost podjetij skozi dva kanala, in sicer skozi stroške kapitala in skozi pričakovan prihodnji cash flow.

Pokazali so, da je vrednost podjetij iz držav članic EMU porastla za 7.4 % v času po vpeljavi skupne valute, natančneje med leti 1998 in 2000. Ugotovljeno je bilo, da je bilo povečanje vrednosti podjetij višje pri tistih podjetjih, ki niso bila finančno omejena (na primer z restrikcijami glede kapitalskih naložb), in sicer na račun nižjih stroškov kapitala. Pri podjetjih, ki so bila izpostavljena najmanj oviram, je bil porast kar 11,1 %. Druga pomembna ugotovitev se nanaša na dejstvo, da je imela uvedba evra večji efekt (dvig vrednosti podjetja) pri tistih podjetjih, ki so bila pred uvedbo bolj izpostavljena tveganju spremembe deviznega tečaja. Gre zlasti za podjetja iz držav, ki so se pred uvedbo ubadale s problemom šibke valute, torej iz držav, ki so utrpel valutarne krize v zgodnjih devetdesetih letih, in za države, ki so se srečevale z depreciacijami domače valute. Tretja pomembna ugotovitev se nanaša na ugoden vpliv zmanjšanja premij za tveganje pri podjetjih znotraj EMU na račun znižanja inflacije in dolgoročnih obrestnih mer, kar je imelo za posledico reduciranje stroškov kapitala in povečanja vrednosti podjetja.

Skupna ugotovitev se tako nanaša na dejstvo, da je imela uvedba skupne evropske valute signifikantni vpliv na povečanje vrednosti podjetij znotraj EMU. Zato se zdi logično vprašanje, ki se nam poraja ob taki ugotovitvi: ali naj se glede na rezultate takih empiričnih raziskav vse evropske države vključijo v EMU? Odgovor na to vprašanje ni eden sam ampak zavisi še od dodatnih dejavnikov. Če so podjetja, ki pripadajo državam izven EMU,

⁶⁰ EU – Evropska unija; EMU – Evropska monetarna unija

⁶¹ Znani bilančni koncepti vrednosti podjetja so knjigovodska vrednost podjetja, likvidacijska vrednost podjetja ter vrednost podjetja na podlagi stroškov nadomestitve. Tobin's Q kazalec je tako razmerje med tržno vrednostjo in stroški nadomestitve.

izpostavljena pretežno tveganju spremembe tečaja EUR (ali drugače povedano poslujejo z dražavami evro področja), potem je odgovor da. Če pa je podjetje bolj izpostavljeno tveganju spremembe tečaja USD, je lahko izguba monetarne neodvisnosti prevelik minus napram koristim skupne valute (A.Bris, Y.Koskinen in M.Nilsson, 2003, 24 str.).

5.2 Globalno usmerjeno podjetje Krka d.d. Novo mesto

Vizija Krke:

Utrjevati želimo položaj enega vodilnih farmacevtskih podjetij na tržiščih srednje in vzhodne Evrope in se razširjati na tržišča Evropske unije. To želimo doseči z lastnim razvojem, mednarodnimi povezavami, fleksibilnostjo in učinkovitostjo.

Uresničevali bomo svojo vizijo uglednega in prodornega generičnega podjetja, ki bo kar najhitreje razvijalo ponudbo kakovostnih in dostopnih farmacevtskih izdelkov in omogočalo ozdravitev in ohranjanje zdravja širokemu krogu ljudi na vseh koncih sveta.

Krka je eno vodilnih generičnih farmacevtskih podjetij v srednji in vzhodni Evropi. S svojimi izdelki so prisotni v več kot 70 državah na različnih koncih sveta. Na domačem tržišču prodajo petino svojih izdelkov, vse drugo pa izvozijo in se uvrščajo med največje slovenske izvoznike. Na svojih tržiščih so ustvarili trdno marketinško mrežo, ki jo sestavlja 28 predstavništev in 13 podjetij v tujini.

V letu 2002 so prodali za 77,7 milijarde tolarjev izdelkov (od tega za 62,1 milijard v tujini), kar je za desetino več kot v letu 2001. Po fizičnem obsegu je prodaja precej narastla, vendar pa se na poslovnem izidu pozna negativen vpliv gibanja ameriškega dolarja, na katerega je bila vezana skoraj polovica prodaje Krke. Čisti dobiček, 10,4 milijarde tolarjev, je bil za 15 odstotkov višji kot leta 2001. Na zahodnoevropskih trgih so prodajo povečali za 35 odstotkov, na vzhodnoevropskih za 14 odstotkov in na slovenskem trgu za 8 odstotkov.

Njihova strateška odločitev je, da vlagajo v lastne proizvodno-distribucijske centre na ključnih izvoznih trgih, zato so v letu 2002 (in s tem nadaljujejo še v letu 2003) intenzivno vlagali. Za vlaganja so tako v letu 2002 namenili za 11,9 milijard tolarjev sredstev. Največji vlaganji v Krkini zgodovini na tujih trgih predstavljata proizvodno distribucijska centra v Moskvi in Varšavi. Gradijo pa še v Jastrebarskem na Hrvaškem. S tem nameravajo končati fazo ključnih vlaganj v proizvodne in distribucijske zmogljivosti na tradicionalnih tujih trgih,⁶² hkrati pa vstopiti v novo fazo, ko bodo moč podjetja krepili s pomočjo prevzemov, skupnih vlaganj in nastopov na tržišču. Poudarjajo, da so pripravljeni na obdobje konsolidacijskih dejavnosti in hitre rasti svetovne generične industrije.

5.2.1 Obvladovanje tveganja sprememb deviznega tečaja

Za Krko predstavlja tveganje spremembe deviznega tečaja velik problem, kar smo že nakazali prej, ko smo povedali, da bi bil poslovni rezultat v letu 2002 mnogo višji ob ugodnejšem tečaju ameriškega dolarja, na katerega je bila vezana polovica prodaje. Temu problemu se intenzivno posvečajo in ga pospešeno rešujejo.

Srečujejo se namreč z vsemi tremi oblikami valutnega tveganja, ki smo jih opredelili s pomočjo Eitmana, Stonhilla in Moffetta. Prva možna rešitev, ki se nanaša na transakcijski

⁶² Na domačih tleh pa predstavlja največjo naložbo do sedaj projekt Notol (nova tabletarna), zgraditi pa nameravajo še novo kemijsko sintezo.

riziko je, da se poskuša čim bolj prilagoditi pogodbeni čas izvršitve plačila v Krkino korist. Tako je v obdobju, ko USD⁶³ pada, smiselno skrajševati roke plačil v prodajnih pogodbah, ki so sklenjene v USD in nasprotno podaljševati roke plačil v nabavnih pogodbah, ki so sklenjene v USD. Če to ne predstavlja posebne škode, je smiselno tudi prekiniti sklepanje prodajnih pogodb v USD s starimi partnerji (v prvi vrsti z nesolidnimi) in ga prenesti na nove solidne partnerje v drugi valuti, na primer v EUR. Problem pa je v tem, da z minimiziranjem transakcijskega rizika še vedno ostaneta v precejšnji meri nezavarovana operativni in računovodski riziko.

Zdi se, da za ti dve vrsti rizikov ni rešitev niti vstop v Evropsko skupnost in preko nje v Evropsko monetarno skupnost, kar čaka Slovenijo v prihodnje. Kot nam je pokazala empirična raziskava o vplivu EMU na vrednost podjetij znotraj EMU, je bil efekt pozitiven samo pri podjetjih, ki so bila usmerjena na EUR področje. Ker Rusija kot zelo pomembno tržišče Krke ne bo članica EMU, bo še naprej predstavljala večji riziko spremembe deviznega tečaja na USD področju (finančni tokovi Krke in ruskih partnerjev so namreč ekskluzivno izraženi v USD).

Krka se tako pred USD rizikom rešuje tudi z energičnim pospeševanjem prodaje na EUR področja.⁶⁴ Logika, ki jo tu zasleduje, je sledeča: v prihodnosti bosta še vedno najmočnejši valuti EUR in USD. Pričakovati je torej, da bo enkrat uspešnejši EUR in drugič USD. Torej je treba uravnotežiti prodajo med ti dve valuti, saj se tako v obdobju šibkosti ene valute rešuješ z močjo druge valute.

Drugi načini, ki jih namerava Krka izkoristiti, so še skrbna izbira virov financiranja. Ker bo Slovenija kmalu vstopila na razvit in odprt finančni trg (preko EU in EMU), bo možnosti za raznovrstno financiranje še več. Vrednostni papirji se bodo lahko izdajali v različnih valutah, odprta bo pot velikemu številu instrumentov, ki jih danes precej manj uporabljamo, na primer valutni Swap.⁶⁵ Ker je Krka precej orientirana na USD področje prodaje, skuša paziti, da se tudi zadolžuje v USD in s tem čimbolj uravnoteži obveznosti in terjatve v USD. Večino najetih kreditov ima zato denominiranih v USD, v enem primeru pa so se tudi že poslužili valutnega Swapa pri EUR posojilu, tako da je bil zamenjan v USD.

