

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**STRATEGIJA RAZVOJA TRGA KAPITALA V SLOVENIJI ZA
OBDOBJE 2023-2030**

Ljubljana, november 2025

BLAŽ UŠENIČNIK

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Blaž Ušeničnik, študent Univerze v Ljubljani Ekonomske fakultete, avtor predloženega dela z naslovom Strategija razvoja trga kapitala v Sloveniji za obdobje 2023-2030, pripravljenega v sodelovanju z mentorjem red. prof. dr. Aljošo Valentinčičem

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo pisnih del UL EF, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo pisnih del UL EF;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Univerze v Ljubljani Ekonomski fakulteti v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi;
11. da sem preveril verodostojnost informacij, ki izhajajo iz zapisov na podlagi uporabe orodij umetne inteligence.

V Ljubljani, dne 5. 11. 2025

Podpis študenta: _____

POVZETEK

Magistrsko delo analizira strateške, regulatorne, davčne in institucionalne dejavnike, ki vplivajo na razvoj kapitalskega trga v Sloveniji, ter jih primerja z uspešnimi praksami izbranih držav članic Evropske unije. Kljub harmoniziranemu pravnemu okviru in članstvu Slovenije v Evropski uniji ostaja domači trg kapitala strukturno šibek, z omejeno likvidnostjo, majhnim številom izdajateljev, nizko prisotnostjo institucionalnih vlagateljev in nizkim zaupanjem malih vlagateljev. Namen raziskave je identificirati uspešne ukrepe iz držav Evropske unije z razvitejšimi kapitalskimi trgi ali tistimi, ki so v zadnjih letih dosegle pomembne izboljšave, in oceniti njihovo prenosljivost na slovensko okolje. Delo temelji na kvalitativni primerjalni analizi in služi kot podlaga za strateške priporočila, ki naslavlajo glavne ovire za učinkovitejšo mobilizacijo domačega in tujega kapitala.

KLJUČNE BESEDE: kapitalski trgi, Slovenija, primerjalna analiza, razvoj kapitalskega trga, regulacija finančnih trgov, davčne spodbude, regionalno povezovanje, delniška kultura

CILJI TRAJNOSTNEGA RAZVOJA



ABSTRACT

The master's thesis analyses the strategic, regulatory, tax, and institutional factors that influence the development of the capital market in Slovenia and compares them with successful practices from selected European Union member states. Despite Slovenia's harmonized legal framework and EU membership, the domestic capital market remains structurally weak, characterized by limited liquidity, a small number of issuers, low presence of institutional investors, and low trust among retail investors. The aim of the research is to identify successful measures from EU countries with more developed capital markets or those that have achieved significant improvements in recent years, and to assess their transferability to the Slovenian environment. The thesis is based on a qualitative comparative analysis and serves as a foundation for strategic recommendations addressing the main barriers to more effective mobilization of domestic and foreign capital.

KEY WORD: capital markets, Slovenia, comparative analysis, capital market development, financial market regulation, tax incentives, regional integration, retail investment culture

SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS



KAZALO

1	UVOD	1
2	KAPITALSKI TRG	3
2.1	Opredelitev kapitalnega trga.....	3
2.2	Dejavniki za razvoj kapitalnega trga	3
2.2.1	Makroekonomski dejavniki za razvoj kapitalnih trgov	4
2.2.2	Institucionalni predpogoji za razvoj kapitalnih trgov	4
2.2.3	Predpogoji v finančnem sistemu za razvoj kapitalnih trgov.....	5
2.3	Funkcije kapitalnega trga.....	6
2.4	Bančno usmerjeni in kapitalno usmerjeni finančni sistemi.....	7
3	STRATEGIJA RAZVOJA TRGA KAPITALA V SLOVENIJI.....	9
3.1	Zgodovina razvoja slovenskega kapitalnega trga	9
3.2	Stanje kapitalnega trga v Sloveniji.....	11
3.3	Analiza predlaganih ukrepov strategije za obdobje 2023-2030.....	16
3.3.1	Digitalizacija in vključenost MSP	17
3.3.2	Povečanje ponudbe obveznic in razvoj trga dolžniških instrumentov.....	18
3.3.3	Spodbujanje finančnega izobraževanja in pismenosti	18
3.3.4	Vzpostavitev enotne vstopne točke za informacije o trgu	18
3.3.5	Uvedba INR za fizične osebe	19
3.3.6	Spremembe zakonodaje za spodbuditev vlaganj	19
3.4	Predvideni rezultati in kazalniki ukrepov	19
3.5	Ocena izvedljivosti ukrepov glede na trenutno stanje trga.....	20
3.5.1	Digitalna platforma za MSP	20
3.5.2	Spodbujanje trga obveznic	21
3.5.3	Finančno izobraževanje.....	21
3.5.4	Enotna vstopna točka	22
3.5.5	Uvedba INR.....	22
4	Primerjalna analiza uspešnih strategij razvoja kapitalnih trgov v EU	23
4.1	Pravni in regulatorni okvirji izbranih EU držav	23
4.1.1	Pravni in regulatorni okvirji držav z razvitim trgov kapitala	24
4.1.2	Pravni in regulatorni okvirji držav s trgov kapitala v razvoju	25

4.1.3	Pravni in regulatorni okvirji držav z robnim trgov kapitala	27
4.2	Davčno okolje in davčne spodbude za vlagatelje	27
4.3	Učinkovitost pravnega sistema	29
4.4	Spodbujanje vključevanja prebivalstva v kapitalni trg	30
4.4.1	Delniška kultura	30
4.4.2	Vključevanje gospodinjstev prek privatizacije in državnega premoženja ...	31
4.4.3	Pokojninske sheme kot institucionalni posrednik	32
4.5	Regionalno povezovanje kapitalnih trgov.....	33
4.6	Sinteza razvojnih vrzeli in priložnosti slovenskega kapitalnega trga	35
4.6.1	Regulatorni okvir.....	36
4.6.2	Davčni sistem in naložbeni računi	36
4.6.3	Pravosodni sistem.....	37
4.6.4	Finančna pismenost in delniška kultura.....	38
4.6.5	Pokojninski sistem.....	39
4.6.6	Regionalno povezovanje.....	39
5	EMPIRIČNA RAZISKAVA PREFERENC MALIH VLAGATELJEV NA SLOVENSKEM KAPITALNEM TRGU	40
5.1	Zasnova raziskave in metodologija.....	40
5.2	Zbiranje in priprava podatkov	42
5.3	Opis anketiranih oseb	44
5.4	Ugotovitve conjoint analize.....	47
5.5	Povzetek in interpretacija ugotovitev	50
6	PREDLOGI ZA IZBOLJŠAVE SLOVENSKEGA KAPITALNEGA TRGA..	51
7	SKLEP.....	52
	SEZNAM KLJUČNE LITERATURE.....	53
	LITERATURA IN VIRI	54
	PRILOGE	61

KAZALO TABEL

Tabela 1: Ključni kazalniki uspešnosti razvoja slovenskega trga kapitala.....	20
Tabela 2: Pregled posebnih naložbenih računov v EU	28
Tabela 3: Povprečen čas pri uveljavljanju pogodb v gospodarskih sporih za leto 2019	29

Tabela 4: Primeri regionalnega povezovanja evropskih trgov	34
Tabela 5: Zaključki primerjalne analize regulatornih okvirov	36
Tabela 6: Zaključki primerjalne analize davčnih sistemov in naložbenih računov.....	36
Tabela 7: Zaključki primerjalne analize pravosodnih sistemov	37
Tabela 8: Zaključki primerjalne analize za finančno pismenost in delniško kulturo	38
Tabela 9: Zaključki primerjalne analize pokojninskih sistemov	39
Tabela 10: Zaključki primerjalne analize za regionalna povezovanja.....	39
Tabela 11: Opredelitev atributov in njihovih ravni	43
Tabela 12: Točkovanje lastne razvrstitve spodbud.....	46
Tabela 13: Ocene koeficientov za posamezne ravni atributov	47

KAZALO SLIK

Slika 1: Tržna kapitalizacija delnic na LJSE od 2018 do prvega četrtertja 2025	12
Slika 2: Promet delnic na LJSE v obdobju 2018-2024.....	13
Slika 3: Število uvrščenih delnic na LJSE v obdobju od 2018 do prvega četrtertja 2025 ...	14
Slika 4: Glavni stebri Strategije razvoja trga kapitala v Sloveniji.....	17
Slika 5: Porazdelitev anketirancev po dohodkovnih razredih	44
Slika 6: Imetništvo finančnih instrumentov med anketiranci.....	45
Slika 7: Lastna ocena finančnega znanja med anketiranci.....	45
Slika 8: Rezultati lastne razvrstitve spodbud	46
Slika 9: Ocenjene vrednosti koeficientov in intervali zaupanja	49
Slika 10: Relativna pomembnost atributov	50

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Pregled pravnega in regulatornega okvira izbranih držav članic EU	1
Priloga 2: Davčna analiza EU držav	2
Priloga 3: Struktura finančnih sredstev gospodinjstev leta 2022 po državah EU.....	4

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

ATVP – Agencija za trg vrednostnih papirjev

BDP – Bruto domači proizvod

CCP – (angl. Central Counterparties); Centralna nasprotna stranka

DLT – (angl. Distributed Ledger Technology); Tehnologija razpršene evidence

EMS – (angl. Emerging Market Status); Status razvijajočega trga

ESMA – (angl. European Securities and Market Authority); Evropski organ za vrednostne papirje in trge
ETF – (angl. Exchange-Traded Fund); odprti investicijski sklad, s katerim se trguje na borzi
EU – (angl. European Union); Evropska unija
EUR – Evro
INR – Individualni naložbeni račun
IPO – (angl. Initial Public Offering); Prva javna ponudba
KDD – Centralna klirinško depotna družba
LJSE – (angl. Ljubljana Stock Exchange); Ljubljanska borza
MF – Ministrstvo za finance Republike Slovenije
MiFID II – Direktiva o trgih finančnih instrumentov
MSCI – Morgan Stanley Capital International
MSP – Mala in srednje velika podjetja
MTF – (angl. Multilateral Trading Facility); Večstranski sistem trgovanja
NKBM – Nova kreditna banka Maribor
NLB – Nova Ljubljanska banka
OECD – (angl. Organisation for Economic Co-operation and Development); Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj
RS – Republika Slovenija
SBITOP – Slovenski blue chip indeks
ZDA – Združene države Amerike

1 UVOD

V zadnjem desetletju je v evropskem prostoru zaznati vse večjo osredotočenost na razvoj kapitalskih trgov kot ključnega gradnika sodobnega finančnega sistema. Povečanje razpršenosti virov financiranja, krepitev dolgoročnih investicij ter večja udeležba podjetij in gospodinjstev na trgu finančnih instrumentov so postali pomembni strateški cilji številnih držav članic Evropske unije (v nadaljevanju EU). Kapitalski trgi niso več razumljeni zgolj kot mehanizem za zbiranje sredstev, temveč kot celovit okvir, ki podpira podjetniško rast, spodbuja inovacije in krepi odpornost gospodarstva v času negotovosti.

Slovenija je kljub formalni harmonizaciji zakonodaje s pravnim redom EU še vedno razvrščena kot robni trg (angl. frontier market). To odraža vrsto dolgoročnih izzivov, s katerimi se sooča domači trg kapitala. Med najpomembnejše sodijo nizka likvidnost, omejeno število uvrščenih izdajateljev, pomanjkanje novih kotacij, šibka prisotnost institucionalnih vlagateljev ter pomanjkanje zaupanja s strani splošne javnosti. V tem kontekstu Strategija razvoja trga kapitala za obdobje 2023-2030 predstavlja pomemben poskus vzpostavitve dolgoročne razvojne vizije, a ostaja vprašanje, v kolikšni meri je načrtovana transformacija v tako imenovani razvijajoči se trg (angl. emerging market), dosegljiva z obstoječimi ukrepi in sredstvi. V predstavljenem magistrskem delu obravnavam te izzive v luči primerjalne analize evropskih praks v povezavi s conjoint analizo ter iščem možnosti za še bolj ambiciozen in ciljno usmerjen razvojni preboj slovenskega trga kapitala.

Namen magistrskega dela je oblikovati strokovno podprta priporočila, ki temeljijo na primerjalni in conjoint analizi. Ta priporočila lahko prispevajo k razvoju slovenskega kapitalskega trga ter podprejo dosego statusa razvijajočega trga (angl. emerging market status, v nadaljevanju EMS), ki je splošni cilj Strategije za razvoj trga kapitala v Sloveniji. Cilj magistrskega dela je celovito analizirati strategije in regulatorne okvire za razvoj kapitalskega trga v Sloveniji, s posebnim poudarkom na primerjalni analizi z državami EU, ki imajo dobro razvite kapitalske trge ali so v zadnjih letih uspešno izboljšale svoje trge kapitala. Namen raziskave je identificirati vrzeli med trenutnimi pristopi v Sloveniji in najboljšimi praksami v izbranih EU državah ter na osnovi teh ugotovitev predlagati konkretne izboljšave in inovacije za slovenski kapitalski trg. V drugem delu raziskave sem izvedel conjoint analizo, s katero sem želel preveriti, kako posamezne značilnosti naložbenega okolja zaznavajo vlagatelji oziroma potencialni vlagatelji, ter oceniti, katere spremembe bi lahko najbolj spodbudile njihovo udeležbo na kapitalskem trgu.

Namen in cilj magistrskega dela nameravam uresničiti na podlagi naslednjih raziskovalnih vprašanj, ki predstavljajo temeljno izhodišče kvalitativne raziskave ter bodo usmerjala analizo in oblikovanje ključnih ugotovitev.

RV 1: Kateri so ključni dejavniki uspešnosti kapitalskih trgov v izbranih državah EU in kako se ti dejavniki primerjajo z razmerami na slovenskem kapitalskem trgu?

RV 2: Kakšne so obstoječe vrzeli med regulatornimi okviri in strategijo razvoja slovenskega kapitalskega trga v primerjavi z uspešnimi praksami v državah EU?

RV 3: Kateri ukrepi in strategije, identificirani v primerjalni analizi, imajo največji potencial za implementacijo v Sloveniji?

RV 4: Kateri ukrepi bi z vidika malih vlagateljev ustvarili najbolj privlačno in zaupanja vredno okolje za vlaganje na slovenskem kapitalskem trgu?

RV 5: Kako se lahko sistemsko prepoznani strateški ukrepi za razvoj kapitalskega trga uskladijo s pričakovanji in zaznavami vlagateljev, da bi ustvarili učinkovite spodbude za večjo udeležbo na slovenskem kapitalskem trgu?

Metodologijo raziskovanja zasnujem v treh delih. V prvem delu se osredotočim na pregled relevantne literature in sekundarnih virov, ki se nanašajo na kapitalske trge, s posebnim poudarkom na strategijah za njihov razvoj, regulatornih okvirih in specifičnih ukrepih, ki so bili uspešno implementirani v državah EU z dobro razvitimi kapitalskimi trgi. Ta del vključuje pregled literature in sintezo pridobljenih informacij.

V drugem delu izvedem primerjalno analizo, ki je osredotočena na primerjavo ukrepov, strategij in regulatornih okvirov Slovenije ter držav z dobro razvitimi kapitalskimi trgi v EU ali tistimi, ki so svoje trge kapitala uspešno izboljšale v zadnjih letih. Cilj je identificirati vrzeli med trenutnimi pristopi Slovenije in najboljšimi praksami ter strategijami, ki so pripomogle k izboljšanju kapitalskih trgov v drugih državah. Končni rezultat te analize so tabele, v katerih sistematično predstavim različne ukrepe in strategije, ki služijo kot temelj za nadaljnjo conjoint analizo.

V zadnjem delu izvedem conjoint analizo, ki služi kot orodje za identifikacijo ukrepov in strategij z največjim potencialom za implementacijo v Sloveniji. Na temelju ugotovitev in spoznanj iz primerjalne analize določim attribute in njihove specifične ravni, ki jih uporabim za zbiranje in pripravo podatkov. Na ta način analiza omogoča kvantitativno vrednotenje preferenc malih vlagateljev. Na podlagi analitičnih ugotovitev oblikujem utemeljena priporočila in predloge za izboljšave ter inovacije.