Rezultat Krkinih intenzivnih razmišljanj o nadaljnjem zavarovanju rizikov spremembe deviznega tečaja, ki so v njenem poslovanju močno vidne in moteče, je odločitev za bolj zahtevno obliko zavarovanja. Tako se je letos, sicer ne zlahka spričo skepticizma o stroškovni upravičenosti takih rešitev, odločila za zavarovanje z nakupom opcij. Pri tem je tehtala predvsem med visokimi stroški tega instrumenta, ki predstavljajo njegovo slabost in med možnostjo nenujne realizacije opcije ob njeni zapadlosti kot njegove prednosti.

V primerjavi z ostalimi terminskimi pogodbami, kot so forward in futures, namreč imetnik opcije ob zapadlosti, če je opsijski tečaj manj ugoden od spot tečaja, ne unovči, kar je pri forwardu in futuresu bezpogojno potrebno ne glede na ugodno ali neugodno gibanje tečaja zavarovane valute.

⁶³ V nadaljevanju bomo uporabljali skrajšani oznaki za valuti: ameriški dolar – USD in evro – EUR.

⁶⁴ Seveda pa s tem ne trdimo, da je edina korist od povečevanja prodaje na EUR področje, ščitenje pred valutnim tveganjem.

⁶⁵ Mogoče je prav, da tu omenimo, da je seveda že danes podjetjem dana možnost, da uporabljajo različne instrumente, ki so sicer značilni za bolj razvite trge. Vendar pa se zdi, da slovenski denarni trg še nima ustrezne globine, ki bi spodbujala podjetniški sektor da se financira na ta način, tako da praktično ni podjetij v Sloveniji, ki bi izdajala kratkoročne vrednostne papirje.

5.2.2 Krka in denarni trg

Krka nekaj zadnjih let zelo intenzivno vlaga denar v novo nastajajoča podjetja v tujini in v preureditev ter posodobitev obstoječih kapacitet, kar ji omogoča, da drži korak s svetovno konkurenco. Tako večino sredstev tekoče porablja in ne razpolaga ravno z velikimi kratkoročnimi presežki sredstev, ki bi jih bilo potrebno plasirati preko denarnega trga.

Občasno se sicer na tem trgu pojavlja, včasih se je predvsem kot kupec blagajniških zapisov različnih zapadlosti, v zadnjem času pa predvsem kot kupec zakladnih menic. Nekaj presežnih sredstev porabi tudi za kratkoročno kreditiranje drugih domačih podjetij (večinoma njenih partnerjev), ki se za take oblike financiranja odločajo najpogosteje v finančnih stiskah, torej takrat, ko jim banke že zapirajo vrata ali ko enostavno samo zelo hitro potrebujejo denar, bančna procedura odobritve pa je predolga. Donosnost pri teh kreditih je primerljiva ali boljša od donosnosti obrestnih mer denarnega trga, zavarovani pa so navadno taki krediti z obveznostmi do teh partnerjev.

Krka se delno financira tudi z najetimi krediti. Zadnji dve leti so večino fiksnih kreditov spremenili v revolving in na ta način omogočili najcenejše uravnavanje likvidnosti.

V bodočnosti bo verjetno drugače. Po eni strani se bo po zmanjšanem obsegu dolgoročnih vlaganj doma in v podjetja v tujini sprostilo več prostih sredstev za plasiranje, po drugi strani pa bo vključenost na globalne finančne trge preko EU in EMU vzpodbudno vplivala na možnost izbora drugačnih (do sedaj manj izkoriščenih) oblik, tako za plasmaje kot za najemanje kratkoročnih sredstev. V poštev bodo prišle tudi izdaje vrednostnih papirjev kot so komercialni papirji ter CD (*Certificates of Deposit*)⁶⁶, ali pa nakupi takih papirjev drugih podjetij na sekundarnem trgu.

Skratka, če izhajamo iz tega, da se je Krka do sedaj le malo aktivno vključevala na denarni trg, v prihodnosti ne bi smelo biti tako. Vsaj ne za napredno globalno podjetje, kakršno Krka želi še naprej biti.

5.2.3 Krka in kapitalni trg

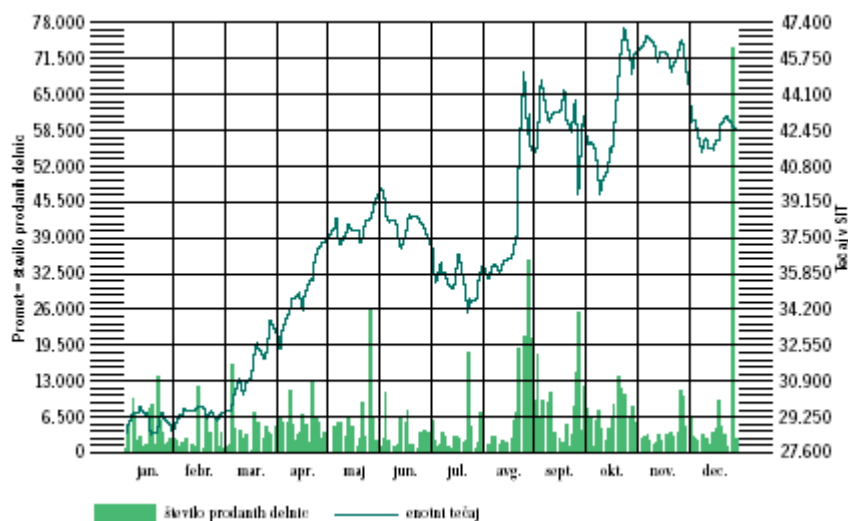
Krka je ob lastninjenju izdala 3.542.612 navadnih, imenskih delnic, ki niso razdeljene v razrede. Nominalna vrednost teh delnic znaša 4.000 SIT. Kasneje novih izdaj delnic ni bilo.

V postopku lastninjenja je bilo izdanih več vrst delnic z različnimi oznakami, pozneje pa so bile vse delnice spremenjene v delnice z isto oznako. Tako imajo od 22. decembra 1998 vse Krkine delnice oznako KRKG, ki je tudi koda pri trgovanju z delnicami na Ljubljanski borzi. Od tega dneva dalje so vse delnice prosto prenosljive in kotirajo v borzni kotaciji A.

Tečaj Krkine delnice se je od začetka kotacije na borzi vztrajno gibal navzgor. Res opazen odmik navzgor pa je bil zabeležen šele konec lanskega leta, ko je bil prevzet Lek, kar je vidno iz spodnje tabele.

⁶⁶ Krka do sedaj sicer še ni izdala nobenega kratkoročnega vrednostnega papirja.

Slika 12: Gibanje tečaja delnic (15. oktober 2002 - 15. oktober 2003) in delnica Krke na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev v letu 2002



Vir: Krka d.d., Novo mesto

Slika 13: Primerjava gibanja tečaja delnice KRKG, indeksa SBI20, indeksa CESI in indeksa CETOP20



Vir: Krka, Novo mesto

Poglejmo si še nekaj drugih zanimivih podatkov o delnici za obdobje od leta 1997 do 2002. Zanimivo je predvsem, kako se je delnica odzivala na rezultate poslovanja in pomembnih dogodkov v tem obdobju. Resnično se zdi, da je Krki vrednost najbolj porastla v zadnjem obdobju. Obdobju, ko je definitivno, da bo Slovenija v kratkem članica EU, obdobju prevzemov in globalnih trgov. Krki je izrazito narasla vrednost takoj po prevzemu Leka ter po odprtju največjih naložb v tujini. Zadnja taka opazna sprememba v vrednosti delnice se je zgodila ob odprtju tovarne v Rusiji. Zlasti tujci so v tem času intenzivno povečali nakupe.

Iz spodnje tabele pa razberemo še nekaj drugih zanimivih podatkov o Krkini delnici.

Slika 14: Podatki o Krkini delnici za obdobje 1997- 2002

	31.12.1997	31.12.1998	31.12.1999	31.12.2000	31.12.2001	31.12.2002
enotni tečaj delnice v SIT	21.941	25.009	25.784	27.392	28.711	42.458
knjigovod. vrednost delnice v SIT	13.410	15.093	16.993	19.943	23.148	25.137
čisti dobiček na delnico v SIT	1.461	1.174	1.272	2.008	2.563	2.939
koeficient P/E (tržna cena / čisti dobiček na delnico)	15,0	21,3	20,3	13,6	11,2	14,4
dividenda na delnico v SIT*	450	450	550	700	950	1.050
tržna kapitalizacija v milijardah SIT	77,7	88,6	91,3	97,0	101,7	150,4
število delnic	3.542.612	3.542.612	3.542.612	3.542.612	3.542.612	3.542.612
število delničarjev	74.192	64.756	58.445	54.684	50.956	51.510