Magistrsko delo obsega sedem poglavij, ki celovito obravnavajo izbrano temo ter omogočajo sistematičen prehod od teoretičnih izhodišč do empiričnih ugotovitev in priporočil. V drugem poglavju magistrskega dela se osredotočam na temeljne koncepte kapitalskega trga. Nadaljujem s preučevanjem razvojne strategije slovenskega kapitalskega trga za obdobje 2023-2030, pri čemer se osredotočam na zgodovinski razvoj in analizo ključnih strategij in ukrepov, ki jih načrtuje država. V četrtem poglavju izpostavim uspešne prakse in strategije razvoja kapitalskih trgov v drugih državah EU ter preko primerjalne analize identificiram dodatne ukrepe za nadaljnjo raziskavo. V petem poglavju sledi empirična analiza, v zaključnem poglavju pa interpretacija ključnih ugotovitev.

2 KAPITALSKI TRG

2.1 Opredelitev kapitalnega trga

Uradna definicija, ki jo navaja spletna stran Republike Slovenije, kapitalni trg umešča v jedro finančnega sistema države. Primarna funkcija trga kapitala je mobilizacija finančnih sredstev in njihova optimizacija pri razporejanju, kar prispeva k večji finančni učinkovitosti (Ministrstvo za finance RS, brez datuma). Kapitalni trg omogoča učinkovito preusmerjanje prihrankov od varčevalcev in investorjev v produktivne investicije podjetij in državnih institucij, ki potrebujejo dolgoročni kapital za financiranje investicij v infrastrukturo. V tem kontekstu kapitalni trg deluje kot mehanizem, kjer se srečujejo povpraševalci in ponudniki kapitala, ki izvajajo transakcije s finančnimi instrumenti, kot so obveznice, delnice, investicijski skladi in izvedeni finančni instrumenti. Pri tem igrajo ključno vlogo različne finančne institucije, kot so banke, pokojninski skladi, zavarovalnice in investicijski skladi, ki delujejo kot finančni posredniki. Delovanje kapitalnega trga je urejeno s pravnimi predpisi in regulatornimi okvirji za zagotovitev preglednosti trga in zaščito vlagateljev, kar je steber za stabilnost celotnega finančnega sistema (Wieland in drugi, 2020).

Kapitalni trg delimo na primarni in sekundarni trg. Primarni trg omogoča izdajanje novih finančnih instrumentov, kot so obveznice in delnice, s čimer države ali podjetja zbirajo finančna sredstva od vlagateljev. Proces izdaje običajno vodijo investicijske banke, ki pomagajo izdajateljem oblikovati primerno ceno finančnih instrumentov in jih nato ponudijo vlagateljem. Sekundarni trg pa je namenjen trgovanju s finančnimi instrumenti, ki so bili predhodno izdani na primarnem trgu. Trgovanje na sekundarnem trgu ne vpliva neposredno na količino zbranih sredstev za izdajatelja, vendar ima kljub temu pomembno posredno vlogo, saj povečuje likvidnost in omogoča hitro določanje tržnih cen, ki so podlaga za potencialne nove izdaje na primarnem trgu. Višja likvidnost hkrati krepi zaupanje vlagateljev, kar posledično poveča uspešnost in privlačnost novih izdaj finančnih instrumentov na primarnem trgu. Poleg tega sekundarni trg zagotavlja pomembne informacije o vrednotenju instrumentov, kar podjetjem dodatno pomaga pri določanju cen pri novih izdajah (Mishkin, 2022).

2.2 Dejavniki za razvoj kapitalnega trga

Bayraktar (2014), De Gregorio in Guidotti (1995) in King in Levine (1993) ugotavljajo, da je razvoj kapitalnega trga ključen za učinkovito delovanje finančnega sistema in gospodarsko rast države. Kapitalni trg omogoča zbiranje dolgoročnih finančnih sredstev za financiranje različnih investicij v inovacije, infrastrukturo in tehnologijo. Razvoj trga kapitala ni samoumeven, temveč je odvisen od številnih dejavnikov. Bayraktar (2014) med drugim izpostavlja dejavnike, kot so makroekonomski pogoji, institucionalni pogoji in stanje v finančnem sistemu. Zato je pomembno razumeti, kateri dejavniki najbolj vplivajo na razvoj

in učinkovito delovanje kapitalskih trgov, saj bodo ti dejavniki v nadaljevanju služili kot osnova za analize v magistrskem delu.

2.2.1 Makroekonomski dejavniki za razvoj kapitalskih trgov

a) Rast bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP) in BDP na prebivalca

Visoka raven BDP in BDP na prebivalca kot tudi njuna rast sta pozitivno povezana z razvojem kapitalskih trgov, saj sta kazalnika lahko povezana z višjimi prihranki, kar vlagateljem predstavlja dodatna finančna sredstva za dolgoročne naložbe na trg kapitala in odpira možnost za diverzifikacijo portfelja (Bayraktar, 2014; King in Levine, 1993). Gospodarska rast ima pomemben vpliv na sposobnost držav za ustvarjanje prihrankov in spodbujanje investicij. Države z višjim BDP-jem praviloma zagotavljajo boljše ekonomske pogoje in s tem spodbujajo večje investicijske aktivnosti. Po teorijah o potrošnji, kot je hipoteza o trajnem dohodku (angl. permanent income hypothesis), višji BDP na prebivalca povečuje razpoložljivi dohodek nad osnovno potrošnjo, kar ustvarja prostor za večje prihranke in posledično večje investicije (Grigoli in drugi, 2018).

b) Makroekonomska stabilnost

Makroekonomska stabilnost, ki se izraža skozi stabilnost cen, stabilnost valutnega tečaja in nizko inflacijo, je bistven dejavnik za razvoj kapitalskih trgov. Stabilno makroekonomsko okolje zmanjšuje tveganja za vlagatelje, kar povečuje privlačnost kapitalskega trga (Burger in drugi, 2015; Bhattacharyay, 2011). Države, kjer je inflacija nizka in stabilna, praviloma zagotavljajo bolj predvidljivo okolje za investicije, kar pozitivno vpliva na razvoj trga finančnih instrumentov (Ho, 2019; Laeven, 2014).

c) Razvoj državnega dolga

Razvit trg državnih obveznic je pomemben steber finančnega sistema, saj ponuja referenčne vrednosti za oblikovanje cen drugih finančnih instrumentov in spodbuja razvoj sekundarnega obvezniškega trga. Dobro delovanje trga dolga izboljšuje tudi zaupanje vlagateljev, saj trg zagotavlja transparentno oblikovanje cen ter učinkovit prenos informacij, kar je ključno za zmanjševanje tveganj (Luengnaruemitchai in Ong, 2005).

2.2.2 Institucionalni predpogoji za razvoj kapitalskih trgov

a) Kakovost regulacije trga finančnih instrumentov

Učinkovita regulacija finančnih instrumentov je ključna za integriteto na trgu, učinkovitost in zaupanje vlagateljev. Jackson in Zhang (2015) povzemata, da dosledno uveljavljanje regulatornih pravil o finančnih instrumentih bistveno izboljšuje uspešnost kapitalskih trgov. Carvajal in Elliott (2007) sta izvedla mednarodno analizo regulacije finančnih instrumentov

in ugotovila, da številni regulatorni organi po svetu niso učinkoviti pri uveljavljanju zakonov. Njuna raziskava predstavlja probleme, kot so pomanjkanje kadrovskih in finančnih virov, omejena zakonska pooblastila in nizka stopnja politične neodvisnosti. Nizka kakovost regulacije finančnih instrumentov lahko povzroči večjo informacijsko asimetrijo, kjer imajo nekateri tržni deležniki dostop do pomembnih informacij, ki drugim niso na voljo. To povečuje tveganje nepoštenih praks in zmanjša preglednost trga, kar posledično zmanjšuje zaupanje vlagateljev. Ker je zaupanje ključno za stabilnost in učinkovito delovanje kapitalskih trgov, lahko njegova erozija oslabi celoten finančni sistem, omeji dostop do kapitala in zavira dolgoročno gospodarsko rast.

b) Vladavina prava in politično tveganje

La Porta in drugi, (1997) so raziskali, da močnejša pravna zaščita vlagateljev in učinkovito ter dosledno izvrševanje zakonov spodbujajo razvoj kapitalskih trgov. Ugotovili so, da imajo države z običajnim pravom (angl. common law) boljšo zaščito vlagateljev od držav s civilnim pravom (angl. civil law), kar v povprečju vodi v boljše pravne pogoje za vlagatelje in večje investicije ter bolj razvite trge. Claessens in drugi (2002) poudarjajo, da stabilno regulativno okolje in nizka politična tveganja pozitivno vplivata na razvoj delniških trgov ter privabljata neposredne tuje investicije, ki še dodatno podpirajo razvoj trga kapitala. De La Torre in drugi (2007) opozarjajo, da so v primeru Latinske Amerike negativne izkušnje predvsem posledica neučinkovitih pravnih sistemov in šibkega uveljavljanja pravil, kar zavira optimalen razvoj kapitalskih trgov. Celoten pregled literature jasno nakazuje, da je krepitev pravnih okvirjev in institucionalne kakovosti ključ za rast in stabilnost kapitalskih trgov.

2.2.3 Predpogoji v finančnem sistemu za razvoj kapitalskih trgov

a) Razvoj bančnega sistema

Rojas-Suarez (2014) ugotavlja, da je dobro razvit bančni sistem osnova za uspešen, stabilen in likviden kapitalski trg. Banke namreč predstavljajo prvi korak v finančnem posredništvu, kjer se s kreditiranjem in depoziti postopoma vzpostavlja zaupanje med vlagatelji in podjetji. To pa je ključnega pomena za razvoj bolj zapletenih finančnih instrumentov. Poleg tega imajo vlagatelji na kapitalskih trgih pogosto večje zaupanje v podjetja, ki imajo dobro zgodovino poslovanja z bankami, saj to pomeni, da so že prestala stroge ocene kreditne sposobnosti. Tako banke ne zagotavljajo le financiranja, temveč tudi prispevajo k večji kredibilnosti podjetij na kapitalskem trgu.

b) Vloga institucionalnih vlagateljev

Institucionalni vlagatelji, zlasti zavarovalnice in pokojninski skladi, igrajo pozitivno vlogo pri stabilizaciji in rasti finančnih trgov. Enache in drugi, (2015) na primeru Srednje in Vzhodne Evrope ugotavljajo, da pokojninske reforme kot sta implementaciji drugega ali

tretjega pokojninskega stebra pozitivno prispevajo k razvoju trga kapitala. Institucionalni vlagatelji povečujejo likvidnost trga in prispevajo k večji globini in stabilnosti trga. V okviru udeležbe institucionalnih vlagateljev na domačem trgu je ključno upoštevati, da ugodni makroekonomski pogoji, ustrezna velikost ter likvidnost trga pomembno vplivajo na udeležbo institucionalnih vlagateljev na domačem trgu. Številne institucije namreč delujejo v skladu z notranjimi naložbenimi politikami, ki pogosto določajo usmeritev sredstev v likvidnejše in stabilnejše finančne instrumente. Če domači trg teh pogojev ne izpolnjuje, lahko to omeji obseg vlaganj institucionalnih vlagateljev na domači trg, kar zavira nadaljnji razvoj tega trga.

c) Zunanja liberalizacija trga

Zunanja finančna liberalizacija pomeni odpravo omejitev za čezmejne kapitalske tokove in vključevanje domačih kapitalskih trgov v globalne trge. Razviti obvezniški in delniški trgi zmanjšujejo finančne omejitve, kar omogoča podjetjem lažjo širitev poslovanja. Empirična raziskava, Bekaert in drugi (2005), opravljena na triletnem, petletnem in sedemletnem nivoju, kaže, da liberalizacija delniških trgov spodbuja gospodarsko rast z boljšim deljenjem tveganj, lajšanjem finančnih omejitev za domača podjetja in z zniževanjem stroškov lastniškega kapitala. Claessens in drugi (2001) dodatno poudarjajo, da se neposredne tuje investicije in razvoj domačih delniških trgov medsebojno dopolnjujeta, saj te investicije pozitivno vplivajo na rast tržne kapitalizacije in povečujejo likvidnost. Nadalje Demirguc-Kunt in drugi (2012) z uporabo kvantilne regresije ugotavljajo, da se z gospodarskim razvojem povečuje povezanost med aktivnostjo na kapitalskih trgih in gospodarsko rastjo, kar potrjuje vse večjo vlogo tržnega financiranja v razvitih gospodarstvih. Levine in Zervos (1998) prav tako ugotavljata pozitivno povezavo med likvidnostjo delniških trgov in odprtostjo za tuji kapital.

2.3 Funkcije kapitalskega trga

Kapitalski trgi opravljajo več funkcij ter imajo ključno in večplastno vlogo v delovanju sodobnega gospodarstva. Njihova sposobnost zagotavljanja različnih možnosti financiranja, upravljanja tveganj, učinkovite razporeditve virov ter podpora inovacijam pomembno prispeva k stabilnosti finančnega sistema in k gospodarskemu razvoju (Giovannini in drugi, 2013). Kapitalski trgi opravljajo številne pomembne funkcije, ki omogočajo učinkovito delovanje finančnega sistema in spodbujajo gospodarsko rast. Med ključne funkcije sodijo:

1. **Mobilizacija prihrankov** je proces, s katerim finančni sistem pretvori neaktivni kapital v aktivni finančni kapital, saj zbere prihranke vlagateljev ter jih pretvori v razpoložljiva sredstva za financiranje investicij. Za spodbujanje dolgoročnega gospodarskega razvoja je po mnenju Kaserer in Rapp (2014) zaželeno, da se nacionalne prihranke usmerja na kapitalski trg. To zahteva ustrezno oblikovane institucionalne pogoje, zlasti na področju zakonodaje in davčnih spodbud, ki bi vlagatelje spodbujali k varčevanju in oplemenitenju sredstev na kapitalskih trgih.

2. **Učinkovita alokacija kapitala** je osnovna funkcija kapitalskih trgov, saj skozi svoje mehanizme usmerja sredstva v projekte in podjetja z najvišjim potencialom donosnosti (Bekaert in Harvey, 1998). To spodbuja večjo produktivnost in investicije, kar posledično vodi v gospodarsko rast.
3. **Zagotavljanje likvidnosti** vodi v hitro in enostavno trgovanje s finančnimi instrumenti, kar znižuje transakcijske stroške in spodbuja sodelovanje vlagateljev. Davis in drugi (2017) ugotavljajo, da imajo podjetja z bolj likvidnim dolgom nižje stroške izdaje, kar krepi njihovo finančno prožnost.
4. **Cenovno oblikovanje** (angl. price discovery): Kapitalski trgi z visoko stopnjo transparentnosti in likvidnosti omogočajo učinkovitejše cenovno oblikovanje, saj izboljšujejo proces vključevanja informacij v cene. Boljši dostop do kapitala na primarnem trgu in nižji stroški izdaje dolga so po ugotovitvah Davis in drugi (2017) posledica izboljšav v procesu cenovnega oblikovanja na sekundarnem trgu.
5. **Diverzifikacija** dovoljuje vlagateljem razpršitev portfelja in učinkovito upravljanje tveganj. Dostop do raznolikih finančnih instrumentov zagotavlja donose, ki so prilagojeni stopnji sprejemljivega tveganja vlagatelja. Razpršitev portfelja omogoča kombiniranje naložb z različno stopnjo tveganja, kar povečuje verjetnost, da bo del sredstev usmerjenih v projekte z visokim donosom in tveganjem, kar ne bi bilo produktivno brez učinkovite razpršitve. Kot poudarjajo Giovannini in drugi (2013), je diverzifikacija tveganj izrednega pomena pri usmerjanju prihrankov v inovativne projekte z višjim tveganjem.
6. **Financiranje držav:** Kapitalski trgi predstavljajo ključen mehanizem za financiranje dolgoročnih javnih projektov, kot so infrastruktura in strateške investicije. Raziskava Martinez Peria in Schmukler (2017) prikazuje, da dostop do kapitalskih trgov omogoča državam bolj stabilno financiranje, kar zmanjšuje odvisnost od kratkoročnih virov in s tem tudi tveganja, povezana z refinanciranjem.

V globaliziranem finančnem okolju kapitalski trgi ne opravljajo svojih funkcij le na domačem trgu, temveč omogočajo tudi čezmejno financiranje. Mednarodna integracija predstavlja pomembno sistemsko funkcijo, ki v kriznih obdobjih lahko deluje kot nadomestni vir kapitala. Analiza Cortina in drugi (2016) nakazuje, da imajo podjetja v času domačih bančnih kriz ali finančnih kriz možnost preusmeritve svojih virov financiranja z domačih na mednarodne kapitalске trge. Takšna preusmeritev jim omogoča ohranjanje ali celo podaljševanje ročnosti dolga. Ti izsledki nakazujejo, da mednarodna integracija kapitalskih trgov v kriznih obdobjih deluje kot pomemben nadomestni kanal financiranja in lahko prispeva k omilitvi posledic finančnih šokov.