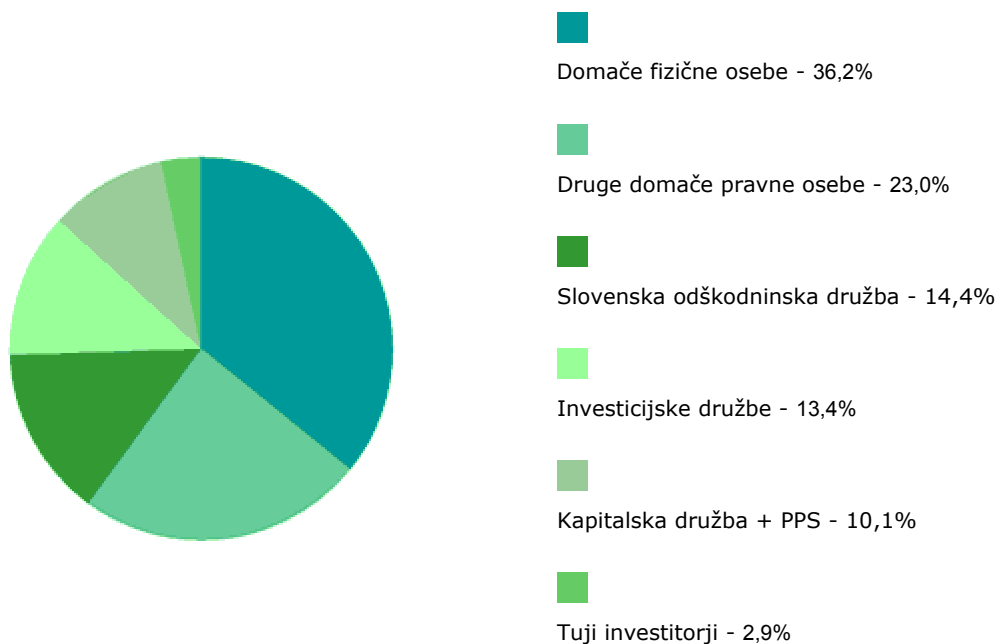
Vir: Krka d.d., Novo mesto

Krkina delnica med delnicami, uvrščenimi v kotacijo na Ljubljanski borzi, dosega najvišji promet. Dnevni promet s Krkino delnico se je zadnje leto gibal v povprečju med 10 in 50 milijoni SIT dnevno, večkrat pa tudi med 100 in 150 milijoni SIT dnevno. Največji promet v preteklem letu je bil v drugi polovici leta (Lek), in sicer 320 milijonov SIT dnevno, letos pa se je promet povečal predvsem konec avgusta in doživel višek ob odpiranju Krkinih tovarn (Moskva in Šentjernej).

Kar se tiče evidence o delničarjih in njihovih deležih, jih vodijo v Centralno klirinški depotni družbi, Ljubljana. Sestavo si pogledjmo s pomočjo grafičnih prikazov.

Slika 15: Sestava Krkinih delničarjev na dan 17. september 2003

	17. september 2003			31. december 2002		
	Št. delničarjev	Št. delnic	Delež v %	Št. delničarjev	Št. delnic	Delež v %
Domače fizične osebe	50.538	1.283.690	36,2	50.304	1.258.125	35,5
Druge domače pravne osebe	776	813.911	23,0	789	894.344	25,2
Slovenska odškodninska družba	1	510.814	14,4	1	510.814	14,4
Investicijske družbe	17	473.937	13,4	19	466.057	13,2
Kapitalska družba + PPS	4	356.767	10,1	3	289.436	8,2
Tuji investitorji	386	103.493	2,9	394	123.836	3,5
SKUPAJ	51.722	3.542.612	100,0	51.510	3.542.612	100,0



Vir: Krka d.d.

Poglejmo si še, kateri so bili največji delničarji na dan 17. septembra 2003.

Slika 16: Največji Krkini delničarji na dan 17. september 2003

	Delničar	Kraj	Država	Št. delnic	Delež v %
	SLOVENSKA				
1	ODŠKODNINSKA DRUŽBA, D.D.	Ljubljana	Slovenija	510.814	14,42
2	KAPITALSKA DRUŽBA, D.D.	Ljubljana	Slovenija	338.824	9,56
3	TRIGLAV STEBER I, ID, D.D.	Ljubljana	Slovenija	107.687	3,04
4	NFD 1 INVESTICIJSKI SKLAD D.D.	Ljubljana	Slovenija	107.515	3,03
5	ZAVAROVALNICA TRIGLAV, D.D.	Ljubljana	Slovenija	107.343	3,03
6	KD INVESTMENTS D.D. VS GALILEO	Ljubljana	Slovenija	57.248	1,62
7	KD ID D.D.	Ljubljana	Slovenija	43.771	1,24
8	ID MAKSIMA D.D.	Ljubljana	Slovenija	43.528	1,23
9	ZLATA MONETA I D.D.	Maribor	Slovenija	37.722	1,06
10	AKTIVA INVEST D.D.	Ljubljana	Slovenija	36.062	1,02
	S K U P A J:			1.390.514	39,25

Vir: Krka d.d.

Krka ima tudi svoj portfelj vrednostnih papirjev, čigar sestavo spreminja glede na razmere na borzi. Ima tudi odkupljene lastne delnice, seveda pa je ta delež ne bi mogel obvarovati pred prevzemom.

Kar pa se tiče Krke kot izdajateljice dolgoročnih vrednostnih papirjev, doslej te možnosti še ni izkoristila. Financira se v največjem delu z lastnimi sredstvi, kredite pa najema v glavnem v tujih valutah in sicer zato, da uravnoteži obveznosti in terjatve v tuji valuti. V nadaljevanju zato kot možnost predstavljamo hipotetičen izračun vrednosti Krke ob koncu leta 2003, če bi se v letu 2002 financirala z ustreznim odstotkom tujega dolga v obliki izdaje obveznic.

5.3 Predstavitev hipotetičnega modela financiranja Krke d.d. z dolžniškim kapitalom in določanja vrednosti podjetja

Finančni sistem s pomočjo oblikovanja obrestnih mer in deviznih tečajev vpliva na cene instrumentov na finančnem trgu. Podjetja nastopajo na tem trgu kot povpraševalci po finančnih instrumentih z namenom, da zasnujejo ustrezno finančno oziroma kapitalno strukturo. Pri tem seveda skušajo zasledovati cilj doseganja optimalne strukture podjetja, take torej, pri kateri je vrednost podjetja najvišja.

Vendar praksa kaže, da je izbiranje ciljne strukture kapitala ob upoštevanju zgoraj omenjene logike kaj trd oreh. Izkazalo se je namreč, da doseči najnižje stroške kapitala ob sočasno najvišji vrednosti podjetja ni kar tako, če upoštevamo, da je tudi trg kapitala v Sloveniji, ki bi pravilno ovrednotil cene dolgoročnih instrumentov, precej slabo razvit. Brigham in Gapenski sicer opozarjata, da je pri odločanju o kapitalski strukturi potrebno vzeti v obzir veliko faktorjev, ki vplivajo na ciljno strukturo. Končna odločitev pa mora temeljiti tako na kvantitativni analizi kot dobri presoji (E.F.Brigham, L.C.Gapenski, 1999, str. 399).

Krajnovičeva (Kuhelj-Krajnovič, 1996, str. 79-89) je naredila analizo dejavnikov, ki najbolj vplivajo na strukturo kapitala farmacevtskega podjetja, in med njimi izpostavlja naslednje: poslovno tveganje, struktura naložb, rast, dobičkonosnost, davčna stopnja in razmere na trgu kapitala. Navaja tudi rezultate raziskav, ki so pokazali, da se farmacevtska podjetja v primerjavi z drugimi panogami financirajo z najnižjim povprečnim deležem dolžniškega kapitala v strukturi kapitala. Podatki iz raziskav naj bi pokazali še nekaj posebnosti, ki veljajo za farmacevtsko panogo:

- v zadnjih desetletjih je imela farmacevtska industrija eno najvišjih stopenj rasti
- podjetja iz farmacevtske panoge se uvrščajo med panoge z najvišjim deležem izdatkov za raziskave in razvoj v prihodkih od prodaje
- donosnost farmacevtskih podjetij je v primerjavi s stopnjami donosa podjetij v drugih dejavnostih zelo visoka

Predvidevamo torej, da bo tudi naš izračun pokazal, da je optimalna struktura kapitala Krke pri relativno nizki stopnji dolgoročne zadolženosti.

Za določitev optimalnega razmerja med dolžniškim in lastniškim kapitalom mora podjetje poznati strošek posameznih vrst kapitala pri različnih strukturah kapitala. Pri oceni zahtevane donosnosti lastniškega kapitala si lahko pomaga z modelom določanja cen

dolgoročnih naložb – CAPM.⁶⁷ Pri oceni donosnosti dolžniškega kapitala je podjetje pravzaprav prepuščeno lastni presoji, ki je povezana s trgom kapitala.⁶⁸ Tehtani povprečni strošek kapitala je odvisen od posameznega stroška obeh vrst kapitala in deleža teh stroškov v celotnem kapitalu. Optimalno strukturo kapitala tako predstavlja tista struktura, pri kateri je tehtano povprečje stroškov kapitala najnižje. Pri tem razmerju med dolžniškim in lastniškim kapitalom je vrednost podjetja najvišja. Te trditve bomo v nadaljevanju preverili na podjetju Krka.