2.4 Bančno usmerjeni in kapitalsko usmerjeni finančni sistemi

Razvoj finančnih sistemov predstavlja eno ključnih področij, ki vplivajo na gospodarsko rast in ekonomski razvoj. Različni pristopi k razumevanju teh sistemov so vodili do razlikovanja med bančno usmerjenimi (angl. bank-based) in kapitalsko usmerjenimi (angl. market-based)

finančnimi sistemi. V finančni literaturi se že dolgo razpravlja o njunih razlikah, saj oba sistema ponujata specifične mehanizme za financiranje podjetij in spodbujanje gospodarske rasti. To poglavje obravnava značilnosti obeh sistemov, njihove prednosti in slabosti ter njihovo vlogo pri gospodarskem razvoju.

V bančno usmerjenih finančnih sistemih prevladujejo banke in druge depozitne institucije kot glavni vir financiranja podjetij. Na osnovi tesnih odnosov s svojimi strankami banke prevzemajo tveganja in izvajajo medsebojno finančno posredovanje (Bats in Houben, 2020). Tipični predstavniki bančno usmerjenih sistemov sta Japonska in Nemčija, kjer imajo banke tradicionalno močan vpliv na podjetniške odločitve ter zagotavljajo dolgoročno financiranje, alokacijo kapitala in mobilizacijo prihrankov (Demirgüç-Kunt in Levine, 1999).

Kapitalsko usmerjeni sistemi so tisti, v katerih imajo kapitalski trgi pomembnejšo vlogo pri financiranju podjetij. Podjetja se na kapitalskem trgu lahko financirajo preko izdaje obveznic ali delnic, kar jim omogoča neposredni dostop do varčevalcev brez vmesnega bančnega posredovanja (Bats in Houben, 2020). Združene države Amerike (v nadaljevanju ZDA) in Združeno kraljestvo sta tradicionalna primera kapitalsko usmerjenih finančnih sistemov (Demirgüç-Kunt in Levine, 1999).

Raziskave kažejo, da je povezava med tipom finančnega sistema in gospodarsko rastjo kompleksna. Beck in Levine (2002) ter Demirgüç-Kunt in Maksimovic (2002), navajajo, da ni jasne prednosti enega sistema pred drugim glede na dolgoročno gospodarsko rast. Tako bančno kot kapitalsko usmerjeni finančni sistemi uporabljajo različne pristope za učinkovito mobilizacijo kapitala, pri čemer pa njihova uspešnost močno variira glede na razvitost finančnih in pravnih institucij v posamezni državi (Chakraborty in Ray, 2006).

Empirična raziskava, La Porta in drugi (1997) kaže, da dobro delujoč pravni sistem, ki zagotavlja visoko raven zaščite vlagateljev, spodbuja razvoj kapitalskih trgov. Nasprotno pa pomanjkljiva pravna zaščita in neučinkoviti pravni sistem za uveljavljanje pogodb povečujeta pomen bank kot glavnega vira financiranja, saj banke zaradi tesnejšega odnosa lažje nadzorujejo kreditno tveganje (Demirgüç-Kunt in Levine, 1999).

Finančni sistemi, ki temeljijo na bankah, pogosto veljajo za primernejše za gospodarstva v razvoju. Banke v teh sistemih imajo ključno vlogo pri mobilizaciji prihrankov in zagotavljanju posojil podjetjem, zlasti v zgodnjih fazah gospodarskega razvoja. To pa zato, ker so banke bolje opremljene za reševanje asimetrije informacij in spremljanje uspešnosti podjetij, kar je ključnega pomena v državah v zgodnjih fazah razvoja in neučinkovitim pravnim sistemom za uveljavljanje pogodb (Chakraborty in Ray, 2006; Kpodar in drugi, 2019). Bančni sistemi so pogosto učinkovitejši pri stabilizaciji gospodarstva v obdobjih nestanovitnosti, saj lahko banke z ublažitvijo nihanj v kreditnih tokovih delujejo kot blažilci šokov. Vendar pa lahko prevelika odvisnost od bančnega financiranja v času bančnih kriz omeji dostop do posojil, saj so banke v takšnih okoliščinah pogosto manj naklonjene prevzemanju tveganj (Kpodar in drugi, 2019).

Tržni finančni sistemi so na splošno povezani z večjo gospodarsko rastjo v razvitih gospodarstvih. Ti sistemi zagotavljajo večjo likvidnost, preglednost cen in olajšujejo razpršitev tveganja, kar lahko privede do učinkovitejšega razporejanja kapitala. Tržni sistemi spodbujajo tudi konkurenco in inovacije, saj so podjetja stimulirana k dobrim rezultatom, da bi pritegnila vlagatelje (Giovannini in drugi, 2013; Levine in Zervos, 1998b). Tržno usmerjeni finančni sistemi kljub prednostim, kot so večja likvidnost, preglednost cen in podpora inovativnim projektom, niso brez tveganj. Ena izmed njihovih značilnosti je večja izpostavljenost tržnim nihanjem, kar lahko vodi v povečano volatilitnost in večjo občutljivost na šoke na kapitalskih trgih. Po drugi strani pa lahko kapitalski trgi v obdobju finančnih kriz nadomestijo pomanjkanje bančnega financiranja. Med finančno krizo leta 2008 so podjetja v ZDA množično prešla na izdajo obveznic kot alternativo bančnim posojilom, kar potrjuje vlogo finančnih trgov kot pomembnega vira dolgoročnega financiranja tudi v nestabilnih razmerah (Bats in Houben, 2020).

Čeprav ni dokončnega odgovora, kateri finančni sistem je boljši za gospodarski razvoj, sklepam, da sta bančno usmerjeni in kapitalsko usmerjeni sistem komplementarna. Njuna učinkovitost je močno odvisna od institucionalnega okolja, stopnje razvoja pravnega sistema in specifičnih ekonomskih potreb posameznih držav.

3 STRATEGIJA RAZVOJA TRGA KAPITALA V SLOVENIJI

3.1 Zgodovina razvoja slovenskega kapitalskega trga

Razvoj slovenskega kapitalskega trga je bil kompleksen in se je razvijal skozi različne faze, predvsem zaradi prehoda iz socialističnega sistema proti tržnemu gospodarstvu. Slovenski kapitalski trg se je začel intenzivneje razvijati po osamosvojitvi Slovenije leta 1991, kar je bilo tesno povezano s procesom privatizacije državnega premoženja. Kot navajata Damijan in Damijan (2019), je privatizacijski zakon iz leta 1992 odločilno vplival na oblikovanje lastniške strukture podjetij, saj je omogočal notranje in zunanje metode privatizacije. Kljub izvedeni privatizaciji je država ohranila velik delež nadzora prek državnih skladov in neposrednega lastništva, kar je vplivalo na način upravljanja ter na učinkovitost podjetij po privatizaciji.

Guardiancich (2016) poudarja, da je Slovenija ubrala pot postopnega prehoda v tržno gospodarstvo, kar je omogočilo ohranitev socialne stabilnosti, vendar je dolgoročno povzročilo težave zaradi neučinkovitega privatizacijskega procesa. Kot je razvidno, je počasna privatizacija ustvarila specifične elite, ki so izkoriščale ekonomske rente, kar je zaviralo učinkovitejši razvoj trga.

V obdobju do finančne krize leta 2008 je slovenski trg kapitala rasel, vendar je ostajal relativno majhen in nelikviden. V času pred krizo je trg doživel rast predvsem zaradi

dostopnosti poceni kreditov, kar je omogočalo številne menedžerske odkupe podjetij, obenem pa povzročilo visoko zadolženost podjetij in slabšo konkurenčnost (Sila, 2015).

Andritzky (2007) izpostavlja, da je slovenski kapitalski trg zaradi svoje majhnosti in omejene baze investorjev že v zgodnji fazi zaostajal za bolj razvitimi evropskimi trgi. Kljub temu, da je imela Slovenija dobro vzpostavljeno trgovalno infrastrukturo, je ostala problematična nizka likvidnost in omejena ponudba finančnih instrumentov, zaradi česar so bila podjetja v veliki meri odvisna od bančnega financiranja.

Prašnikar in drugi (2016) v svoji analizi slovenske privatizacije ugotavljajo, da je hitrost privatizacije manj pomembna kot njena transparentnost. Slovenski model je sicer omogočil hitro prerazporeditev lastništva, vendar je bil problematičen zaradi netransparentnosti postopkov in koncentracije lastništva, kar je vodilo v negativne posledice za upravljanje in učinkovitost podjetij.

Med drugim Ministrstvo za finance RS (2023) ugotavlja naslednje pomembne mejnike, ki so v preteklosti zaznamovali razvoj slovenskega trga kapitala:

- **Velik upad zaupanja malih vlagateljev:** Svetovna finančna kriza leta 2008 je povzročila drastičen padec delniških trgov, kar je privedlo do velikih izgub za številne male vlagatelje. Mnogi med njimi se zaradi izgube zaupanja niso nikoli več vrnili na kapitalski trg. V obdobju pred krizo je bilo v Sloveniji zaznati izrazit porast naložb v finančne instrumente z območja Balkana, kjer so se cene delnic pogosto napihovale prek realne vrednosti. Ob izbruhu krize je ta špekulativni balon počil, številni vlagatelji pa so ostali z delnicami, ki so izgubile praktično vso vrednost in jih pogosto niti danes ni mogoče prodati, kar je dolgoročno še dodatno omajalo zaupanje v kapitalski trg.
- **Umik tujih institucionalnih vlagateljev:** Po krizi in zaradi nizke likvidnosti so tuji institucionalni vlagatelji zmanjšali svojo prisotnost, domači pa so svoje priložnosti iskali predvsem na tujih trgih.
- **Razkritje strukturnih slabosti slovenskih podjetij:** Kriza je razkrila visoko zadolženost številnih podjetij, tudi tistih, ki so kotirala na Ljubljanski borzi (v nadaljevanju LJSE). Podjetja, ki so preživela krizo, so nato postopoma izboljšala svojo kapitalsko strukturo z zadrževanjem dobička.
- **Izgube pri vlaganjih v NKBM in podrejene obveznice:** Državna prodaja delnic NKBM leta 2007 in poznejši odpis teh delnic leta 2013 je povzročil popolno izgubo naložb za mnoge vlagatelje. Podobno se je zgodilo z donosnimi podrejenimi obveznicami največjih slovenskih bank, ki so bile med prestrukturiranjem bančnega sektorja v letih 2013–2014 v celoti odpisane.
- **Privatizacija in umik podjetij z borze:** Med letoma 2014 in 2016 je zaradi pritiska evropskih priporočil prišlo do novega vala privatizacije. Mnoga podjetja, kot so Aerodrom, Helios in Žito, so bila prodana strateškim vlagateljem in po tem umaknjena z borze. To je dodatno omejilo ponudbo na trgu kapitala.

- **Omejena uporaba trga kapitala za rast podjetij:** V zadnjih letih je bila večina podjetij, iz katerih so se umaknili domači lastniki, prodana tujim konkurentom. Ta podjetja niso bila uvrščena na borzo, kar dodatno zavira razvoj kapitalskega trga. Pomanjkanje novih kotacij je tako hkrati posledica nerazvitega trga kapitala in eden izmed dejavnikov njegove nadaljnje šibkosti.

Slovenski kapitalski trg je doživel specifičen razvoj, zaznamovan z gradualizmom, počasno in deloma neučinkovito privatizacijo ter močno vlogo države pri upravljanju gospodarskih subjektov. Skozi leta je bil trg kapitala izpostavljen številnim negativnim dejavnikom, vključno z izgubo zaupanja vlagateljev, nizko likvidnostjo in omejeno vlogo institucionalnih vlagateljev. Kljub tem izzivom se kapitalski trg postopoma razvija v smeri večje transparentnosti, odprtosti in konkurenčnosti. Nadaljnji razvoj mora biti med drugim usmerjen v odpravo negativnih posledic preteklih privatizacijskih praks ter v vzpostavitev stabilnega in zaupanja vrednega okolja, ki bo podpiralo dolgoročno gospodarsko rast Slovenije (Damijan in Damijan, 2019; Ministrstvo za finance RS, 2023).

3.2 Stanje kapitalskega trga v Sloveniji

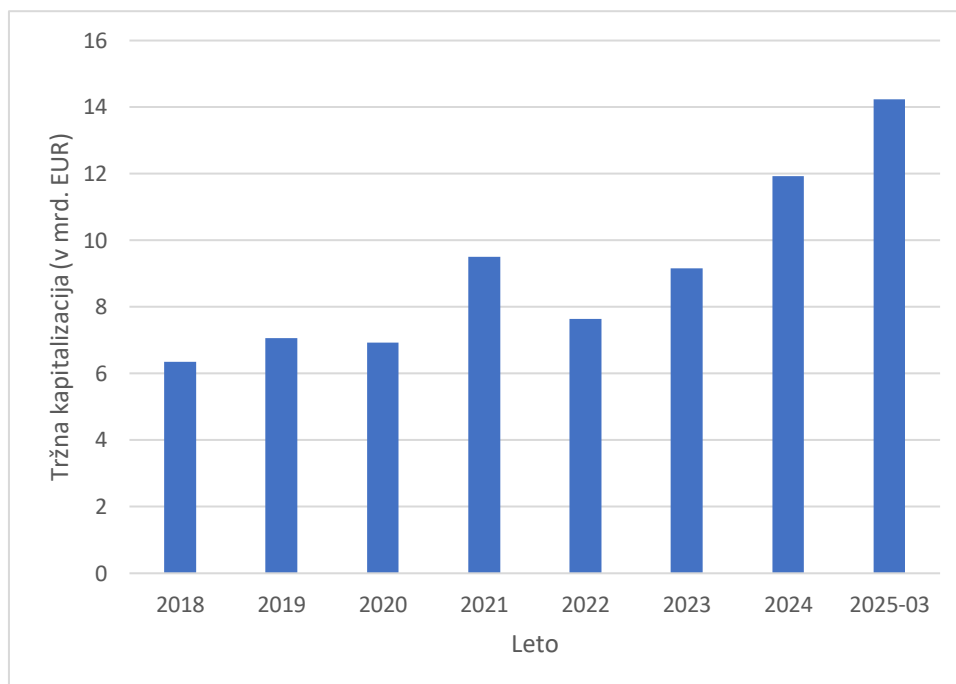
V Sloveniji je zaradi številnih negativnih dejavnikov na trgu kapitala močno zakoreninjeno prepričanje, da je najboljši način financiranja preko bančnih posojil. To ni presenetljivo, glede na to, da financiranje preko bank uživa visoko stopnjo zaupanja tako med prebivalci kot poslovnim sektorjem. V nasprotju z bančnim financiranjem pa trg kapitala v Sloveniji ne dosega podobne ravni priznanja in razvoja. Glavne ovire, s katerimi se sooča trg kapitala v Sloveniji so omejena likvidnost in ponudba finančnih instrumentov. Poleg tega pa je trg kapitala deležen še pomanjkanja prepoznavnosti in razvitosti (Andritzky, 2007).

Glavni in edini organizirani trg kapitala v Sloveniji predstavlja LJSE, ki hkrati upravlja tudi trg SI ENTER, ki je večstranski sistem trgovanja (v nadaljevanju MTF). V letu 2022 je na LJSE povprečni dnevni promet znašal zgolj 1,3 milijona EUR, medtem ko je aktivnost na trgu SI ENTER v celem letu zabeležila zgolj približno 300 poslov (Ministrstvo za finance RS, 2023).

Slovenski kapitalski trg je relativno majhen in se v primerjavi z večjimi evropskimi trgi sooča z nizko likvidnostjo (Evropska komisija, 2024). Do konca leta 2023 je LJSE dosegla skupno tržno kapitalizacijo delnic v višini približno 11 milijard evrov, kar predstavlja okoli 20 % slovenskega BDP-ja. Ta kapitalizacija je bila razporejena med približno 18 do 23 kotirajočih podjetij, pri čemer se je njihovo število spreminjalo zaradi umikov posameznih izdajateljev z borze v obdobju med letoma 2023 in 2024. Ob koncu leta 2024 je LJSE imela skupno tržno kapitalizacijo delnic v višini približno 11,93 milijarde evrov. Ob izrazitem pozitivnem trendu na LJSE v prvem četrtletju 2025 je skupna tržna kapitalizacija ob koncu obdobja dosegla približno 14,24 milijarde evrov, kar predstavlja približno 19 % rast. To predstavlja znatno okrevanje v primerjavi s koncem leta 2022, ko je tržna kapitalizacija zaradi globalnih padcev trgov upadla na 7,6 milijarde evrov (Ljubljanska borza, brez

datuma-f). Vrednosti slovenskih delnic so v letih 2023 in 2024 močno poskočile, pri čemer je osrednji borzni indeks Slovenski blue chip indeks (v nadaljevanju SBITOP) zgolj v letu 2024 zrasel za več kot 30 %, kar je pomembno prispevalo k povečanju tržne kapitalizacije (Ljubljanska borza, brez datuma-a). Slika 1 prikazuje gibanje tržne kapitalizacije delnic na LJSE v obdobju od leta 2018 do prvega četrtertja 2025.