Že v prejšnjem poglavju smo omenili, da glede CAPM, kot orodja za ocenjevanje donosnosti naložb obstajajo pomisleki o njeni praktični uporabnosti in da se razvijajo modeli, ki jo nadgrajujejo. J.H.Cochrane pa piše o novih dejstvih v sodobnih financah. Pravi, da se je v zadnjih 15 letih finančnikom zgodila revolucija pri dojemanju sveta in razmer okoli sebe. Namreč nekje do sredine 80-tih let 20. stoletja so finančniki povsem suvereno verjeli, da vedo vse o naložbah. Njihovo prepričanje je temeljilo na nekaterih trdnih podlagah:

1. CAPM pravilno ovrednoti tveganje in zato ustrezno razloži, zakaj so nekatere naložbe bolj donosne od drugih.
2. Bodoči donosi so nepredvidljivi. Donosnost delnic je svet medvedjega in bikovskega trenda oziroma zaporedje dobrih in slabih period preteklih donosov in tako se pričakuje tudi za bodoče donose (koncept poznan kot '*random walk*'). Donosnost obveznic temelji na 'modelu pričakovani' oziroma terminski strukturi obrestnih mer. Če je donosnost dolgoročnih obveznic višja od donosnosti kratkoročnih obveznic, to pomeni, da bodo kratkoročne obrestne mere narastle v prihodnosti. Gibanja deviznih tečajev se ne da predvideti. Če ima država A višje dolgoročne obrestne mere kot država B, se pričakuje, da bo valuta države A deprecirala v primerjavi z valuto države B. Volatilnost delniškega trga se ne spreminja veliko skozi čas.

Danes pa vemo naslednje:

1. Multifaktorski modeli so nadgraditev za CAPM. Donosnosti naložb ne moremo razlagati z beta koeficientom ali tendenco gibanja donosnosti posameznih naložb z gibanjem trga kot celote. Multifaktorski model pokaže, da imajo višji donosi od povprečnih tendenco sprejemanja dodatnega rizika glede na gibanje trga kot celote.
2. Donosi so predvidljivi. Na dolgi rok se da napovedati donosnost delnic s pomočjo variabel kot so '*dividend/price ratio*' in dologoročne premije. Donosnost obveznic je možno predvideti, kar lahko razberemo iz obnašanja krivulje donosnosti. Tudi sprememba deviznega tečaja je do neke mere napovedljiva, volatilnost delniškega trga pa se skozi čas spreminja.

⁶⁷ Cilj tega modela je poiskati takšno razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom, pri katerem je povprečni strošek kapitala najnižji in tržna vrednost podjetja najvišja. Model je v najbolj osnovni obliki sestavljen iz treh enačb, pri čemer sta prvi dve namenjeni določanju zahtevane donosnosti lastniškega kapitala, s pomočjo tretje pa podjetje ugotavlja, pri kateri strukturi kapitala je tehtano povprečje stroškov kapitala nanižje. Več podrobnosti o tem modelu najdemo pri Brighamu in Gapenskemu (1999, str. 145-170).

⁶⁸ Prav zaradi izbire ustrezne obrestne mere, po kateri bi se lahko zadolžilo podjetje, je pomembno poznati delovanje finančnega sistema in makro okolja, ki smo se ga lotili v naši nalogi. Podjetje sicer lahko povpraša na primer banko o ustrezni obrestni meri, vendar pa mora končno odločitev sprejeti samo na podlagi lastne presoje.

Generalno povedano, zdi se, da lahko tisti, ki so pripravljene sprejeti dodatna tveganja ki niso povezana s tržnimi gibanji, računajo na znatno višje donose. Dodatna tveganja pa so največkrat povezana z recesijami in valutnimi krizami (J.H.Cochrane, 1999, 38 str.).

Ne glede na vsa sodobna gledanja in pomisleke, bomo v našem modelu vseeno uporabili metodo CAPM za ocenjevanje donosnosti lastniškega kapitala in preko tega za izračun povprečnih stroškov strukture kapitala. To metodo namreč še vedno uporabljajo na MBA šolah financ po vsem svetu, saj se multifaktorski modeli še razvijajo.

Tako bomo pri izračunu cene strukture kapitala s pomočjo WACC (Weighted Average Cost of Capital) upoštevali naslednje hipotetične predpostavke:

- podjetje se v letu 2002 financira samo z lastniškim kapitalom, v obtoku je 3.542.612 delnic
- načrtovana prodaja v letu 2003 znaša 93 milijard SIT⁶⁹
- dobiček iz poslovanja znaša 15,2 % prihodkov od prodaje⁷⁰, dejanska davčna stopnja je 19 %⁷¹
- knjižna vrednost podjetja leta 2002 znaša 89 milijard SIT in močno odstopa od notranje vrednosti in sicer navzdol⁷²; knjižna vrednost delnice konec leta 2002 znaša 25.137 SIT
- donosnost netveganih naložb na trgu kapitala je 5 %; tržna premija za tveganje (razlika med donosnostjo povprečno tvegane in netvegane naložbe) znaša 8.5 %⁷³
- beta koeficient za farmacevtsko podjetje, ki se financira le z lastniškim kapitalom po našem mnenju znaša 0,93⁷⁴
- obrestna mera na dolgoročni dolg narašča po eksponentni funkciji⁷⁵ glede na delež dolgoročnega dolga v strukturi kapitala; predvideli smo, da se Krka lahko zadolži z izdajo obveznic z donosnostjo 7 %⁷⁶

⁶⁹ V našem modelu smo predvideli prodajo precej optimistično, zlasti glede na še vedno neugodno gibanje tečaja ameriškega dolarja. Vendar smo se tako odločili, ker smo želeli, da bi bila cena delnice pri optimalni strukturi blizu knjigovodski vrednosti oziroma, da ne bi padla pod to vrednost. Krkin 'problem' je namreč v tem, da ima visoko izkazan lastni kapital, novonastajajoča podjetja pa še ne dajejo ustreznih donosov, ker nekatera komaj začenjajo s poslovanjem. Donos na kapital in s tem vrednost podjetja pri takem izkazovanju seveda utrpita nekaj škode na kratek rok, na dolgi rok pa morajo biti donosi primerno visoki izkazanemu kapitalu.

⁷⁰ Gre za dobiček pred obrestmi in davkom (EBIT), medtem ko čisti dobiček (NI) znaša okoli 11,7 % prihodkov od prodaje.

⁷¹ Podjetniška davčna stopnja znaša 25 %, po vseh olajšavah pa znaša dejanska davčna stopnja za Krko samo 19 %.

⁷² Investitorji namreč pripisujejo Krkini delnici znatno višjo vrednost, kar potrjuje tudi razmerje med tržno in knjižno vrednostjo.

⁷³ Donosnost netvegane naložbe po naši oceni lahko znaša 5 % glede na donosnost republiških obveznic. Pri donosnosti tržnega premoženja smo upoštevali zgodovinsko povprečje premij za tveganje delnic velikih podjetij v ZDA. Več o tem pri Kuhelj-Krajnovič, 1996, str. 94.

⁷⁴ S tem trdimo naslednje: delnica Krke je manj volatilna kot trg – če se cena celotnega trga (izraženo z borznim indeksom) spremeni za 10 %, se cena Krkine delnice spremeni samo za 9,3 %.

⁷⁵ Funkcija predstavlja sorazmerno dober približek ocene zahtevane donosnosti dolžniškega kapitala s pomočjo metodologije za vrednotenje opcij, ki jo najdemo v Copeland in Weston (1992, str. 464.). Glej Kuhelj-Krajnovič str. 94.

⁷⁶ Obrestno mero smo oblikovali raje z malo konzervativizma, in sicer zaradi nerazvitosti trga kapitala v Sloveniji, ki bi nam na tem področju lahko ponudil primerno primerjavo in izhodišče. Upoštevali smo, da državni sektor prednjači v izdaji obveznic in da se je obrestna mera pri njegovih izdajah gibala v povprečju okoli 8 % v letu 2002 in okoli 6 % v prvi polovici leta 2002. Če upoštevamo, da

- predpostavljamo tudi, da podjetje ves čisti dobiček izplača v obliki dividend in je stopnja rasti tako enaka nič; pri taki predpostavki nam ni treba upoštevati stopnje rasti pri izračunavanju vrednosti lastniškega kapitala⁷⁷

Tabela 10: Izračun povprečnih stroškov kapitala – WACC za podjetje Krka d.d. glede na delež dolgoročnega dolga v strukturi kapitala (v 000 SIT)

<i>D/D+E</i>	<i>D</i>	<i>E</i>	β	r_E	r_D	<i>obresti</i>	<i>WACC</i>
0%	/	89.051.282	0.93	12,9%	/	/	12.905%
2,5%	2.226.282	86.825.000	0.95	13.1%	7%	155.840	12.884%
5%	4.452.564	84.598.718	0.97	13.2%	7.2%	320.585	12.868%
7,5%	6.678.846	82.372.436	0.99	13,4%	7.4%	494.235	12.867%
10%	8.905.128	80.146.153	1.01	13,6%	7.5%	667.885	12.862%
12,5%	11.131.410	77.919.871	1.04	13.8%	7.7%	857.119	12.872%
15%	13.357.692	75.693.589	1.06	14.0%	7.9%	1.055.258	12.890%
17,5%	15.583.974	73.467.307	1.09	14.3%	8,1%	1.262.302	12.915%
20%	17.810.256	71.241.025	1.1	14.5%	8.3%	1.478.251	12.949%

Vir: Lastni izračuni avtorice

kjer oznake pomenijo:

<i>D/D+E</i>	<i>delež dolžniškega kapitala v strukturi kapitala</i>
<i>D</i>	<i>vrednost dolžniškega kapitala</i>
<i>E</i>	<i>vrednost lastniškega kapitala</i>
β	<i>beta koeficient</i>
r_E	<i>zahtevana donosnost lastniškega kapitala</i>
r_D	<i>zahtevana donosnost dolžniškega kapitala</i>
<i>WACC</i>	<i>tehtano povprečje stroškov kapitala</i>

Pri izračunu smo si pomagali s prej omenjenimi tremi enačbami:

$$1. \beta_{L,i} = \beta_{U,i} (1 + (1-\tau_c) D/E)$$

Enačba pove, da je beta koeficient podjetja, ki se financira tudi z dolžniškim kapitalom, linearna funkcija med dolžniškim in lastniškim kapitalom, popravljena za davčni štiti dolžniškega kapitala.

$$2. r_{E,i} = r_{RF} + (r_M - r_{RF}) \times \beta_{L,i}$$

V modelu CAPM, ki je model za določanje cen dolgoročnih naložb, je zahtevana donosnost lastniškega kapitala, enaka zahtevani donosnosti netvegane naložbe, povečane za premijo za tveganje.

podjetniški sektor ni primerljiv po boniteti z državnim sektorjem, smo menili, da je pribitek 1 % (izhodišče: izdaja državnega sektorja po 6 %) na račun premije za boniteto, ustrezen za Krko in je torej 7 %-na obrestna mera primerna za izdajo obveznic.

⁷⁷ Vrednost lastniškega kapitala ugotovimo po enačbi $E = \text{Div} (=NI)/r$ namesto po enačbi $E = \text{Div}/r - g$.

kjer oznake pomenijo:

- r_E zahtevana donosnost lastniškega kapitala podjetja i
- r_{RF} donosnost netvegane naložbe
- r_M donosnost tržnega premoženja (premoženje sestavljeno iz vseh tveganih naložb)
- β_L beta koeficient, s katerim merimo sistematično tveganje vrednostnega papirja (naložbe) i

$$3. \text{ WACC} = D/(D+E) \times r_{D,i} \times (1-\tau_C) + E/(E+D) \times r_{E,i}$$

kjer oznake pomenijo:

- D vrednost dolžniškega kapitala
- E vrednost lastniškega kapitala
- r_E strošek (zahtevana donosnost) lastniškega kapitala podjetja i
- D_i brestna mera podjetja
- τ_C podjetniška davčna stopnja

Sedaj moramo preveriti, ali drži da je vrednost podjetja najvišja takrat, kadar je strošek kapitala najnižji. Iščemo torej vrednost podjetja pri posameznih deležih tujega kapitala.

Tabela 11: Vrednost podjetja Krka d.d. pri različnih strukturah kapitala

$D/D+E$	D	WACC	E	$E+D$	P
0%	/	12.905%	89.051.282	89.051.282	25.137,18
2,5%	2.226.282	12.884%	86.832.375	89.058.657	25.139,26
5%	4.452.564	12.868%	84.718.012	89.170.576	25.170,85
7,5%	6.678.846	12.867%	82.494.362	89.173.208	25.171,59
10%	8.905.128	12.862%	80.296.433	89.201.562	25.179,60
12,5%	11.131.410	12.872%	78.006.234	89.137.644	25.161,55
15%	13.357.692	12.890%	75.666.472	89.024.164	25.129,52
17,5%	15.583.974	12.915%	73.279.692	88.863.666	25.084,22
20%	17.810.256	12.949%	70.848.580	88.658.836	25.026,40

Vir: Lastni izračuni avtorice

kjer oznake pomenijo:

- $D/D+E$ delež dolžniškega kapitala v strukturi kapitala
- D vrednost dolžniškega kapitala
- E vrednost lastniškega kapitala
- WACC tehtano povprečje stroškov kapitala
- P cena delnice

Kako smo ugotavljali vrednost podjetja? Vrednost podjetja je enaka vsoti lastniškega in dolžniškega kapitala in je za različne strukture kapitala različna. Oglejmo si izračun pri 10 odstotnem deležu dolga v strukturi kapitala.

dobiček iz poslovanja (EBIT)	14.166.062.014 SIT
obresti (7.5 % x 8.905.128.166)	667.884.612 SIT
<hr/>	
celotni dobiček (EBT)	13.498.177.401 SIT
davek (19 %)	2.564.653.706 SIT
<hr/>	
čisti dobiček (NI)	10.933.523.695 SIT

Vrednost lastniškega kapitala je enaka:

$$E = NI / r_E = 10.933.523.695 / 13.616\% = 80.296.433.383 \text{ SIT}$$

In vrednost podjetja:

$$V = E + D = 80.296.433.383 \text{ SIT} + 8.905.128.166 \text{ SIT} = 89.201.561.549 \text{ SIT}$$

Cena delnice je tako:

$$P = V / \text{št.delnic} = 89.201.561.549 \text{ SIT} / 3.542.612 = 25.179,60 \text{ SIT}$$

Tehtano povprečje stroškov kapitala je torej najnižje pri 10 %-nem deležu dolgoročnega dolga v strukturi kapitala. Hkrati je pri tem deležu vrednost podjetja najvišja in tako napovedi modela držijo. Pri postopnem večanju deleža dolžniškega kapitala v strukturi kapitala je opazno večanje donosnosti obeh vrst kapitala, povprečni stroški (WACC) pa sprva padajo nato pa prično naraščati. Prelomna točka nas tako pripelje do optimalne strukture kapitala pri kateri je vrednost podjetja največja.

Če bi se Krka odločila za tako optimalno strukturo kot je pokazal izračun, torej pri 10 %-nem deležu dolgoročnega dolga v strukturi kapitala, bi morala glede na sedanji obseg strukture oziroma vrednost podjetja ($E+D = 89.051.282$ tisoč SIT) zmanjšati obseg delnic za 8,9 milijard SIT. To bi storila tako, da bi umaknila 353.664 svojih delnic (t. j. nakup po ceni 25.179,60 SIT za eno delnico) in bi imela po tem umiku v obtoku samo še 3.188.948 delnic. Tako bi z zmanjšanjem lastniškega kapitala (E) za 10 % dala prosto pot dolžniškemu kapitalu (D) in dosegla željeno strukturo. Višina $E+D$ bi ostala nespremenjena, spremenilo bi se samo razmerje med E in D. Medtem ko bi se lastniški kapital (E) zmanjšal za 10 %, bi se dolžniški kapital (D) povečal za 10 %. V bilanci stanja bi bila sprememba vidna za lastniški kapital (E) kot zmanjšanje aktivne postavke denar za 8,9 milijard SIT in istočasno zmanjšanje pasivne postavke lastni kapital za 8,9 milijard SIT. Za dolžniški kapital (D) pa bi se sprememba odražala v povečanju aktivne postavke denar za 8,9 milijard SIT ter istočasno v povečanju pasivne postavke dolgoročne finančne obveznosti za 8,9 milijard SIT.⁷⁸

Raziščimo še vplive sprememb posameznih spremenljivk na naše rezultate.

⁷⁸ Mramor pravi, da se struktura kapitala lahko spremeni na tri načine: z zamenljivimi obveznicami (ko se dolg spremeni v lastni kapital), z umikom delnic in istočasno dolgoročno zadolžitvijo za isti znesek ali pa z novo izdajo delnic ob hkratnem zmanjšanju dolgoročnega dolga za isti znesek: (Mramor, 1991, str. 105)

1. Sprememba obrestne mere dolga

Če najprej pogledamo obrestno mero dolžniškega kapitala, hitro začutimo, kako pomembno je poznati pravo izbiro le-te. Pri variiranju te obrestne mere navzgor nam izračuni pokažejo, da se optimalna struktura kapitala in hkrati najvišja vrednost podjetja pokažeta pri nižjem deležu dolgoročnega dolga v strukturi kapitala in nasprotno, pri nižanju obrestne mere dolga je optimalna struktura kapitala in najvišja vrednost podjetja pri višjem deležu dolgoročnega dolga v strukturi kapitala. Bistven je torej vpliv na spremembo višine deleža dolgoročnega dolga. Vpliv na višino stroškov kapitala in vrednost podjetja je pri tej vrsti variiranja sicer zaznati, vendar ni tako močan.

2. Sprememba davčne stopnje

Tudi vpliv podjetniške davčne stopnje ni majhen. Pri nižanju davčne stopnje se optimalna struktura in najvišja vrednost podjetja nahajata pri nižjem deležu dolgoročnega dolga v strukturi kapitala in obratno.

Znaten je torej vpliv na delež dolgoročnega dolga v strukturi kapitala, tako kot pri spremembi obrestne mere, medtem ko je vpliv na višino stroškov kapitala in vrednost podjetja precej blag.

3. Sprememba beta koeficienta

Za razliko od smeri vplivov sprememb prejšnjih dveh spremenljivk pri beta koeficientu ne zaznamo vpliva na višino deleža dolgoročnega dolga v strukturi kapitala. Vpliv spreminjanja beta koeficienta se namreč kaže v višjih ali nižjih stroških kapitala ter posledično v višji ali nižji vrednosti podjetja.

6 SKLEP

V magistrskem delu smo preverjali veljavnost na začetku postavljene hipoteze, da finančni sistem, znotraj katerega deluje globalno usmerjeno podjetje v Sloveniji, signifikantno vpliva na njegovo strukturo kapitala in skozi to na vrednost podjetja.