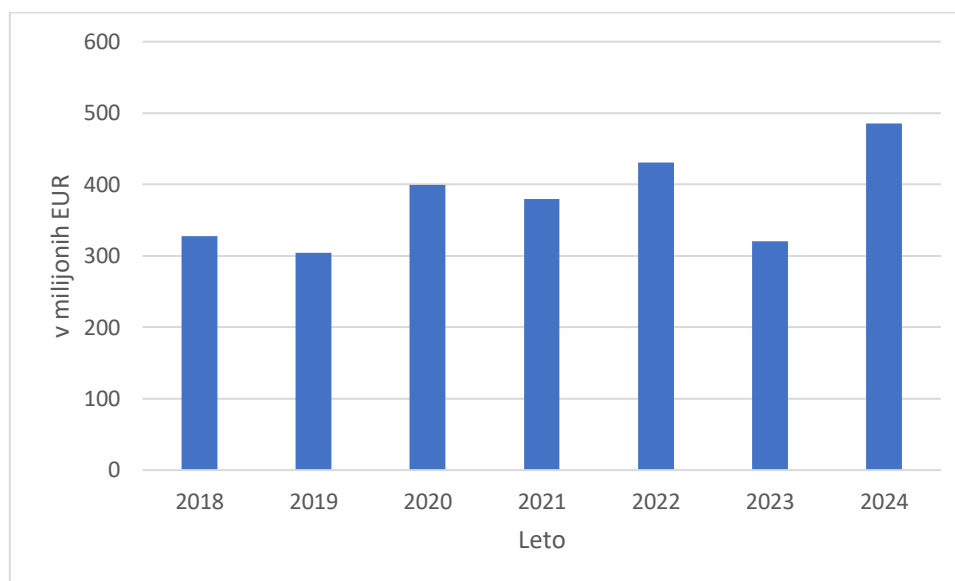
Slika 1: Tržna kapitalizacija delnic na LJSE od 2018 do prvega četrtertja 2025



Vir: Ljubljanska borza (brez datuma-f).

Kljub rasti vrednosti delnic ostaja trgovačna aktivnost na borzi relativno nizka. Skupni letni promet na delniškem trgu je leta 2023 znašal približno 320 milijonov evrov, kar predstavlja upad v primerjavi z okoli 430 milijoni evrov v letu 2022. Leta 2024 se je promet nekoliko povečal, saj je dosegel 485 milijonov evrov, k temu pa je pripomogla tudi pozitivna rast borznih indeksov. Kljub izboljšanju pa ti podatki še vedno kažejo na nizko raven likvidnosti, kar potrjuje tudi nizko razmerje med letnim prometom in tržno kapitalizacijo, ki je v obdobju od leta 2018 do leta 2024 znašalo med 3,5 % in 5,78 %. Povprečni dnevni promet v višini okoli 2 milijona evrov v letu 2024 nakazuje na omejeno likvidnost delniškega trga, saj je takšna raven prometa značilna za manj razvite oziroma manj aktivne kapitalske trge. Tudi število sklenjenih poslov v letu 2024 ostaja nizko, saj jih je bilo manj kot 43.000 v celotnem letu, kar pomeni povprečno okoli 173 poslov dnevno (Ljubljanska borza, brez datuma-e). Slika 2 prikazuje promet delnic na LJSE v obdobju od leta 2018 do leta 2024.

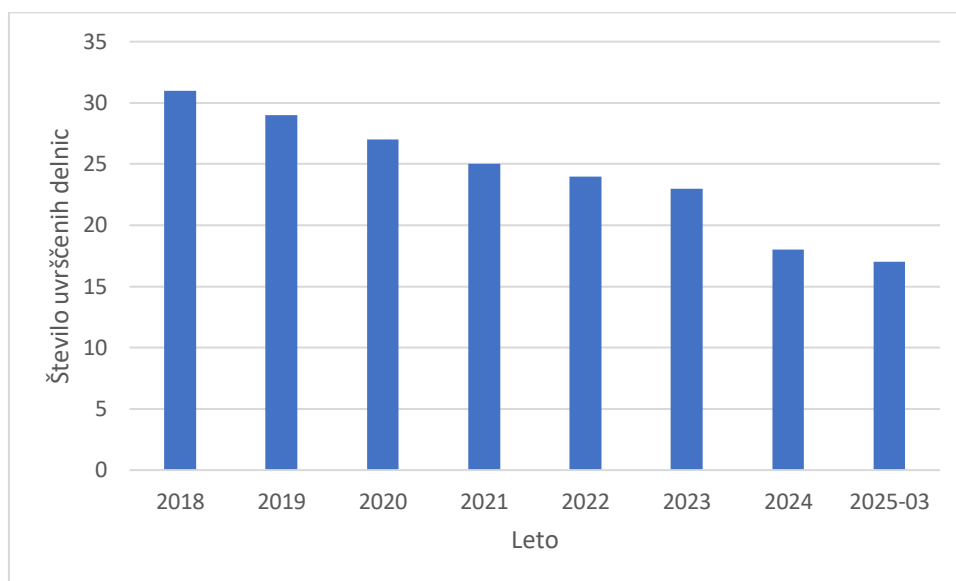
Slika 2: Promet delnic na LJSE v obdobju 2018-2024



Vir: Ljubljanska borza (brez datuma-e).

Slovenski delniški trg je izrazito koncentriran okoli nekaj največjih izdajateljev, tako imenovanih blue-chip družb, ki predstavljajo osrednji del tržne kapitalizacije in prometa na borzi. Segment prve kotacije, ki vključuje največja in najbolj uveljavljena podjetja, predstavlja veliko večino tržne kapitalizacije. V letu 2024 je znašala približno 11,32 milijard evrov od skupno 11,93 milijarde evrov (Ljubljanska borza, brez datuma-e). Trgovalna aktivnost je skoncentrirana v omejenem številu delnic. V letu 2024 sta farmacevtsko podjetje Krka in Nova Ljubljanska banka (v nadaljevanju: NLB) skupaj ustvarila približno dve tretjini celotnega prometa z delnicami (The Slovenia Times, 2024). Takšna koncentracija pomeni, da gibanje borznih indeksov in likvidnost v veliki meri določajo le redki izdajatelji, medtem ko se z delnicami številnih manjših podjetij trguje le občasno. Skupno število uvrščenih delniških instrumentov se dejansko zmanjšuje, saj je upadlo s 31 v letu 2018 na zgolj 17 ob koncu prvega četrtertletja 2025. To predvsem odraža umike z borze in pomanjkanje novih uvrstitev. V zadnjih letih ni bilo pomembnejših prvih javnih ponudb (v nadaljevanju IPO) domačih podjetij. Med zadnjimi večjimi uvrstitvami na borzo izstopata delnici družbe NLB leta 2018 in družbe Equinox leta 2022. Nekatere večje pretekle uvrstitve so bile v zadnjih letih tudi umaknjene z borze. Tako so bila med letoma 2014 in 2016 nekatera državna podjetja po privatizaciji umaknjena iz borznega trgovanja. Posledično je ponudba delnic na trgu še bolj omejena (Čadež, 2024). Slika 3 prikazuje število uvrščenih delnic na LJSE v obdobju od leta 2018 do prvega četrtertletja 2025.

Slika 3: Število uvrščenih delnic na LJSE v obdobju od 2018 do prvega četrtertletja 2025



Vir: Ljubljanska borza (brez datuma-g).

Na LJSE so poleg delnic uvrščeni tudi dolžniški instrumenti ter manjše število odprtih investicijskih skladov, ki kotirajo na borzi (v nadaljevanju ETF).

Lastniški instrumenti: Na LJSE je bilo ob koncu prvega četrtertletja 2025 uvrščenih 17 delniških instrumentov, razporejenih med segmenta Prva kotacija in Standardna kotacija (Ljubljanska borza, brez datuma-g). Prva kotacija vsebuje največja in najuglednejša podjetja kot so Krka, NLB, Petrol, Triglav, Sava Re ipd., ki izpolnjujejo višje standarde glede razkrivanja informacij, korporativnega upravljanja, likvidnosti in preglednosti. Namen tega segmenta je povečati zaupanje in prepoznavnost med domačimi malimi vlagatelji, institucionalnimi vlagatelji ter tujimi investitorji, hkrati pa spodbuditi dolgoročne naložbe (Ljubljanska borza, brez datuma-b).

Dolžniški instrumenti: Pomemben del uvrščenih instrumentov predstavljajo dolžniški finančni instrumenti, predvsem državne obveznice. V zadnjih letih se je število uvrščenih dolžniških instrumentov gibalo okoli 40 (Ljubljanska borza, brez datuma-g). Skupna tržna kapitalizacija je znašala ob koncu prvega kvartala 2025 približno 39,32 milijarde evrov, kar predvsem odraža obseg izdaj javnega dolga Republike Slovenije (Ljubljanska borza, brez datuma-f). Kljub visoki tržni kapitalizaciji pa je likvidnost sekundarnega trga obveznic nizka. V letu 2023 je skupni promet znašal manj kot 10 milijonov evrov, v letu 2024 pa približno 20 milijonov evrov (Ljubljanska borza, brez datuma-e).

ETF instrumenti: Na LJSE so bili ob koncu prvega četrtertletja 2025 uvrščeni štirje ETF-ji. Gre za indekzne sklade tujih upravljavcev, ki so križno uvrščeni tudi na drugih borzah. Kljub temu njihov obseg ostaja zanemarljiv, tako z vidika tržne kapitalizacije kot tudi prometa (Ljubljanska borza, brez datuma-d).

Izvedeni finančni instrumenti trenutno niso uvrščeni na LJSE (Ljubljanska borza, brez datuma-d). Trg za izvedene finančne instrumente, kot so opcije, terminske pogodbe, nakupni boni in kompleksni strukturirani produkti, v Sloveniji ni razvit, kar odraža majhnost trga.

Za slovenski kapitalski trg je značilna majhna baza vlagateljev, omejena vloga domačih institucionalnih vlagateljev ter izrazita prisotnost države kot pomembnega delničarja. Eden ključnih dejavnikov nizke stopnje vlaganj v slovenski kapitalski trg je tudi omejena vloga zavarovalnic in drugih institucionalnih vlagateljev. Ti, predvsem zavarovalnice in pokojninski skladi, v Sloveniji le v omejenem obsegu investirajo v delniške instrumente. Takšna struktura pomembno omejuje razpoložljivost dolgoročnega domačega kapitala, ki bi lahko učinkovito podpiral razvoj slovenskega delniškega trga (Evropska komisija, 2023a).

Država ima še naprej ključno vlogo na slovenskem kapitalskem trgu. Neposredno ali prek državnih skladov ohranja pomembne lastniške deleže v podjetjih, ki kotirajo na LJSE in SI ENTER. Ob tem je treba poudariti, da je tudi v primerih privatizacije državnih podjetij po prvotni privatizaciji leta 1992 prevladoval model strateške prodaje tujim vlagateljem ali drugim družbam, medtem ko so bili IPO-ji razmeroma redki. Zaradi opisanega stanja je delež prostega obtoka delnic (angl. public float) pri nekaterih večjih družbah omejen, kar negativno vpliva na likvidnost in posledično tudi na privlačnost slovenskega trga za širši krog vlagateljev (Čadež, 2024).

Za razliko od večine evropskih držav imajo v Sloveniji domači mali vlagatelji pomembno vlogo pri lastništvu delnic, kar je posledica množične privatizacije v devetdesetih letih. Delež malih domačih vlagateljev v lastniški strukturi farmacevtskega podjetja Krka na primer znaša približno 41,5 %, kar jih uvršča med največjo skupino delničarjev te družbe (Krka, brez datuma). Tudi druga večja podjetja imajo več tisoč malih delničarjev. Večina teh vlagateljev ostaja pasivna, saj so delnice pridobili v času privatizacije, jih zadržujejo predvsem zaradi izplačila dividend ali pa nimajo tehtnega razloga za prodajo, saj jih davčna zakonodaja spodbuja k dolgoročnemu lastništvu in redkemu trgovanju.

Regulacija in tržna infrastruktura. Čeprav je slovenski kapitalski trg reguliran v skladu z zakonodajo EU, njegova majhnost prinaša nekatere posebnosti v infrastrukturi. Primarni regulator trga je Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP), ki nadzira delovanje investicijskih podjetij, LJSE, Centralne klirinško depotne družbe (v nadaljevanju KDD) ter drugih udeležencev na trgu. ATVP izvaja zakonodajo, ki temelji na evropski direktivi o trgih finančnih instrumentov (Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU; v nadaljevanju MiFID II) in drugih relevantnih predpisih EU. Pri nadzoru nad kapitalskim trgom sodeluje tudi Banka Slovenije, zlasti na področjih nadzora nad dejavnostjo bank, preprečevanja pranja denarja in financiranja terorizma ter zagotavljanja finančne stabilnosti (Clearstream, 2022).

Osrednji infrastrukturni člen slovenskega kapitalskega trga je KDD, ki opravlja funkcije centralnega registra, centralne depotne institucije in poravnalne hiše. KDD je edina centralna depotna družba v Sloveniji, pristojna za vodenje centralnega registra nematerializiranih vrednostnih papirjev ter za poravnavo vseh poslov, sklenjenih na borzi, skladno z zakonskimi zahtevami. V nasprotju z večjimi kapitalskimi trgi Slovenija nima lastne centralne nasprotne stranke za poravnavo pogodb na finančnih trgih (v nadaljevanju CCP). Poravnava se izvaja po načelu dostave brez plačila ali dostave proti plačilu, pri čemer KDD upravlja tudi jamstveni sklad za zagotavljanje zaščite pri poravnava (Clearstream, 2022).

Leta 2017 je bila KDD vključena v evropsko tehnično platformo TARGET2-Securities (v nadaljevanju T2S), kar pomeni, da se poravnava slovenskih finančnih instrumentov izvaja v centralno-bančnem denarju prek tega panevropskega sistema. S tem se je Slovenija uskladila z najboljšimi praksami EU na področju poravnalnih procesov ter omogočila lažjo in učinkovitejšo čezmejno poravnavo (Centralna Klirinško Depotna Družba, 2017). Kljub temu v Sloveniji še vedno ni uveden sistem CCP za delnice, kot je to običajno v večini drugih držav članic, kjer takšen sistem pomembno prispeva k zmanjševanju nasprotnih tveganj.

Edinstvena struktura KDD, ki združuje funkcije registra, depotne in poravnalne institucije, odraža majhnost slovenskega kapitalskega trga ter zgodovinsko odločitev za vzpostavitev enotne infrastrukture. Poravnava poslov se izvaja na osnovi načela »posel za posel« (angl. trade-by-trade), brez uporabe mehanizmov, ko je multilateralno netiranje pozicij prek CCP, ki v večjih trgih pomembno prispevajo k večji likvidnosti in učinkovitosti sistema. Takšna ureditev je lahko primerna za manjši trg, saj zagotavlja previdnejše poravnave, vendar lahko odsotnost napredne infrastrukture z mehanizmi v okviru CCP prispeva k višjim transakcijskim stroškom (CCP Global, brez datuma; RBC Investor Services, 2022).

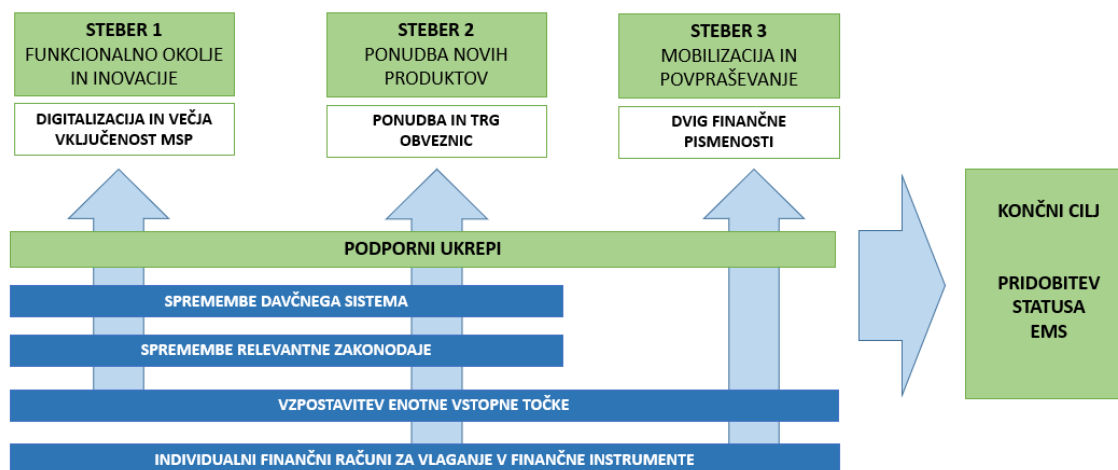
LJSE poleg organiziranega trga, ki obsega segmenta Prva kotacija in Standardna kotacija, upravlja tudi alternativni trg SI ENTER. Ta je namenjen predvsem malim in srednje velikim podjetjem (v nadaljevanju MSP) ter trgovanju z nekotirajočimi finančnimi instrumenti. Ker gre za MTF trg, so zahteve za uvrstitev nižje kot na organiziranem trgu, kar omogoča lažji dostop podjetij do kapitalskih virov (Ljubljanska borza, brez datuma-c).