Tako so v nalogi obravnavane sestavine finančnega sistema v Sloveniji in obnašanje globalno usmerjenega podjetja znotraj tega sistema. Prva tri poglavja naloge so namenjena sistematičnemu proučevanju posamezne sestavine. V tem okviru je natančneje prikazano delovanje centralne banke, denarnega trga in kapitalskega trga. Zadnje poglavje vključuje podjetje, ki, upoštevajoč instrumentarij finančnega sistema, skuša zasnovati optimalno kapitalsko strukturo in maksimalno vrednost podjetja pri tej strukturi.

V drugem poglavju tako natančneje obravnavamo centralno banko. Njena politika je večplastna in se kaže v odvisnosti od avtonomnih transakcij, v vodenju denarne politike in politike deviznega tečaja. Najprej smo izpostavili pomen neodvisnosti in kredibilnosti centralne banke, ki kaže na urejenost ekonomskih, socialnih in političnih razmer v državi. Nato smo se ukvarjali z mehanizmom denarne politike, ki jo vodi centralna banka in z njo ureja količino denarja v obtoku. Tako smo govorili o denarnih agregatih, bližnjih in končnih ciljih, transmisijskem mehanizmu, strukturnem položaju denarnega trga in instrumentih denarne politike.

Eden glavnih ciljev centralne banke pri vodenju denarne politike je vplivati na obrestne mere denarnega trga, zato skuša z direktnimi posegi na denarnem trgu oblikovati svojo referenčno obrestno mero. Problem, s katerim se je ubadala Banka Slovenije vse od svojega nastanka naprej, je bil ta, da je imel strukturni položaj denarnega trga vseskozi enormen presežek in ji je bilo zato onemogočeno, da bi imela proste roke za vodenje denarne politike in uporabo ustreznih instrumentov, s katerimi bi oblikovala 'željeno' referenčno obrestno mero. Zadnje čase se presežek vztrajno zmanjšuje, tako da dobiva tudi centralna banka malo več prostora za interveniranje na denarnem trgu. Kar se tiče politike deviznega tečaja, je pri sistemu čistega drsečega deviznega tečaja, ki ga ima Slovenija tako, da centralna banka ne more ločeno voditi politike deviznega tečaja, temveč na višino deviznega tečaja vpliva posredno, preko uravnavanja količine denarja v obtoku, s pomočjo denarne politike torej.

Tretje poglavje, ki govori o denarnem trgu, je logično nadaljevanje prejšnjega. Centralna banka je namreč z denarnim trgom neposredno povezana, in sicer v segmentu denarnega trga v najožjem pomenu. To je segment, kjer vedno nastopa primarni denar. Ko se centralna banka direktno pojavlja na tem trgu, s pomočjo posrednih ali tržnih instrumentov, ima na ta način možnost signalizirati svoje obrestne mere.

V tem poglavju smo se sicer najprej pomudili pri opredelitvi denarnega trga ter govorili o predmetu trgovanja na denarnem trgu in o funkciji denarnega trga. Nato smo opredelili pojavne oblike denarnega trga in natančneje obravnavali dve najpomembnejši: denarni trg v najožjem pomenu ter medbančni trg. Centralna banka, ki kot že povedano, vedno nastopa na denarnem trgu v najožjem pomenu, pri tem uporablja posredne ali tržne ter neposredne instrumente. Razliko med obema smo natančneje razložili. Tako smo povedali, da centralna banka pri izvajanju denarne politike uporablja neposredne instrumente, s katerimi direktno vpliva na ciljne spremenljivke, in posredne instrumente, s katerimi vpliva na razmere na denarnem trgu in preko teh na obrestne mere. Najpogostejše skupine instrumentov, s

katerimi centralna banka posega na denarni trg, so: posegi CB na podlagi odprtih ponudb, operacije na odprtem trgu in instrument obveznih rezerv.

Tudi drugi segment denarnega trga, to je medbančni trg, je izredno pomemben. Učinkovit medbančni trg zmore namreč prvič, uspešno signalizirati spremembe denarne politike centralne banke in drugič, zagotoviti doseganje učinkovitega razporejanja centralnobančne likvidnosti med bankami v bančnem sistemu. Za nas je bil ta segment izjemno pomemben še zaradi nečesa. Na segmentu medbančnega trga smo se prvič srečali z neposrednim vključevanjem podjetja v finančni sistem, kar se je pokazalo kot možno pri sistemu posrednikov, prek katerih poteka najemanje in dajanje kreditov tudi med drugimi subjekti ne samo med bankami. V tem delu smo obravnavali tudi dejavnike, ki lahko odločilno vplivajo na financiranje podjetij: problem asimetričnosti informacij, ki ga je možno zmanjševati z odpravljanjem problema napačne izbire in moralnega hazarda.

Medbančni trg se je izkazal v naši raziskavi kot izjemno pomemben še z enega vidika. Tako v svetu kot pri nas se na tem trgu skuša izoblikovati referenčna obrestna mera denarnega trga kot podlaga za spremenljive obrestne mere in nominalne kratkoročne obrestne mere. Pa ne samo to, tudi kot izhodišče za dolgoročne obrestne mere. Tako je od julija 2003 v Sloveniji na dobri poti, da postane referenčna obrestna mera denarnega trga SITIBOR, za katero predstavljajo osnovo kotacije suficitnih bank, ki dnevno ponujajo depozite. Osnova je torej aktivna stran bank. Pri predhodniku SITIBOR-ja, SMOM-u, se je namreč izhajalo iz pasivne strani bank, saj so ga kotirale deficitne banke.

V četrtem poglavju, ki govori o trgu kapitala, smo se povsem konkretno srečali z možnostjo neposrednega vključevanja podjetij na ta trg. Podjetja se lahko financirajo preko trga kapitala tako s pomočjo lastniških vrednostnih papirjev (delnic) kot s pomočjo dolžniških vrednostnih papirjev (obveznic). V tem poglavju smo ugotavljali, da je v svetu financiranje z izdajanjem vrednostnih papirjev bolj razvito kot pri nas. Slovenijo pesti predvsem slabo razvit trg kapitala in dejstvo, da pripada tako imenovanemu bančnemu gospodarstvu. Podjetja se torej tradicionalno financirajo preko bančnega sistema in manj koristijo bolj avantgardistično možnost financiranja preko trga kapitala. V tujini, najbolj na anglosaksonskem območju, je tak način financiranja kar precej pogost, in to ne samo izdaja obveznic, ampak tudi vse možne oblike izdaje delnic.

V petem poglavju smo s pomočjo hipotetično zasnovanih predpostavk in z uporabo metode CAPM izračunali optimalno strukturo kapitala za podjetje Krka d.d. in pri tej strukturi izračunali vrednost podjetja. Naša hipoteza, da finančni sistem značilno vpliva na strukturo kapitala in na vrednost podjetja, je bila potrjena, ko smo proučevali variiranje nekaterih spremenljivk, ki so ogledalo določenega finančnega sistema. Govorimo o obrestni meri dolgoročnega dolga, podjetniški davčni stopnji in beta koeficientu, ki odraža odnos med gibanjem cene delnic podjetja in gibanjem cen na trgu kot celote (izraženo z borznim indeksom). Variiranje naštetih spremenljivk je pokazalo, da imajo močan vpliv bodisi na strukturo kapitala bodisi na vrednost podjetja. Tako obrestna mera dolgoročnega dolga in podjetniška davčna stopnja opazno spremenita strukturo kapitala, pri kateri je vrednost podjetja največja, variiranje beta koeficienta pa ne vpliva na strukturo kapitala, ampak zvišuje ali znižuje vrednost podjetja pri dani strukturi.

7 LITERATURA IN VIRI

7.1 Literatura

1. ALEXANDER W.E.: The adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy. Part 1 and Part 2. IMF Occasional Paper No. 126. Washington D.C.: International Monetary Fund, 1995, 66 str.
2. ANGELONI I., COENEN G., SMETS F.: Persistence, the Transmission Mechanism and Robust Monetary Policy. European Central Bank. Working Paper Series: Working Paper no.250, [URL:<http://www.ecb.int/pub/wp/ecbwp250.pdf>], August 2003.
3. BREITENBERGER Sašo: Vpliv monetarne politike Banke Slovenije na finančne trge v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000, 51 str.
4. BRIGHAM Eugene F., GAPENSKI Louis C., DAVES Phillip R.: Intermediate Financial Management, Sixth Edition. The Dryden Press, 1999, 1083 str.
5. BRIS A., KOSKINEN Y., NILSSON M.: The Euro Is Good After All: Evidence from Corporate Valuations. SSE/EFI Working Paper in Economics and Finance no. 525. [URL:<http://swopec.hhs.se/hastef/papers/hastef0525.pdf>], April 2003.
6. BRUNEEL D.: La monnaie. La Revue Banque, Paris, 1992, 331 str.
7. COCHRANE John H.: New Facts in Finance. University of Chicago. Working Paper. [URL:<http://www-gsb.uchicago.edu/fac/john.cochrane/research/papers/facts.pdf>], June 1999.
8. COOPER K.S., FRASER D.R.: The Financial Marketplace. Fourth edition. Reading: Addison-Wesley Publishing Company, 1993, 720 str.
9. COPELAND T.E., WESTON J.F.: Financial Theory and Corporate Policy, Third Edition. Reading: Addison-Wesley, 1992, 946 str.
10. DERMOL Tina, DOLENC Primož: Slovenska medbančna obrestna mera (SMOM) kot referenčna obrestna mera. Naše gospodarstvo. Maribor, 1-2/2003, str. 110-120.
11. DEŽELAN Silva: Učinkovitost trga kapitala: teorija, empirične raziskave in primer Slovenije. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996, 104 str.
12. DOLENC Primož: Transmisijski mehanizem monetarne politike. Naše gospodarstvo. Maribor, letnik 47 (2001), št. 5/6, str. 588-596.
13. DUHOVNIK Meta: Dolgoročno financiranje podjetja z vrednostnimi papirji. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1995, 209 str.
14. EITMAN David K., STONEHILL Arthur I., MOFFETT Michael H.: Multinational Business Finance. Chapter 7: Transaction Exposure. Reading, Massachusetts: Addison-Wesley Publishing Company. 1995, str.185-219
15. FAMA E.F., FRENCH K.R.: Financing Decisions. Who Issues Stock? Graduate School of Business. University of Chicago. Working paper. [URL:<http://gsbwww.uchicago.edu/fac/finance/papers/financing%20decisions%202003.pdf>], July 2003.
16. FAMA E.F., FRENCH K.R.: The CAPM: Theory and Evidence. Graduate School of Business. University of Chicago. Working Paper. [URL:<http://gsbwww.uchicago.edu/fac/finance/papers/capm%202003.pdf>], August, 2003
17. FAVERO C.A., GIAVAZZI F., FLABBI L.: The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Europe: Evidence from Bank's Balance Sheets. Working Paper No. 7231. [URL:<http://www.nber.org/papers/w7231>], July 1999.
18. FAUST J.: Broken Promises. Financial Crises in Emerging Democracies. Institute of Political Science. Johannes Gutenberg University Mainz. Working Paper. [URL:<http://www.essex.ac.uk/ecpr/events/generalconference/papers/26/6/faust.pdf>], September, 2003.

19. FISCHER S.: Modern Central Banking. Objavljeno v: Capie F. et al.: The Future of Central Banking. The Tercentenary Symposium of the Bank of England. Cambridge University Press, 1994, str. 262-308
20. GIDDY I.H.: Global Financial Markets. Lexington: D.C. Heath and Company, 1994, 583 str.
21. GOODHART C.A.E.: Central Bank Independence, objavljeno v njegovi knjigi: The Central Bank and the Financial System. MacMilan, 1995, 528 str.
22. GOODHART C.A.E.: The Evolution of Central Banking. The MIT Press, Cambridge, 1988, 205 str.
23. GOODHART C.A.E.: Why Do Banks Need a Central Bank? Oxford Economic Papers, 1987, str. 75-89
24. GRABBE J.O.: International Financial Markets. Chapter 13: New Issue Procedures in the Eurobond Market. Third Edition. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1996, str. 283-293.
25. GREENBAUM S.I., THAKOR A.V.: Contemporary Financial Intermediation. Forth Worth: The Dryden Press, 1995, 806 str.
26. GREGOREC B.: Primarni trg kapitala kot vir financiranja slovenskih podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002, 102 str.
27. HUBBARD R.G.: Money, the Financial System, and the Economy. Addison Wesley, 1994, 755 str.
28. ISSING O.: Einführung in die Geldpolitik. 3. Überarbeitete Auflage, München: Verlag Franz Vahlen, 1990, 279 str.
29. KALAN Uroš: Slovenski denarni trg: značilnosti, prihodnost in oblikovanje obrestnih mer. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001, 89 str.
30. KAUFMAN G.G.: Money and the Financial System: Fundamentals. Rand McNally College Pub, 1975, 399 str.
31. KING M.: Monetary policy instruments: the UK experience. Bank of England Quarterly Bulletin, London, 34 (1994), 3, str. 268-275.
32. KOŠAK Marko: Denarni trg in njegov pomen za denarno politiko: splošne značilnosti ter posebnosti v Sloveniji. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996, 100 str.
33. KROZNER Randall S.: Is the Financial System Politically Independent? Perspectives on the Political Economy of Banking and Financial Regulation. Graduate School of Business, University of Chicago. Working Paper. [URL:<http://gsbwww.uchicago.edu/research/cses/workingpaperspdf%27s/151.pdf>], June 1999
34. KUHELJ KRAJNOVIČ E.: Analiza dejavnikov optimalne strukture kapitala podjetja. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996, 105 str.
35. de LIMA P., de SERRES A., KENNEDY M.: Macroeconomic Policy and Economic Performance. Economics Department Working Papers no. 353. Organisation for Economic Co-operation and Development. [URL:[http://appli1.oecd.org/olis/2003doc.nsf/linkto/ecowkp\(2003\)7/\\$file/jt00143640.pdf](http://appli1.oecd.org/olis/2003doc.nsf/linkto/ecowkp(2003)7/$file/jt00143640.pdf)], April 30, 2003
36. LUCKETT D.: Money and Banking. 3rd Edition. Auckland: McGraw-Hill Book Co., 1984, 584 str.
37. MAYER T., DUESENBERY J.S., ALIBER R.Z.: Money, Banking and the Economy. 6th Edition, London: W.W. Norton & Co., 1996, 594 str.
38. MISHKIN F.S.: The Economics of Money, Banking and Financial Markets. 5th Edition. B.k.: Harper Collins, 1998, 732 str.
39. MRAK Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2002, 682 str.
40. MRAMOR Dušan: Dejavniki razvoja trga kapitala v Sloveniji. 15 finančno-borzna konferenca Ljubljanske borze d.d., Ljubljana, 1998, str. 1-6

41. MRAMOR Dušan: Teorija finančne politike podjetja. Doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1990, 240 str.
42. MRAMOR Dušan et al.: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000, 471 str.
43. OBST/HINTER: Geld-, Bank-und Börsenwesen. 38. izdaja, C.E. Pöschel Verlag, Stuttgart, 1988, 937 str.
44. OBST/HINTER: Geld-, Bank-und Börsenwesen. 39. Auflage. Stuttgart: Schäffer Pöschel Verlag, 1993, 1331 str.
45. OUANES A., THAKUR S.: Macroeconomic Accounting and Analysis in Transition Economies. IMF, 1997, str. 96-130
46. PATAT J.P.: Monnaie, institutions financière et politique monétaire. 5. izdaja, Economica, 1993, 492 str.
47. PILBEAM K.: International Finance. Second Edition. City University, London: MacMillan Press, 1998, 488 str.
48. PIERCE D.G. & TYSOME P.J.: Monetary Economics. Theories, Evidence and Policy. 2. izd., Butterworths, 1985, 300 str.
49. POKORN J.: Denar in kredit v narodnem gospodarstvu. Cankarjeva založba, 1967, 519 str.
50. POOLE W.: Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model. Quarterly Journal of Economics, 2, 1984, str. 197-216
51. PROHASKA Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999, 205 str.
52. REBERNIK Miroslav, REPOVŽ Leon: Od ideje do denarja: podjetniški proces. Gospodarski vestnik. Ljubljana, 2000, 254 str.
53. RIBNIKAR Ivan: Od denarja do medvedjega trenda: CISEF, Ljubljana, 1994, 229 str.
54. RIBNIKAR Ivan: Bančništvo in bančni management, Politika poslovnih bank. Skripta za podiplomski program. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, marec, april 2001, 428 str.
55. RIBNIKAR Ivan: Nastanek in razvoj denarnega sistema Slovenije. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001), 5, str. 71-75
56. SAUNDERS A.: Financial Institutions Management. A Modern Perspective. Third Edition. Boston: Irwin McGraw-Hill, 2000, 742 str.
57. SLABE Janez: Institucije in instrumenti monetarne politike. Diplomski naloga. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1993, 30 str.
58. SMITH V.S.: The Rationale of Central Banking. P.S. King & Sons Ltd. London, 1936, 185 str.
59. SVILAN Sibil: Vrednostni papirji: namen in vrste, oblikovanje in trgovanje ter upravljanje. Gospodarski vestnik. Ljubljana, 1995, 213 str.
60. TAMAKI N.: A Study of the Investment of Japan's Public Pension Reserve Fund. How Should the Government Behave as an Institutional Investor? National Institute for Research Advancement. Working Paper no. 2003-2. [URL: <http://www.nira.go.jp/newse/wp/300/301/2003-2.pdf>], July 2003
61. TIMMERMANN V.: Interbankkredite und geldpolitik. Diskussionpapier Nr. 5. Hamburg, 1975
62. VAN HORNE J.C.: Financial Management and Policy. New Jersey. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986, str. 424-428
63. VESELINOVIČ Draško: Razvoj in segmentacija slovenskega trga vrednostnih papirjev. Kapital, Maribor, 4(1994), 88, str. 12-14
64. VIDIC Miha: Analiza slovenskega trga vrednostnih papirjev. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002, 86 str.
65. WALTER I. & SMITH R.C.: High Finance in the Euro-Zone: Competing in the New European Capital Market. London: Financial Times/Prentice Hall, 2000, 344 str.