3.3 Analiza predlaganih ukrepov strategije za obdobje 2023-2030

Slovenski kapitalski trg se že več let sooča z izzivi, kot so nizka likvidnost, omejena raznolikost finančnih instrumentov ter nizka prepoznavnost in zaupanje vlagateljev. Strategija razvoja trga kapitala 2023–2030, ki jo je pripravilo Ministrstvo za finance (v nadaljevanju MF), predvideva vrsto ukrepov za okrepitev trga. Namen strategije je ustvariti pogoje, v katerih bo kapitalski trg učinkovito podpiral dolgoročno gospodarsko rast, zeleni prehod in digitalno preobrazbo, ter postal pomemben mehanizem za financiranje razvojno naravnanih, inovativnih in trajnostnih projektov. Dokument opredeljuje tri temeljne stebre ukrepov, ki jih dopolnjujejo podporni ukrepi, s skupnim ciljem, da slovenski kapitalski trg do leta 2030 doseže status EMS v skladu z mednarodnimi klasifikacijami (Ministrstvo za

finance RS, 2023; Vlada Republike Slovenije, 2024). Slika 4 prikazuje ključne ukrepe strategije in njihove cilje, v nadaljevanju pa predstavljam te ukrepe v širšem kontekstu razvoja finančnih trgov v Sloveniji ter podajam oceno njihove izvedljivosti glede na trenutno stanje trga.

Slika 4: Glavni stebri Strategije razvoja trga kapitala v Sloveniji



Vir: Ministrstvo za finance RS (2023).

Strategija je zasnovana na treh temeljnih stebrih ukrepov, ki vključujejo digitalizacijo in vključenost MSP na kapitalski trg, oblikovanje dodatne ponudbe na trgu kapitala v obliki obveznic in spodbujanje finančnega izobraževanja (Ministrstvo za finance RS, 2023). V nadaljevanju izpostavljam ukrepe, njihovo zasnovo in cilje.

3.3.1 Digitalizacija in vključenost MSP

Prvi stebel strategije razvoja slovenskega kapitalskega trga predvideva vzpostavitev digitalne platforme, ki bo MSP omogočila lažji dostop do kapitalskih virov. Namen ukrepa je vzpostaviti tehnično in operativno infrastrukturo za uporabo sodobnih oblik zbiranja kapitala, trgovanje s finančnimi instrumenti ter dostop do informacijskih kanalov. Platforma bo temeljila na naprednih tehnologijah, zlasti na tehnologiji razpršene evidence (angl. distributed ledger technology, v nadaljevanju DLT), ki omogoča tokenizacijo in digitalno izdajo delnic ter obveznic, kar lahko zniža stroške in pospeši postopke izdaj. V širšem kontekstu želi strategija spodbuditi večjo vključenost MSP na kapitalskem trgu, zlasti hitro rastočih in visokotehnoloških podjetij. DLT bo MSP omogočila cenovno ugodno izdajo lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev brez posrednika, dolgoročno pa naj bi prispevala k izboljšanju dostopnosti alternativnih virov financiranja in s tem k večji konkurenčnosti ter odpornosti slovenskega gospodarstva (Ministrstvo za finance RS, 2023).

3.3.2 Povečanje ponudbe obveznic in razvoj trga dolžniških instrumentov

Drugi steber strategije se osredotoča na povečanje razpoložljivosti dolžniških instrumentov, zlasti podjetniških, občinskih in hipotekarnih obveznic. Predvideni ukrepi vključujejo prenovu zakonodaje, omogočanje izdaj občinskih obveznic ter preučitev možnosti državnih obveznic z manjšimi apoeni, namenjenih fizičnim osebam. Namen ukrepov je odpraviti regulatorne ovire ter spodbuditi širši krog izdajateljev, vključno s podjetji, lokalnimi skupnostmi in državo. Cilj tega stebra je povečati obseg ponudbe obveznic in trgovanja, s čimer bi vlagateljem zagotovili več priložnosti za naložbe v relativno nizko tvegane instrumente. To je posebej pomembno za manj izkušene vlagatelje, ki iščejo varnejše alternative delnicam, hkrati pa podjetjem in občinam omogoča dodatne možnosti financiranja kot alternativo bančnim posojilom (Ministrstvo za finance RS, 2023). Pomemben korak v tej smeri predstavljata izdaji ljudskih obveznic februarja 2024 in marca 2025, ki sta uspešno spodbudili zanimanje javnosti za kapitalski trg ter prispevali k njegovi likvidnosti.

3.3.3 Spodbujanje finančnega izobraževanja in pismenosti

Tretji steber strategije je usmerjen v izboljšanje finančnega izobraževanja podjetij in splošne javnosti. Namen ukrepa je krepiti finančno pismenost podjetij, da bi lažje presojala med oblikami financiranja in prepoznala prednosti kapitalskega trga v primerjavi z bančnimi posojili, ter dvigniti znanje fizičnih oseb o možnostih vlaganja v delnice, obveznice in druge finančne instrumente. Strategija predvideva prenovu Nacionalnega programa finančnega izobraževanja iz leta 2010 ter vključitev osnov osebnih financ v šolske programe. Cilj je, da finančno pismeni posamezniki sprejemajo bolj informirane odločitve glede varčevanja in naložb ter da podjetja lažje izkoristijo možnosti financiranja prek borze. Na ta način se postopoma gradi delniška kultura, kar lahko poveča število malih vlagateljev in spodbudi pripravljenost podjetij za uvrstitev na trg (Ministrstvo za finance RS, 2023).

3.3.4 Vzpostavitev enotne vstopne točke za informacije o trgu

Eden izmed podpornih ukrepov strategije je vzpostavitev enotne vstopne točke, ki bo na pregleden in uporabniku prijazen način združevala ključne informacije in navodila za udeležence kapitalskega trga. V njej bodo združeni vodiči različnih institucij, kot so postopki uvrstitve delnic na LJSE, izdaje finančnih instrumentov pri KDD ter dovoljenja ATVP. Enotna vstopna točka bo služila kot osrednje informacijsko stičišče za izdajatelje in vlagatelje ter s tem zmanjšala administrativne ovire in izboljšala dostop do informacij. Tako bo podjetjem olajšala priprave na izdajo vrednostnih papirjev, vlagateljem približala naložbene priložnosti in dolgoročno prispevala k večjemu številu novih izdaj (Ministrstvo za finance RS, 2023).

3.3.5 Uvedba INR za fizične osebe

Med pomembne podporne ukrepe strategije sodi uvedba INR za fizične osebe. Ti računi varčevalcem pod posebnimi pogoji omogočajo vplačila in trgovanje s finančnimi instrumenti z davčnimi ugodnostmi ter z manjšim administrativnim bremenom poročanja kot pri običajnih trgovalnih računih. Posebnost za male vlagatelje je, da nakupi in prodaje finančnih instrumentov sami po sebi ne sprožijo davčnega dogodka, ki nastopi šele ob izplačilu sredstev na osebni račun. Cilj ukrepa je zagotoviti posameznikom enostavno in davčno ugodnejše varčevalno okolje za dolgoročna vlaganja ter spodbuditi preusmeritev dela prihrankov iz bančnih vlog na kapitalske trge. Po ocenah imajo slovenska gospodinjstva na bančnih računih okoli 26 milijard evrov, kar predstavlja pomemben potencial za mobilizacijo sredstev v podporo razvoju trga kapitala (Ministrstvo za finance RS, 2023; STAkrog, 2023).

3.3.6 Spremembe zakonodaje za spodbuditev vlaganj

Strategija razvoja kapitalskega trga v Sloveniji izpostavlja, da brez zakonodajnih in davčnih prilagoditev ni mogoče zagotoviti učinkovitega izvajanja ključnih ukrepov. Zakonodajne spremembe so nujne za odpravo obstoječih ovir in oblikovanje pravnega okolja, ki spodbuja investiranje, digitalizacijo in vključevanje institucionalnih vlagateljev. Pomemben korak v tej smeri je bila novela Zakona o trgu finančnih instrumentov (ZTFI-1), Ur. l. RS, št. 77/18, 17/19 – popr., 66/19, 123/21 in 45/24, ki od leta 2024 omogoča izdajo digitalnih delnic in obveznic ter s tem vzpostavlja ključno podlago za digitalno platformo MSP.

Strategija obravnava možnost uvedbe obveznih ali samodejnih vplačil v drugi pokojninski steber, kar bi zagotovilo stabilen pritok dolgoročnih sredstev v sklade, spodbudilo varčevanje prebivalstva in okrepilo mobilizacijo domačih virov za gospodarstvo. Dodatno predvideva davčne prilagoditve za spodbujanje aktivnosti na kapitalskem trgu, med njimi spodbude za trajnostne naložbe, ponovno uvedbo davčnih olajšav za zagonska podjetja, sheme delniškega lastništva zaposlenih ter poenostavitev davčnih postopkov z vidika digitalizacije (Ministrstvo za finance RS, 2023).

3.4 Predvideni rezultati in kazalniki ukrepov

Strategija ni le niz ukrepov, ampak vključuje tudi pričakovane rezultate in merljive cilje, ki naj bi jih ukrepi dosegli. Ključni kvalitativni cilji, ki jih strategija zasleduje, vključujejo (Ministrstvo za finance RS, 2023):

- vzpostavitev prepoznavnega in konkurenčnega kapitalskega trga, ki je primerljiv z razvitejšimi evropskimi trgi;
- omogočiti podjetjem, predvsem MSP, lažji dostop do lastniškega financiranja prek trga;
- podpreti rast inovativnih in hitro rastočih podjetij z visokim razvojnim potencialom;

- spodbuditi večje sodelovanje prebivalstva na kapitalskem trgu ter izboljšati finančno pismenost;
- zmanjšati odvisnost gospodarstva od bančnih virov in povečati razpršenost financiranja;
- doseči EMS.

Tabela 1 prikazuje ključne kvantitativne kazalnike uspeha, med katerimi so obseg dnevnega trgovanja, število novih kotacij delnic, tržna kapitalizacija kot delež BDP ter dnevni promet s strani institucionalnih vlagateljev.

Tabela 1: Ključni kazalniki uspešnosti razvoja slovenskega trga kapitala

Ključni kazalniki uspešnosti (KPI)	2019	2020	2021	2022	2027	Časovni okvir
Dnevni promet (delnice + obveznice) v milijonih EUR	1,2	1,6	1,5	1,3	4	pred 2029
Nove kotacije delnic	0	0	0	1	Min 2 na leto	pred 2029
Tržna kapitalizacija (% BDP)	14,6	14,7	18,2	13,5	20	pred 2029
Dnevni promet s strani institucionalnih vlagateljev	n/a	n/a	n/a	n/a	25%	pred 2029

Vir: Ministrstvo za finance RS (2023).

Strategija predvideva ambiciozne rezultate, med katerimi so bistveno povečan promet na borzi, večje število izdaj in kotirajočih podjetij, aktivnejša vloga prebivalstva in institucij na trgu ter napredovanje slovenskega trga iz robnega v razvijajoči kapitalski trg. Pomembno je, da bodo dosežki na teh področjih tudi ustrezno spremljani in merjeni.

3.5 Ocena izvedljivosti ukrepov glede na trenutno stanje trga

Izvedljivost posameznih ukrepov je odvisna od začetnega stanja in možnih ovir pri implementaciji. Slovenski trg kapitala ima nekatere pomanjkljivosti, a tudi priložnosti, ki vplivajo na to, kako realno je doseči zastavljene cilje. V nadaljevanju ocenjujem izvedljivost vsakega sklopa ukrepov in utemeljujem, zakaj so izvedljivi oziroma kje prežijo tveganja, da morda ne bodo v celoti izvedeni.

3.5.1 Digitalna platforma za MSP

Izvedljivost ukrepa ocenjujem kot visoko, saj je pravna podlaga že postavljena z novelo ZTFI-1, Slovenija pa ima na voljo ustrezno strokovno znanje in partnerje za tehnično izvedbo. KDD je v okviru pilotnega projekta že testirala rešitve, ki temeljijo na DLT (Centralna Klirinško Depotna Družba, 2020). Ključna omejitev je lahko nizka udeležba MSP zaradi nezaupanja ali pomanjkljivega razumevanja novih tehnologij, zato bo ključno proaktivno obveščanje in spodbujanje uporabe platforme. Izziv predstavlja tudi začetna

nelikvidnost, saj brez zadostnega števila vlagateljev podjetja morda ne bodo prepoznala koristi izdaje instrumentov. Tehnična izvedba je izvedljiva, uspeh pa je odvisen od sodelovanja finančnih institucij, vključevanja podjetij ter dodatnih spodbud, kot so davčne olajšave, soinvesticije države ali programi zmanjševanja tveganj za prve vlagatelje.

3.5.2 Spodbujanje trga obveznic

Izvedljivost ukrepa ocenjujem kot srednjo. Zakonski okvir, ki omogoča občinam zadolževanje z izdajo obveznic, je bil vzpostavljen z novelo Zakona o financiranju občin (ZFO-1), Ur. l. RS, št. 123/06, 57/08, 36/11, 14/15 – ZUUJFO, 71/17, 21/18 – popr., 80/20 – ZIUOOPE, 189/20 – ZFRO, 207/21, 44/22 – ZVO-2 in 17/25, ki je začela veljati 4. marca 2025. Uspešnost bo v veliki meri odvisna od finančnega znanja občinskih uprav, pri čemer pričakujem, da bodo prve izdaje izvedle večje mestne občine z boljšo kreditno sposobnostjo, kot sta Ljubljana in Maribor.

Na področju podjetniških obveznic je bila dejavnost v preteklosti omejena, predvsem zaradi negativnih izkušenj vlagateljev ob sanaciji bančnega sistema, ko je bilo večje število podrejenih obveznic odpisanih. To je zmanjšalo zaupanje, zlasti med malimi vlagatelji. Poleg tega so apoeni pogosto visoki okoli 100.000 evrov, zato so primerni predvsem za institucionalne vlagatelje. Širša uporaba bo odvisna od pripravljenosti podjetij za izdajo ter od ponovne vzpostavitve zaupanja vlagateljev, ob ustrezni transparentnosti in varstvu vlagateljev.

Pozitivne izkušnje z ljudskimi obveznicami potrjujejo izvedljivost ukrepa v praksi, saj sta bili izdaji v letih 2024 in 2025 dobro sprejeti, ob tem pa je bilo skupaj odprtih 8.599 novih trgovalnih računov (Ministrstvo za finance RS, 2025a). To potrjuje, da med prebivalstvom obstaja interes za obveznice, kadar so ustrezno predstavljene in dostopne. Kljub uspešni izvedbi ljudskih obveznic ocenjujem, da je celovit ukrep za krepitev ponudbe obveznic srednje izvedljiv. Ključno vprašanje ostaja, ali bo interes vlagateljev zadosten tudi za občinske obveznice, pri čemer negativne izkušnje s podjetniškimi obveznicami predstavljajo dodatno oviro.

3.5.3 Finančno izobraževanje

Izvedljivost ukrepa ocenjujem kot visoko, čeprav postopno. Gre za ukrep pretežno organizacijske narave, ki ga je mogoče razmeroma enostavno uresničiti, saj MF v sodelovanju z izobraževalnimi institucijami lahko posodobi Nacionalni program finančnega izobraževanja in prilagodi učne načrte. Ker gre predvsem za vsebinske spremembe, ukrep ne zahteva večjih finančnih sredstev. Pripravljenost za sodelovanje so že izrazile ključne institucije, med njimi Banka Slovenije, ATVP, MF in strokovna združenja, ki že izvajajo različne oblike izobraževanja. Ukrep je realno izvedljiv, ker vsebinsko ni kontroverzen, oviro pa lahko predstavlja pomanjkanje dolgoročne kontinuitete izvajanja. Pomembno bo

zagotoviti, da programi ne ostanejo enkratne pobude, temveč postanejo stalna praksa. Učinki na vedenje prebivalstva se bodo kazali dolgoročno, vendar finančno izobraževanje predstavlja enega najmanj tveganih ukrepov strategije. Uvajanje posameznih pobud je že v teku, denimo organizacija Dnevov investorjev Ljubljanske in Zagrebške borze, priprava izobraževalnih gradiv s strani ATVP ter vključevanje finančnih vsebin v šolske programe. Primer je projekt Bodi FIN, v katerem je sodelovalo 3000 učencev iz 85 osnovnih šol (Banka Slovenije, 2025). Vse to potrjuje visoko verjetnost uspešne uresničitve tega ukrepa.

3.5.4 Enotna vstopna točka

Izvedljivost ukrepa ocenjujem kot visoko, saj je bila enotna vstopna točka uspešno vzpostavljena v sodelovanju ATVP, LJSE in KDD. To potrjuje, da je ukrep tehnično in organizacijsko razmeroma enostaven, saj temelji na spletnem portalu in usklajevanju med ključnimi institucijami. Ker gre predvsem za tehnično rešitev in oblikovanje enotnih informacijskih standardov, ukrep ne vključuje večjih izvedbenih tveganj. Edino tveganje predstavlja možnost, da portal ne bi bil dovolj obiskan ali redno posodabljan, kar pa je predvsem vprašanje vzdrževanja. Ključno ostaja zagotavljanje sprotnega ažuriranja vsebin ter aktivno obveščanje uporabnikov o obstoju in pomenu portala, zaradi česar je izvedljivost tudi v prihodnje visoka.

3.5.5 Uvedba INR

Izvedljivost ukrepa ocenjujem kot visoko, saj je bil Zakon o individualnih naložbenih računih (ZINR), Ur. l. RS, št. 40/25, ki ga je Vlada Republike Slovenije potrdila 17. aprila 2025, že sprejet. Na njegovi podlagi bo vzpostavljena posebna vrsta računa za fizične osebe, ki bo omogočal preglednejše in enostavnejše vlaganje. Račun bo namenjen davčnim rezidentom, skupna dovoljena vsota vplačil bo omejena na 150.000 evrov z letnimi omejitvami. Ključna davčna spodbuda je oprostitev obdavčitve ob prvem izplačilu po poteku 15 let, če v vmesnem času ne pride do izplačil (Ministrstvo za finance RS, 2025b).

Tehnično in pravno je ukrep izvedljiv, odprto pa ostaja vprašanje njegove dejanske uporabe med vlagatelji. Uspeh bo odvisen od prepoznanih koristi, jasnega informiranja in učinkovite promocije. Med tveganji izstopajo ocena vlagateljev, da spodbude niso dovolj privlačne, ter številne zakonske omejitve, ki ustvarjajo dodatna administrativna bremena. V Avstriji so posredniške institucije izvajanje podobnega računa zavrnilo, saj so jih pri tem odvrčale številne regulativne omejitve, dodatno administrativno breme in nesorazmerna odgovornost. Omejitev 150.000 evrov se ob inflaciji zdi nizka, sedanja ureditev pa z enkratno davčno oprostitvijo po 15 letih in ponovnim čakanjem na novo oprostitvev ni primerna za rentni način izplačil, ki bi lahko dolgoročno služil kot dopolnilni vir prihodkov v obdobju po upokojitvi.

Strategija razvoja trga kapitala 2023–2030 je zasnovana z naborom kakovostnih začetnih ukrepov, ki izražajo resnost namere in uživajo politično podporo. Prvi koraki s pripravo

zakonskih in institucionalnih sprememb kažejo na visoko izvedljivost v zgodnji fazi. Kljub temu bi bila strategija lahko ambicioznejša, z večjim poudarkom na sistemskih spodbudah, pokojninski reformi, proaktivni vlogi države kot vlagatelja ter jasni usmeritvi oziroma niši, v kateri bi Slovenija razvila primerjalne prednosti.

4 PRIMERJALNA ANALIZA USPEŠNIH STRATEGIJ RAZVOJA KAPITALSKIH TRGOV V EU

Morgan Stanley Capital International (v nadaljevanju MSCI) razvršča države glede na razvitost njihovih kapitalskih trgov v tri glavne kategorije: razviti trgi (angl. developed markets), trgi v razvoju in robni trgi (angl. frontier markets). Ta klasifikacija temelji na kriterijih, kot so likvidnost in velikost trga, dostopnost za tuje vlagatelje, učinkovitost regulacije in stabilnost institucionalnega okolja. V okviru držav članic EU je klasifikacija naslednja (Morgan Stanley Capital International, brez datuma):

- **Razviti trgi:** Avstrija, Belgija, Danska, Finska, Francija, Nemčija, Irska, Italija, Nizozemska, Norveška, Portugalska, Španija, Švedska;
- **Trgi v razvoju:** Češka, Grčija, Madžarska, Poljska;
- **Robni trgi:** Slovenija, Hrvaška, Estonija, Latvija, Litva, Romunija.

Razvrstitev držav glede na razvitost kapitalskih trgov, predstavlja uporaben analitični okvir za primerjavo razvojnih pristopov in učinkovitosti reform, ki so jih posamezne države uvedle za spodbujanje kapitalskega trga. V nadaljevanju bom predstavil izbrane prakse iz vsake skupine z namenom prepoznavanja učinkovitih ukrepov ter identifikacije rešitev, ki bi jih bilo mogoče prenesti v slovensko okolje.

4.1 Pravni in regulatorni okvirji izbranih EU držav

Regulatorni okvir kapitalskega trga v Sloveniji temelji na pravu EU, vendar je bil doslej manj vpliven in inovativen v primerjavi z okviri zahodnoevropskih in severnoevropskih držav. Slovenski regulator za finančne instrumente je neodvisna agencija, odgovorna za nadzor nad trgom. Kot regulator na majhnem trgu ima ATVP omejene vire, vendar tesno sodeluje z Evropskim organom za vrednostne papirje in trge (v nadaljevanju ESMA) ter upošteva direktive EU kot sta MiFID II in Uredba o prospektu. Pomemben nedavni korak predstavlja uvedba zakonskih sprememb, ki omogočajo izdajo finančnih instrumentov na podlagi DLT, saj je Slovenija s tem izkazala pripravljenost slediti ključnim globalnim trendom na področju digitalizacije kapitalskih trgov, kar tem zakonodajnim spremembam daje dodatno strateško težo (Vlada Republike Slovenije, 2024). Regulativni pristop ostaja pretežno konservativen, vendar se postopno usmerja tudi k spodbujanju inovacij, na primer z načrtovano vzpostavitev digitalne platforme za MSP na podlagi DLT.

4.1.1 Pravni in regulatorni okvirji držav z razvitim trgom kapitala

V prilogi 1 prikazujem primerjalni pregled izbranih pravnih in regulatornih značilnosti v državah z razvitimi kapitalskimi trgi. Pregled zajema izbrane postavke, kot so prag za izvzetje iz obveznosti objave prospekta, višina kritja v okviru jamstvenih shem, dovoljeni jeziki za dokument s ključnimi informacijami (v nadaljevanju KID) ter skladnost nacionalne ureditve z zakonodajo EU.

Iz primerjalnega pregleda je razvidno, da imajo razviti evropski kapitalski trgi visoko razvite in pretežno harmonizirane pravne okvire. Temelje ureja obsežna evropska zakonodaja kot je MiFID II, MiFIR, MAR, Uredba o prospektu, ki so jo te države v celoti uspešno prenesle v nacionalne predpise. Nacionalni zakoni, ki urejajo finančne instrumente ter institucionalni okvir kapitalskega trga, določajo pravila za izdajo finančnih instrumentov, organizacijo borz in poslovanje investicijskih podjetij. Primarni regulatorji so neodvisni agencijski organi, ki nadzirajo trg, medtem ko borze izvajajo samoregulacijo na podlagi borznih pravil. Razviti trgi imajo tipično glavno borzo ter alternativni trg za MSP, ki omogoča lažje kotacije pod milejšimi zahtevami. Zahteve za izdajatelje na reguliranem trgu so stroge, medtem ko alternativni trgi ponujajo poenostavljene režime. Varstvo vlagateljev je zagotovljeno s sistemi jamstva za terjatve vlagateljev iz naslova investicijskih storitev z običajnim kritjem do približno 20.000 evrov. Po letu 2019 so bile v teh državah sprejete pomembne reforme, med katerimi izstopajo nadaljnja digitalizacija, spodbujanje IPO z davčnimi olajšavami ter uvedbo delnic z večkratnimi glasovalnimi pravicami, pa tudi z okrepitevijo pooblastil regulatorjev po večjih škandalih. Države z razvitimi trgi so praviloma v celoti usklajene s predpisi EU, reforme pogosto sledijo pobudam EU in hitro implementirajo nove standarde.

Nordijske države so med prvimi uvedle integriran finančni nadzor, ki zajema različne sektorje, kot ukrep za spodbujanje inovacij. Tako na primer švedski nadzorni organ »Finansinspektionen« nadzira banke, zavarovalnice in trg finančnih instrumentov, kar omogoča celosten vpogled v delovanje finančnega sistema (Taylor in Fleming, 1999). Prav tako so nordijske države med prvimi uvedle regulatorne peskovnike za področje finančnih tehnologij (Oxhammar in Nilsoon, 2018). Trg First North, ki deluje v okviru Nasdaq Nordic, temelji na manj zahtevnem režimu razkrivanja informacij, kar spodbuja uvrščanje MSP v okviru evropskega pravnega okvira za MTF, pri čemer regulatorji uravnoteženo naslavlajo cilje zaščite vlagateljev in razvoja trga (Nasdaq, brez datuma). Podoben trg ima tudi Slovenija, in sicer SI ENTER, ki prav tako deluje po poenostavljenih razkritjih, vendar za razliko od First North ni regionalno povezan. Kljub nižanim zahtevam je SI ENTER precej neaktiven, kar kaže na omejeno privlačnost trga za izdajatelje in vlagatelje brez dodatnih spodbud in strateškega povezovanja.

Kapitalski trgi v državah zahodne EU so strogo regulirani, a so v zadnjih letih doživeli vrsto ciljno usmerjenih reform. Francija in Nemčija sta uvedli ukrepe za poenostavitev postopkov zbiranja kapitala. Francija je z Zakonom za poslovno rast in preoblikovanje (angl. Law on Business Growth and Transformation), sprejetim leta 2019, uvedla pomembne reforme na

področju kapitalskih trgov, s ciljem poenostavitve dostopa podjetij do financiranja in povečanja konkurenčnosti gospodarstva. Med ključnimi spremembami je zakon zvišal prag za obvezno objavo prospekta pri izdaji finančnih instrumentov na 8 milijonov evrov, kar omogoča manjšim podjetjem zbiranje sredstev z manjšo administrativno obremenitvijo. Prav tako je omogočil trgovanje z dolžniškimi instrumenti na alternativnih trgovnih platformah, kot so večstranski in organizirani trgovni sistemi, s čimer je Francija želela povečati likvidnost in dostop do financiranja. Zakon je tudi uvedel pravni okvir za začetne ponudbe kovancev (angl. Initial Coin Offering) in ponudnike storitev digitalnih sredstev, kar spodbuja inovacije in zaupanje vlagateljev v digitalne finance (Hogan Lovells, 2019).

Nemški Zakon o financiranju prihodnosti (angl. Future Financing Act) iz leta 2023 je z obsežnimi spremembami olajšal dostop do javnega lastniškega kapitala za zagonska podjetja in MSP. Ključne novosti so vključevale znižanje kapitalskega praga za IPO, uvedba delnic z več glasovalnimi pravicami, poenostavitev regulativnih postopkov, digitalizacija izdaje finančnih instrumentov z uporabo DLT ter davčne spodbude za lastništvo zaposlenih. Zakon izraža strateško usmeritev k spodbujanju zasebnih investicij, tehnološki modernizaciji finančnega sektorja in krepitvi delniške kulture (Federal Ministry of Finance, 2023). Poleg tega je bil kot odziv na afero Wirecard sprejet Zakon za krepitev finančne integritete (FISG 2021), ki je okrepil pristojnosti nemškega regulatorja in reformiral nadzor revizorjev (WTS Germany, brez datuma). Ti ukrepi odražajo pripravljenost regulatorjev na hitro in ciljno prilagajanje regulativnega okvira potrebam trga.

Italija je za MSP uvedla davčno olajšavo v obliki davčnega dobropisa za stroške, povezane z IPO. Podjetja, ki se uvrstijo na organizirani trg ali MTF v EU, lahko uveljavljajo davčni dobropis v višini 50 % stroškov, povezanih s postopkom kotacije, do največ 500.000 evrov. Med upravičene stroške spadajo svetovalne storitve, kot so priprava poslovnega načrta, finančna in pravna skrbna presoja, priprava prospekta, svetovanje glede korporativnega upravljanja ter komunikacijske dejavnosti za povečanje prepoznavnosti podjetja (Ministero delle Imprese e del Made in Italy, brez datuma).

V analizi ugotavljam, da je tržni nadzor v vseh državah z razvitimi kapitalskimi trgi strog ter vključuje aktiven pregon primerov notranjega trgovanja in tržnih zlorab, kar prispeva k večji varnosti in zaupanju institucionalnih vlagateljev.

4.1.2 Pravni in regulatorni okvirji držav s trgov kapitala v razvoju

V prilogi 1 prikazujem primerjalni pregled izbranih pravnih in regulatornih značilnosti v državah s statusom EMS. Zajema izbrane postavke, kot so prag za izvzetje iz obveznosti objave prospekta, višina kritja v okviru jamstvenih shem, dovoljeni jeziki za KID ter skladnost nacionalne ureditve z zakonodajo EU. Takšen pregled omogoča boljše razumevanje regulatornega okolja, v katerem delujejo kapitalski trgi v posameznih državah.

Analiza pokaže, da je v državah z razvijajočimi se kapitalskimi trgi pravni in regulatorni okvir pogosto mlajši in še v fazi utrjevanja, vendar večinoma temelji na zakonodaji EU. Značilnosti teh trgov vključujejo nedavno modernizacijo zakonodaje o kapitalskih trgih, pogosto ob vstopu v EU in pozneje ob prenosu evropskih direktiv. Pravni okvir običajno vključuje temeljne zakone o finančnih instrumentih in kapitalskem trgu, ki predstavljajo prilagojeno implementacijo direktiv kot so MiFID II, MiFIR, MAR, Uredba o prospektu. Primarni regulatorji so neodvisni agencijski organi, kot so centralne banke ali agencije za finančni nadzor, ki izvajajo nadzor nad delovanjem trga in njegovih udeležencev. Zahteve za izdajatelje na glavnih borzah so primerljive z zahtevami razvitih trgov in vključujejo obveznost izdaje prospekta za javne ponudbe, redno poročanje ter spoštovanje pravil o notranjih informacijah. Vzporedno so bili vzpostavljeni tudi alternativni trgi za MSP, ki omogočajo bolj prožne pogoje kotacije. Varstvo vlagateljev je zagotovljeno z nacionalnimi jamstvenimi shemami, čeprav je zaupanje vlagateljev v nekaterih primerih omajalo pomanjkljivo izvrševanje predpisov ob finančnih škandalih. Po letu 2019 so te države posodobile predpise z namenom krepitve trga, uvedle davčne spodbude za vlaganja ali borzne kotacije, izboljšale korporativno upravljanje in pospešeno sprejemale zakonodajne spremembe v primeru zakasnelih implementacij določenih predpisov EU iz preteklosti. Na splošno so trgi v razvoju v veliki meri usklajeni z evropsko regulativo, čeprav so v posameznih primerih še vedno prisotne določene vrzeli ali počasnejše izvajanje evropskih direktiv.

V primerjavi z razvitimi državami članicami EU, kjer je implementacija evropskih direktiv praviloma celovita in pravočasna, države z razvijajočimi se kapitalskimi trgi občasno zaostajajo pri izvajanju zakonodaje EU. Poleg časovnih zamikov pri prenosu evropske zakonodaje prihaja tudi do delne ne implementacije nekaterih direktiv. Tako sta se na primer Poljska in Češka odločili, da ne bosta v celoti prenesli vseh določb prevzemne direktive. To odraža določeno stopnjo fleksibilnosti, ki jo direktiva omogoča, vendar ustvarja regulatorne razlike v primerjavi z bolj razvitimi kapitalskimi trgi (ESMA in drugi, 2017). Leta 2019 je Poljska sprejela Strategijo razvoja kapitalskih trgov, katere namen je bil prepoznati regulatorne ovire in sprejetje ukrepov za okrepitev kapitalskega trga. S tem so bile uvedene pomembne reforme, kot so zmanjšanje birokratskih bremen za posrednike in izboljšanje kodeksov korporativnega upravljanja, kar je spodbudilo rast Varšavske borze (Reiserer, 2019).