66. WETHERILT A.V.: Money Market Operations and Volatility of UK Money Market Rates. Bank of England. Publications Group, Working Paper no. 174.
[URL:<http://www.bankofengland.co.uk/workingpapers/wp174.pdf>], 10.9.2003
67. WILLIAMS J.B.: The Theory of Investment Value, Cambridge: Harvard University Press, 1938

7.2 Viri

1. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije
[URL:<http://www.bsi.si/html/publikacije/bilteni/index.html>], Avgust 2003
2. Delnice in dividende. Finance. Novo mesto: Krka d.d.
[URL:<http://www.krka.si/si/finance/delnice/>], 17.9.2003
3. Dnevne informacije v časopisju: Delo, Finance
4. Finančni trgi. Ljubljana: Banka Slovenije
[URL:http://www.bsi.si/html/publikacije/financnitrgi/ft_2003_09.pdf], Avgust 2003
5. Informacija o denarnem trgu v letu 2002. Ljubljana: Banka Slovenije.
[URL:<http://www.bsi.si/html/publikacije/denarni%20trg%202002.pdf>], 22.5.2003
6. Izdajanje državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev – zakladnih menic. Ljubljana: Ministrstvo za finance.
[URL:<http://www.sigov.si/mf/slov/menice/prosp.html>], 10.9.2003
7. O Krki. Predstavitev. Novo mesto: Krka d.d.
[URL:<http://www.krka.si/si/krka/predstavitev/>], 15.9.2003
8. Poslovna poročila. Finance. Novo mesto: Krka d.d.
[URL:<http://www.krka.si/si/finance/porocila/>], 17.9.2003
9. Pravila borze. O borzi. Ljubljana: Ljubljanska borza d.d.
[URL:http://www.ljse.si/strslo/oborzi/menu/ob_osi.htm], 12.9.2003
10. Računovodski izkazi. Finance. Novo mesto: Krka d.d.
[URL:<http://www.krka.si/si/finance/izkazi/>], 17.9.2003
11. Slovenski računovodski standardi. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 1993, 209 str.
12. Storitve in udeleženci. Ljubljana: Centralna klirinško depotna družba d.d.
[URL:<http://www.kdd.si/slo/default.html>], 25.8.2003
13. Usmeritve denarne politike Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije
[URL:http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/index.html], Maj 2003
14. Zakon o Banki Slovenije. (Uradni list RS, 1/91)
15. Zakon o davku od dobička pravnih oseb. (Uradni list RS, št. 72/93, 20/95, 18/96, 34/96)
16. Zakon o davčnem postopku. (Uradni list RS, št. 18/96, 78/96, 87/97, 35/98, 76/98, 82/98, 1/99, 108/99)
17. Zakon o deviznem poslovanju. (Uradni list RS, št. 23/99, 110/03)
18. Zakon o dohodnini. (Uradni list RS, št. 71/93, 2/94, 1/95, 2/95, 7/95, 14/96, 18/96, 44/96, 68/96, 82/97, 87/97, 76/98, 1/99, 36/99, 108/02)
19. Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih. (Uradni list RS, št. 23/99)
20. Zakon o trgu vrednostnih papirjev. (Uradni list RS 56/99)

SLOVAR TUJIH IZRAZOV

- Adjustable peg:** režim prilagodljivega deviznega tečaja
- Agrégats monétaires:** denarni agregati
- Asset transformation:** preoblikovanje ročnosti sredstev
- At the retail level:** na drobno – manjši posojilojemalci
- At the wholesale level:** na debelo – večji posojilojemalci
- Banque centrale:** centralna banka
- Banque d'emission:** centralna banka
- Best efforts:** po najboljših močeh, komisijska prodaja
- Bought deal:** vodja sindikata odkupi celotno izdajo še pred pričetkom trgovanja na sivem trgu
- Broker:** posrednik
- Cash flow:** denarni tok
- Capital Asset Pricing Model (CAPM):** model za ocenjevanje donosnosti lastniškega kapitala in izračun povprečnih stroškov kapitala
- Central bank:** centralna banka
- Central bank based relationship:** princip uravnavanja likvidnosti bank preko centralne banke
- Certificate of deposit:** kratkoročni vrednostni papir (Potrdilo o vlogi)
- Common stock:** navadna delnica
- Commodity price index:** indeks cen blaga
- Competitive bids:** izbira z natečajem (avkcija)
- Convertible bonds:** zamenljive obveznice
- Country risk:** deželno tveganje
- Crawling peg:** režim plazečega fiksnega tečaja
- Credit rationing:** racioniranje posojil
- Currency board:** valutni odbor
- Currency risk:** valutno tveganje
- Debt (D):** dolg (dolgoročni dolžniški kapital)
- Debt-equity swaps:** zamenjava dolga za kapital
- Debt securities:** dolžniški vrednostni papirji
- Default risk premium:** premija za tveganje neizpolnjevanja obveznosti
- Deposits:** vloge
- Dual currency bond:** obveznice, ki se glasijo na dvojno valuto
- Earnings before interest and tax (EBIT):** dobiček pred obrestmi in davki
- Equity (E):** kapital (lastniški)
- Equity securities:** lastniški vrednostni papirji
- Exchange rate policy:** politika deviznega tečaja
- Fire-sale price:** cena pri hitrem unovčevanju vrednostnih papirjev v primeru likvidnostnih težav bank
- Floating-rate notes:** obveznice s spremenljivo obrestno mero
- Foreign exchange swaps:** devizne zamenjave
- Foreign exchange rate:** devizni tečaj
- Forward:** terminski posel
- Free banking:** svobodno bančništvo
- Futures :** terminska standardizirana pogodba
- GDP targeting:** bruto domači proizvod kot bližnji cilj
- Geldmarkt:** denarni trg
- Geldpolitik:** denarna politika
- Geldpolitischen instrumenten:** instrumenti denarne politike
- Goal:** končni cilj

Growth-stock model: določanje tržne cene delnice na osnovi dividend

Independence: neodvisnost

Indépendence : neodvisnost

Independent float: režim neodvisnega drsenja deviznega tečaja

Inflation targeting: ciljanje inflacije (kot bližnji cilj)

Instruments of monetary policy: instrumenti denarne politike

Instrumente der Geldpolitik: instrumenti denarne politike

Interest rate: obrestna mera

Investment banks: investicijske banke

Lead manager: vodja sindikata ali vodilni prevzemnik

Les instruments de la politique monétaire: instrumenti denarne politike

Lower-risk customer: posojilojemalci z nižjim tveganjem

Managed float: režim uravnavanega fleksibilnega deviznega tečaja

Marché monétaire: denarni trg

Market based relationship: princip uravnavanja likvidnosti bank na tržni osnovi

Mercato di denaro: denarni trg

Mindestreserven: obvezne rezerve bank

Monetary aggregates: denarni agregati

Monetary aggregates as intermediate targets: denarni agregati kot bližnji cilj

Monétaire aggregate: denarni agregati

Money market: denarni trg

Monetary policy: denarna politika

Money: denar

Money supply targets: ponudba denarja kot bližnji cilj

Municipal bonds: obveznice države na različnih ravneh (na primer občin)

Net income (NI): čisti dobiček

Notenbank: centralna banka

Operating exposure: operativna izpostavljenost

Over the counter market: neorganiziran trg – prek okenc

Pecking order model: model financiranja podjetja z izdajo delnic

Permanent peg: režim trajno fiksne tečaja

Politique de change: politika deviznega tečaja

Politique monétaire: denarna politika

Prime rate: obrestna mera za najboljše dolžnike

Preemptive right: predkupna pravica

Preferred stock: prednostna delnica

Private placement: zaprta (nejavna) prodaja vrednostnih papirjev

Public placement: prodaja vrednostnih papirjev preko javne ponudbe

Quasi monnaie: kvazi denar

Radom walk: slučajni mimohod

Repurchase agreement: začasni nakup s strani centralne banke

Réserves obligatoires: obvezne rezerve

Residual claim: zahtev po preostali vrednosti

Restrictive covenants: omejitvene zaveze

Required reserves: obvezna rezerva

Reversed transactions: povratne transakcije

Stock exchange: borza

Scope of yield curve: potek krivulje donosnosti

Stock of money as target: količina denarja kot bližnji cilj

Swap rate: cena valutnih zamenjav

Target: bližnji cilj

Target low nominal interest rate: nizka nominalna obrestna mera kot bližnji cilj

Tools of monetary policy: instrumenti denarne politike
Total rate of return: celoten donos obveznice (glavnica, obresti, reinvestirane obresti)
Trade off model: model financiranja podjetja z dodatnim zadolževanjem
Transaction exposure: transakcijska izpostavljenost
Translation or accounting exposure: računovodska izpostavljenost
Unabhängigkeit: neodvisnost
Underwriting: obveznost odkupa primarne izdaje vrednostnih papirjev
Underwriting syndicate: sindikat prevzemnikov prodaje vrednostnih papirjev
Various definitions of broad money: različno definiran široko pojmovan denar
Volume of outstanding credit: obseg kreditov
Zentralbank, Zentralnotenbank: centralna banka
Zero-coupon bonds: brezkuponska obveznica
Zero-sum game: igra z ničelnim izidom
Währungsbank: centralna banka
Weighted Average Cost of Capital (WACC): tehtano aritmetično povprečje stroškov kapitala
Yield to maturity: donosnost do dospelja
Yield to call: donosnost do odpoklica