Madžarska je sprejela več reformnih ukrepov za spodbujanje razvoja kapitalskega trga. Madžarska centralna banka je uvedla program za rast obveznic (angl. Growth Bond Programme), namenjen odkupovanju korporativnih obveznic, kar je spodbudilo izdaje na trgu MTF. Poleg tega je borza v Budimpešti vzpostavila mentorski program in sklad za razvoj borze, ki nudi finančno in strokovno podporo MSP pri pripravi na IPO (BET, 2017; Magyar Nemzeti Bank, brez datuma).

4.1.3 Pravni in regulatorni okvirji držav z robnim trgov kapitala

V prilogi 1 prikazujem primerjalni pregled izbranih pravnih in regulatornih značilnosti v državah z robnim trgov. Zajema izbrane postavke, kot so prag za izvzetje iz obveznosti objave prospekta, višina kritja v okviru jamstvenih shem, dovoljeni jeziki za KID ter skladnost nacionalne ureditve z zakonodajo EU. Takšen pregled omogoča boljše razumevanje regulatornega okolja, v katerem delujejo kapitalski trgi v posameznih državah.

V skupino robnih trgov znotraj EU uvrščamo manjše kapitalske trge. Gre za države, katerih trgi so po obsegu in likvidnosti razmeroma omejeni, vendar kot članice EU uživajo dostop do enotnega trga kapitala in so zavezane spoštovanju usklajenih pravnih standardov. Pravni okvirji so bili vzpostavljeni ob pristopu k EU, večinoma leta 2004 oziroma leta 2013 v primeru Hrvaške. Za te trge je značilno, da običajno obstaja ena osrednja borza in morebiten dodatni trg za MSP, število kotirajočih družb pa je omejeno, saj kapitalski trg pogosto konkurira tradicionalnemu bančnemu financiranju. Regulacijo praviloma izvajajo neodvisne agencije za trg finančnih instrumentov ali pa kar centralne banke. Zahteve za izdajatelje so formalno primerljive z večjimi trgi in vključujejo obveznost izdaje prospekta, rednega poročanja ter razkritij, vendar regulatorji pri nadzoru pogosto upoštevajo nižjo stopnjo razvitosti trga in se osredotočajo predvsem na osnovno skladnost. Varstvo vlagateljev je zakonsko urejeno prek nacionalnih jamstvenih shem. Po letu 2019 so se te države osredotočile na modernizacijo regulative, vključno z uvedbo elektronskih storitev in digitalnih platform za poročanje. Nekatere države so imele težave z zamudami pri implementaciji evropskih predpisov, med njimi tudi Slovenija z direktivo MiFID II ali Romunija pri uvedbi korporativnih standardov, vendar so bile večje pomanjkljivosti do leta 2023 večinoma odpravljene. Na splošno robni trgi sledijo regulativnim zahtevam EU, pravni okvirji pa so večinoma usklajeni, razen manjših razlik, kjer izvajanje še poteka.

Baltske države, ki so Estonija, Latvija in Litva so uskladile svojo regulativo in kapitalske trge prek skupne platforme Nasdaq Baltic. Regulatorji so vzpostavili enotna pravila in omogočili čezmejne kotacije, kar je omililo omejitve, povezane z majhnostjo posameznih nacionalnih trgov (RBC Investor Services, 2023).

4.2 Davčno okolje in davčne spodbude za vlagatelje

Slovenija med primerjanimi državami v prilogi 2 izstopa z izrazito dolgoročnim pristopom k obdavčevanju kapitalskih dobičkov. Slovenski sistem obdavčevanja je s svojo začetno stopnjo 25 % primerljiv z ureditvami v državah z razvitimi kapitalskimi trgi. Takšna višina obdavčitve lahko za domače vlagatelje, ki bi želeli aktivneje trgovati s slovenskimi delnicami, predstavlja psihološko oviro. Slovenija kot država z robnim trgov namreč ne ponuja drugih prednosti, ki so značilne za razvite trge, kot so visoka likvidnost, široka izbira finančnih instrumentov ter večja stabilnost in predvidljivost finančnega okolja.

Posebnost slovenskega sistema je postopno zniževanje davčne stopnje, ki se vsakih pet let zniža za pet odstotnih točk in po petnajstih letih doseže popolno oprostitve davka. Takšna struktura močno spodbuja pasivno držanje naložb, hkrati pa ne ponuja konkretnih spodbud za kratkoročno trgovanje, kar dodatno omejuje likvidnost domačega trga kapitala.

Nasprotno pa številni evropski davčni sistemi uporabljajo enotne stopnje obdavčitve in vključujejo ukrepe, kot so kratkoročne davčne olajšave, posebni naložbeni računi ali sistemi z odlogom davčne obveznosti. V praksi EU so se kot posebej učinkoviti izkazali posebni naložbeni računi, ki vključujejo ciljno usmerjene spodbude za male vlagatelje, pri čemer posamezne države uporabljajo različne modele, katere prikazujem v tabeli 2.

Tabela 2: Pregled posebnih naložbenih računov v EU

Država	Davčna obravnava	Časovne omejitve
Švedska (ISK)	Letna obdavčitev celotne vrednosti računa po stopnji 0,888 %, prvih 13.770 € oproščenih	Brez posebnih omejitev
Italija (PIR)	Davčna oprostitve po 5 letih	Minimalno 5 let
Francija (PEA, PEA-PME, PEE)	Davčna oprostitve po 5 letih	Minimalno 5 let
Madžarska (TBSZ)	Po 3 letih se davek zniža na 10 %, po 5 letih oprostitve	3 oziroma 5 let
Estonija (IK) in Finska	Obdavčitev nastopi šele ob dvigu sredstev	Brez časovne omejitve
Danska (ASK)	Ob dvigu sredstev se obračuna enotna znižana stopnja 17 %	Brez časovne omejitve

Vir: lastno delo.

Uvedba slovenskega INR predstavlja pozitiven korak v smeri spodbujanja vlaganj na kapitalski trg. Kljub temu primerjava z ureditvami v drugih državah članicah EU kaže, da obstaja realna možnost za njegovo ambicioznejše oblikovanje, zlasti na področju časovne strukture davčnih spodbud. Analiza kaže, da vse primerjane države vlagateljem omogočajo določeno obliko davčne ugodnosti že v prvih petih letih od začetka vlaganja, kar bistveno povečuje privlačnost naložb.

Slovenski INR pogojuje popolno oprostitve plačila davka šele po preteku petnajstih let. Pred iztekom tega obdobja se pri dvigu sredstev uporabi enotna davčna stopnja v višini 15 %, pri čemer se v tem primeru petnajstletno obdobje za pridobitev davčne oprostitve ponovno začne šteti od začetka (Ministrstvo za finance RS, 2025b). Takšna ureditev zopet zmanjšuje motivacijski učinek v zgodnejših fazah naložbenega cikla in izrazito spodbuja dolgoročno vezavo kapitala. Ker povprečni vlagatelj pogosto razmišlja v krajših časovnih okvirih, lahko tako dolg pogoj deluje odvrtačilno in posledično omeji praktično uporabo tega instrumenta.

V analizi ugotavljam, da Francija ponuja razširjeno obliko naložbenega računa, ki omogoča dodatne davčne ugodnosti za vlaganja v MSP, kar predstavlja dodatno spodbudo za neposredno financiranje realnega gospodarstva. V kontekstu slovenske Strategije razvoja

kapitalskega trga, kjer je v okviru prvega stebra predvidena vzpostavitev digitalne platforme za MSP, menim, da bi bilo smiselno razmisliti o uvedbi podobne davčne spodbude. Tak ukrep bi lahko pomembno prispeval k uspešnemu zagonu platforme, povečal zanimanje vlagateljev in pospešil mobilizacijo kapitala v podporo rasti slovenskih MSP.

4.3 Učinkovitost pravnega sistema

V okviru raziskave obravnavam tudi učinkovitost pravnega sistema kot pomemben, a pogosto spregledan dejavnik pri razvoju kapitalskega trga, zlasti pri uveljavljanju pogodb in reševanju gospodarskih sporov. Slovenija se na tem področju sooča z izrazitimi izzivi, kar pomembno vpliva na zaupanje vlagateljev ter na splošno pravno in investicijsko varnost.

Kot ugotavljajo La Porta in drugi (1997), so države z običajnim oziroma kontinentalnim pravnim sistemom praviloma uspešnejše pri zaščiti vlagateljev kot tiste s civilnopravnim sistemom. Postopki v teh državah so pogosto hitrejši, bolj predvidljivi in prilagodljivi potrebam trga, kar pozitivno vpliva na kapitalske tokove. Slovenija kot država s civilnopravnim sistemom pravno varstvo ureja prek bolj togih in formalističnih normativnih okvirov, ki so v praksi manj odzivni na potrebe kapitalskega trga. To pomeni, da že sama sistemska zasnova omejuje fleksibilnost in učinkovitost pri reševanju kompleksnih kapitalskih sporov.

V tabeli 3 prikazujem primerjavo povprečnih časov reševanja gospodarskih sporov. Zadnji razpoložljivi podatki segajo v leto 2019, zato obstaja možnost, da so se v tem času že zgodile določene reforme ali sistemske izboljšave, ki bi lahko vplivale na učinkovitost uveljavljanja pogodb in delovanje pravosodnega sistema.

Tabela 3: Povprečen čas pri uveljavljanju pogodb v gospodarskih sporih za leto 2019

Država	Uvrstitev pri uveljavljanju pogodb	Povprečen čas (v dneh) za reševanje spora	Stroški (% vrednosti zahtevka)
Avstrija	10	397	20,6
Belgija	56	505	18,0
Hrvaška	27	650	15,2
Češka	103	678	33,8
Danska	14	485	23,3
Estonija	8	455	17,3
Finska	45	485	16,2
Francija	16	447	17,4
Nemčija	13	499	14,4
Grčija	146	1711	22,4
Madžarska	25	605	15,0
Irska	91	650	26,9
Italija	122	1120	27,6
Latvija	15	469	23,1
Litva	7	370	23,6

se nadaljuje

*Tabela 3: Povprečen čas pri uveljavljanju pogodb v gospodarskih sporih za leto 2019
(nad.)*

Država	Uvrstitev pri uveljavljanju pogodb	Povprečen čas (v dneh) za reševanje spora	Stroški (% vrednosti zahtevka)
Nizozemska	78	514	23,9
Norveška	3	400	9,9
Poljska	55	685	19,4
Portugalska	38	755	17,2
Romunija	19	512	25,8
Slovaška	46	775	20,5
Slovenija	112	1160	12,7
Španija	26	510	17,2
Švedska	39	483	30,4

Vir: World Bank Group, (2019).

Povprečni čas za reševanje gospodarskih sporov prek slovenskih sodišč znaša približno 1.160 dni, kar pomeni več kot tri leta. Po podatkih Svetovne banke, zbranih v okviru projekta »Doing Business«, se Slovenija s tem uvršča na 112. mesto med državami na svetu. Za primerjavo s sosednjimi državami: v Avstriji, kjer so tovrstni postopki najkrajši med sosednjimi državami, trajajo povprečno 397 dni, na Hrvaškem 650 dni, na Madžarskem 605 dni in v Italiji 1120 dni, kar je primerljivo s trajanjem postopkov v Sloveniji. Ti podatki kažejo na razmeroma nizko izvedbeno učinkovitost slovenskega pravnega sistema. Dolgotrajni sodni postopki in pravna negotovost, kljub relativno nizkim stroškom, lahko odvrata tako domače kot tuje vlagatelje, ki pričakujejo hitro, zanesljivo in učinkovito zaščito svojih pravic, še posebej v vlogi manjšinskih delničarjev ali imetnikov obveznic. Slednji pri svojih investicijskih odločitvah namreč upoštevajo tudi tveganja, povezana z zamudami pri izterjavi terjatev v primeru insolventnosti izdajatelja.

4.4 Spodbujanje vključevanja prebivalstva v kapitalni trg

Obseg vlaganja gospodinjstev na kapitalni trg se med evropskimi državami močno razlikuje. Razloge za te razlike je mogoče pripisati zgodovinsko pogojeni delniški kulturi, ravni finančne pismenosti prebivalstva ter različnim oblikam vladnih politik, kot sta privatizacija državnih podjetij, ki državljane lahko vključuje kot delničarje, in pokojninske sheme, prek katerih so gospodinjstva posredno povezana s kapitalnim trgom.

4.4.1 Delniška kultura

Delniška kultura pomeni, v kolikšni meri je med prebivalstvom razširjeno investiranje v delnice in druge finančne instrumente, ter kako pozitivno ljudje gledajo na to. Ta kultura je tesno povezana s finančno pismenostjo, to je z znanjem in razumevanjem osnovnih finančnih pojmov, ki so ključni za sprejemanje premišljenih naložbenih odločitev. Države severne in

zahodne Evrope praviloma dosegajo višjo raven finančne pismenosti ter imajo daljšo in močnejšo tradicijo vlaganja na kapitalske trge kot številne države srednje, južne in vzhodne Evrope (Evropska komisija, 2023b).

Delbecque (2024) v poročilu prikazuje, da gospodinjstva v državah z nižjo stopnjo finančne pismenosti hranijo občutno večji delež svojega premoženja v bančnih vlogah, namesto da bi ga vlagala v delnice ali investicijske sklade. V državah z visoko finančno pismenostjo, kot so Nizozemska, Švedska in Danska, znaša delež premoženja v bančnih vlogah manj kot 30 %, medtem ko v državah z nižjo finančno pismenostjo, vključno s Slovenijo, pogosto presega 70 %. Takšna razlika potrjuje negativno povezavo med stopnjo finančne pismenosti in razpršenostjo naložb. Nizka raven finančnega znanja na eni strani vodi v konservativne oblike varčevanja, za katere je značilna večja navezanost na gotovino in bančne depozite ob hkratnem pomanjkanju zaupanja v kapitalske trge, na drugi strani pa povečuje dovzetnost za tvegane špekulativne prakse.

Slovenija v tem kontekstu predstavlja poseben primer, saj po podatkih Evropske komisije (2023) Slovenija dosega razmeroma visoko stopnjo finančne pismenosti, saj so pred njo le Nizozemska, Danska, Finska in Estonija. Kljub temu ima Slovenija enega najvišjih deležev bančnih vlog v EU. Poleg tega Svetovni gospodarski forum ugotavlja, da je Slovenija po podatkih iz leta 2023 država z najvišjim deležem prebivalstva, ki vlaga v kriptovalute (Fontana, 2023). To bodisi postavlja pod vprašaj oceno Evropske komisije o visoki finančni pismenosti bodisi nakazuje, da finančna pismenost v slovenskem primeru ni ključni dejavnik, ki vpliva na šibko razvitost delniške kulture. V ozadju so lahko drugi strukturni dejavniki, kot so neučinkovita izvedba privatizacije, negativne izkušnje iz preteklosti, prekomerni ostanki socialistične ekonomske miselnosti, odsotnost temeljite reforme pokojninskega sistema in dolgoletno pomanjkanje politične volje za spodbujanje aktivnega vključevanja prebivalstva v kapitalski trg.

4.4.2 Vključevanje gospodinjstev prek privatizacije in državnega premoženja

Prehod državnih podjetij v zasebno lastništvo oziroma proces privatizacije je v marsikateri državi služil kot odskočna deska za razvoj domačega kapitalskega trga in vključitev prebivalstva med delničarje. Zasnove privatizacij so se med državami razlikovale, od množičnih modelov, kot so privatizacijski kuponi ali certifikati, do javne prodaje delnic, pri kateri so imeli državljani prednostni dostop (Fungáčová, 2005; Keloharju in drugi, 2008):

- **Kuponi in certifikati:** Nekaterе države so že v devetdesetih letih izvedle množično razdelitev privatizacijskih kuponov, ki so jih državljani lahko zamenjali za delnice podjetij. Med primeri izstopajo Češka in Slovaška, kjer je potekala kuponska privatizacija, ter Litva in Latvija, ki sta uporabili sistem certifikatov. Podoben model je bila tudi slovenska privatizacija v devetdesetih letih. Ta pristop je hitro ustvaril veliko število malih delničarjev, vendar pogosto brez ustreznega znanja in razumevanja trga. Mnogi so zato prejete kupone ali delnice hitro prodali investicijskim skladom, ali pa so

podjetja, katerih lastniki so postali, kasneje propadla. Izkušnje s kuponsko privatizacijo so pokazale, da zgolj razdelitev premoženja ni zadosten ukrep za učinkovito vključevanje prebivalstva v kapitalski trg. Če proces ne spremlja ustrezno finančno izobraževanje in če trg še ni vzpostavljen na dovolj stabilnih regulatornih temeljih, obstaja tveganje, da se lastništvo znova skoncentrira v rokah omejenega števila vlagateljev, kar nasprotuje prvotnim ciljem širokega lastništva.

- **IPO s spodbudo za državljane:** V enaindvajsetem stoletju so številne države raje uporabile tržno obliko privatizacije prek borze, pri čemer so določile rezerviran delež za fizične osebe ter uvedle posebne ugodnosti za male vlagatelje. Z namenom, da bi spodbudile sodelovanje posameznikov pri privatizacijskih postopkih, so vlade ponujale različne popuste in bonuse. Države, kot so Avstrija, Finska, Francija, Nemčija, Italija, Portugalska, Španija in Švedska, so male vlagatelje pritegnile z ukrepi, kot so do 5 % popust na ponudbeno ceno delnic ali dodelitev dodatnih bonus delnic ob pogoju, da vlagatelj ohrani naložbo za določeno časovno obdobje. Takšni ukrepi zmanjšujejo strah pred takojšnjo izgubo vrednosti in spodbujajo dolgoročno lastništvo med malimi delničarji.

V Sloveniji država še vedno, bodisi neposredno bodisi prek različnih institucij, ohranja relativno visoke lastniške deleže v podjetjih, uvrščenih na LJSE in trg SI ENTER. Kot enega od možnih pristopov predlagam drugi val privatizacije, v okviru katerega bi država prodala del svojih deležev v teh podjetjih, pri čemer bi na primer obdržala četrtinski delež. Takšna delna privatizacija bi lahko bila izvedena z vključitvijo posebnih spodbud za fizične osebe, kot so popusti na ponudbeno ceno ali dodelitev bonus delnic za vlagatelje, ki bi delnice zadržali določeno obdobje, denimo eno ali dve leti.

4.4.3 Pokojninske sheme kot institucionalni posrednik

Pokojninski sistem je eden ključnih elementov, ki določa, koliko prebivalstva posredno sodeluje na kapitalskem trgu. Ločimo tri stebre pokojnin (Trafela, 2025):

- **Prvi steber:** obvezni državni pokojninski sistem, kjer trenutne prispevke aktivnih delavcev država porablja za pokojnine upokojencev. Ta steber praviloma ne vključuje naložb na kapitalske trgu.
- **Drugi steber:** kolektivni pokojninski skladi, lahko obvezni ali prostovoljni, običajno vezani na zaposlitev.
- **Tretji steber:** individualno prostovoljno varčevanje za pokojnino, kot na primer osebni pokojninski računi, življenjska zavarovanja, ipd., pogosto z davčnimi olajšavami, a ne v Sloveniji.

Ugotovitve iz priloge 3 kažejo, da v državah z razvitim in dobro vzpostavljenim drugim in tretjim pokojninskim stebrom pokojninski skladi predstavljajo pomemben delež finančnih sredstev v lasti gospodinjstev. Prispevki prebivalstva se zbirajo in upravljaajo v skladih, ti pa sredstva vlagajo v različne finančne instrumente, kot so delnice, obveznice in druge naložbe,

s čimer je prebivalstvo posredno vključeno v delniško lastništvo. Kadar skladi del sredstev usmerjajo tudi v domači kapitalski trg, lahko pomembno prispevajo k njegovemu razvoju, saj povečujejo likvidnost, dolgoročno financiranje in stabilnost tržnega okolja. Ključni kazalnik razvitosti pokojninskih skladov je razmerje med njihovimi sredstvi in BDP, ki je v državah z dolgo tradicijo financiranih sistemov izredno visoko. Nizozemska in Danska izstopata z več kot 150 oziroma 190 % BDP v pokojninskih skladih, kar pomeni, da sistemi v teh državah predstavljajo enega najpomembnejših virov dolgoročnega kapitala. Na Švedskem skupna vrednost pokojninskih in zavarovalniških sredstev dosega približno 98 % BDP, kar prav tako predstavlja močan institucionalni steber trga. V vseh treh primerih skladi pomembno prispevajo k razvoju domačega trga delnic, saj neposredno ali posredno investirajo znaten del sredstev v nacionalna podjetja in s tem povečujejo likvidnost ter stabilnost trga.

Nasprotno pa države, ki so odvisne skoraj izključno od prvega stebra, izkazujejo nizke vrednosti, kot na primer Avstrija, Nemčija, Poljska, Romunija in Slovenija z okoli 7 % BDP. Pomembna vrzel v slovenski strategiji je odsotnost pokojninske reforme oziroma vsaj temeljite analize možnih ukrepov, s katerimi bi bilo mogoče spodbuditi razvoj drugega in tretjega pokojninskega stebra.

Iz primerjave evropskih praks izhaja, da te ponujajo bogate lekcije za oblikovanje celovitih in dolgoročno vzdržnih pristopov k spodbujanju udeležbe prebivalstva na kapitalskem trgu. Najboljše rezultate dosegajo države, ki uvajajo usklajene ukrepe na več medsebojno povezanih področjih. Tiste, ki so razvile učinkovite programe finančnega izobraževanja, izkoristile proces privatizacije za spodbujanje delniške kulture ter hkrati vzpostavile obsežne pokojninske sklade, beležijo sinergijski učinek, saj se posamezni ukrepi medsebojno dopolnjujejo in krepijo.

Delbecque (2024) ugotavlja, da so nizka raven finančne pismenosti, šibko razvita zasebna pokojninska shema in pomanjkanje ustreznih davčnih spodbud skupne značilnosti držav z najnižjo udeležbo gospodinjstev na kapitalskem trgu. Nasprotno pa kombinacija finančnega opismenjevanja, privlačnih in razumljivih varčevalnih produktov ter dostopnih priložnosti za vlaganje, na primer prek nakupa delnic prepoznavnih domačih podjetij, ustvarja pozitivno zanko, ki dolgoročno krepi delniško kulturo in stabilnost trga.

4.5 Regionalno povezovanje kapitalskih trgov

Regionalno povezovanje poteka v različnih oblikah, od popolnih združitvev borz v nadnacionalne skupine do tehničnega povezovanja trgovalnih in poravnalnih sistemov ter ohlapnejših oblik sodelovanja med trgi. V tabeli 4 predstavljam pregled pomembnejših primerov integracije evropskih kapitalskih trgov in njihovih učinkov.

Tabela 4: Primeri regionalnega povezovanja evropskih trgov

Pobuda ali platforma	Vključene države	Integrirani elementi	Učinki na trge
Euronext	Francija, Nizozemska, Belgija, Portugalska, Irska, Norveška, Italija	Enotna trgovalna platforma, usklajeni predpisi, združen CSD (v teku)	• Višja likvidnost • Širši krog vlagateljev • Število IPO-jev se sprva ni bistveno povečalo
Nasdaq Nordic/Baltic	Švedska, Danska, Finska, Estonija, Latvija, Litva, Islandija	Skupna platforma INET, enotni tržni standardi, Baltske države imajo združen CSD	• Olajšano čezmejno trgovanje (približno tretjina poslov v Baltiku je meddržavnih) • Nižji stroški • Povečan interes tujih vlagateljev
Xetra integracija	Nemčija, Avstrija, Irska, CEESEG članice ipd.	Skupni elektronski trgovalni sistem, deloma povezani člani in podatkovni toki	• Lažji dostop tujih posrednikov • Samodejno vključevanje podatkov v globalne sisteme • Večja mednarodna prepoznavnost manjših trgov
CEESEG (2009–2015)	Avstrija, Češka, Madžarska, Slovenija	Skupno lastništvo borz, skupna uporaba sistema Xetra, usklajevanje pravil, skupni indeksi	• Povečana mednarodna prepoznavnost manjših članic • Vstop novih tujih članov po uvedbi Xetre • Kompleksna struktura, pobuda je bila kasneje ukinjena
SEE Link	Bolgarija, Hrvaška, Makedonija, Srbija, Slovenija, BiH	Posredniška mreža za oddajo naročil med borzami (ne gre za skupno borzo)	• Prvič povezanih 7 trgov JV Evrope • Večja mednarodna prepoznavnost regije • Likvidnost ostaja relativno nizka

Vir: lastno delo.

Dunajska borza je leta 2009 oblikovala CEE Stock Exchange Group (v nadaljevanju CEESEG) in k sodelovanju povabila Češko, Madžarsko in Slovenijo v ambicioznem poskusu konsolidacije kapitalskih trgov srednje Evrope, vendar se je v takratni lastniški obliki izkazalo za nestabilno. Kljub začetnim prednostim, kot so uvedba skupnega trgovalnega sistema Xetra, večja mednarodna prepoznavnost in lažji dostop za tuje vlagatelje, se je skupina leta 2015 razšla. To je pokazalo, da lastniško povezovanje brez globlje funkcionalne integracije ter ustrezne politične podpore ne zadostuje za dolgoročno vzdržno obliko sodelovanja (TIOmarkets, 2024).

V tem kontekstu bi bilo za Slovenijo smiselno, da ponovno ovrednoti svojo usmeritev v regionalno povezovanje. Zgodovinske, ekonomske in geografske povezave z državami jugovzhodne Evrope, skupaj z močno prisotnostjo slovenskih podjetij, predstavljajo trdno izhodišče za okrepitev sodelovanja v tem prostoru. Poseben primer predstavlja NLB Skupina, ki ima eno najmočnejših bančnih prisotnosti v regiji, saj deluje na skoraj vseh pomembnih trgih bivše Jugoslavije, razen na Hrvaškem. To dodatno potrjuje strateški pomen Slovenije kot naravnega regionalnega središča.

Prevzem Ljubljanske borze s strani Zagrebske borze leta 2015 je bil pomemben korak v tej smeri. Čeprav obe borzi še naprej delujeta kot ločeni pravni osebi, uporabljata enoten trgovalni sistem Xetra T7, sodelujeta pri trženju in izvajata usklajene dejavnosti za privabljanje tujih vlagateljev. Skupaj predstavljata trdno osnovo za prihodnje poglobljeno povezovanje borz v regiji jugovzhodne Evrope. Zagrebska borza je dodatno razširila svoj vpliv tudi z vstopom v lastništvo Makedonske borze, kar nakazuje potencialne ambicije po oblikovanju širše regionalne borzne mreže (Zagrebačka burza, 2022).

Slovenija je istočasno vključena v pobudo SEE Link, ki združuje sedem borz z območja Balkana. Platforma omogoča elektronsko oddajanje naročil med člani borz in s tem povečuje dostopnost regijskih trgov za vlagatelje. Kljub temu, da je obseg prometa na tej platformi še vedno razmeroma nizek, projekt prispeva k večji prepoznavnosti trgov in izboljšuje sodelovanje med tržnimi deležniki (SEE Link, brez datuma).

Slovenija ima edinstveno priložnost, da v sodelovanju s Hrvaško okrepi regionalno povezovanje kapitalskih trgov na Balkanu, kjer je s svojo lego in prisotnostjo finančnih institucij dobro pozicionirana. Pomembne izkušnje iz preteklega sodelovanja v pobudi CEESEG ter partnerskega odnosa z nemško borzo Deutsche Börse pri uvedbi sistema Xetra lahko služijo kot most za povezovanje balkanskih trgov z razvitimi evropskimi trgi. Kljub temu obstoječa Strategija razvoja kapitalskega trga ne naslavlja izzivov integracije trgov niti ne oblikuje nišne strategije, ki bi Sloveniji omogočila jasno pozicioniranje v evropskem prostoru. Pomanjkanje takšne vizije pomeni zamujeno priložnost za krepitev domačega trga ter spodbujanje likvidnosti, inovativnosti in čezmejnega sodelovanja.

4.6 Sinteza razvojnih vrzeli in priložnosti slovenskega kapitalskega trga

V tem podpoglavju celovito sintetiziram ugotovitve primerjalne analize regulatornih, davčnih, institucionalnih in kulturnih značilnosti evropskih kapitalskih trgov. Ugotovitve oblikujem na podlagi pregleda uspešnih praks držav članic EU z različno stopnjo razvitosti ter primerjave s trenutnim stanjem slovenskega trga. Poseben poudarek namenjam prepoznavanju razvojnih vrzeli in oblikovanju priporočil, ki temeljijo na prenosljivih rešitvah iz tujine.

4.6.1 Regulatorni okvir

V tabeli 5 prikazujem strukturiran pregled ključnih regulatornih vrzeli in priložnosti za razvoj slovenskega kapitalskega trga.

Tabela 5: Zaključki primerjalne analize regulatornih okvirov

Kategorija	Vsebina
Ključne vrzeli	- Regulatorni okvir je stabilen, vendar premalo usmerjen v razvoj. - Distribucija dokumenta KID je dovoljena zgolj v slovenskem jeziku, vendar številni tuji izdajatelji ETF-ov zaradi majhnosti slovenskega trga in omejene baze vlagateljev KID-a v slovenščini ne pripravijo. - ATVP razpolaga z omejenimi kadrovskimi in finančnimi zmogljivostmi, zaradi majhnosti trga.
Potencialne priložnosti	- Vzpostavitev regulatornega peskovnika kot mehanizma za testiranje inovativnih finančnih storitev. - Dovoljenje regulatorja, da se lahko dokument KID distribuira tudi v angleškem jeziku. - Potencialna združitev z BS po zgledu nordijskih držav, z namenom racionalizacije in večje učinkovitosti nadzora.

Vir: lastno delo.

Slovenija ima stabilen in skladen pravni okvir, ki temelji na zakonodaji EU, vendar zaostaja za vodilnimi državami v spodbujanju inovacij in aktivni vlogi regulatorja pri razvoju trga.

4.6.2 Davčni sistem in naložbeni računi

V tabeli 6 prikazujem ključne davčne vrzeli in priložnosti za razvoj kapitalskega trga v Sloveniji, pri čemer je poudarek na učinkovitosti INR ter primerjavi s praksami držav članic EU.

Tabela 6: Zaključki primerjalne analize davčnih sistemov in naložbenih računov

Kategorija	Vsebina
Ključne vrzeli	- Visoka začetna stopnja obdavčitve kapitalskih dobičkov v primerjavi z državami z razvijajočimi se trgi. - Izrazita dolgoročna spodbuda za držanje finančnega instrumenta 15 let, brez alternativnih krajših spodbud. - Izrazita dolgoročna spodbuda za ohranitev sredstev na INR vsaj 15 let od odprtja. - Odsotnost davčnih spodbud za vlaganje v MSP in zagonska podjetja. - Odsotnost davčnih olajšav za nagrajevanje zaposlenih z delniškimi shemami.

se nadaljuje

Tabela 6: Zaključki primerjalne analize davčnih sistemov in naložbenih računov (nad.)

Kategorija	Vsebina
Potencialne priložnosti	• Uvedba enotne davčne stopnje, primerljive s stopnjami v državah z razvijajočimi se kapitalskimi trgi. • Skrajšanje obdobja za doseg popolne oprostitve davka pri dolgoročnem držanju finančnega instrumenta. • Skrajšanje obdobja popolne davčne oprostitve na INR na pet let, kar bi lahko predstavljalo alternativo trenutnemu sistemu spodbujanja dolgoročnega držanja posameznega finančnega instrumenta. • Nadgradnja INR z možnostjo večkratnega dviga sredstev po ničelni davčni stopnji po izteku zahtevane dobe vezave, kar bi omogočilo rentna izplačila. • Uvedba davčnih olajšav za nagrajevanje zaposlenih z delniškimi opcijami in shemami. • Nadgradnja INR z možnostjo dodatnih prilivov v primeru vlaganja v MSP, s ciljem spodbujanja rasti podjetniškega sektorja. • Uvedba davčne olajšave v obliki davčnega dobropisa za stroške, povezane z IPO.

Vir: lastno delo.

Obstoječi davčni sistem izrazito spodbuja dolgoročno držanje investicij, saj tudi pri uvedbi novega INR država največjo davčno spodbudo predvideva šele po petnajstih letih od odprtja računa. V nasprotju s tem države članice EU s primerljivimi instrumenti ponujajo bistveno hitrejše davčne spodbude in tako aktivno spodbujajo začetno odločitev posameznikov za varčevanje in investiranje. Potencialne priložnosti vključujejo tudi uvedbo spodbud za delniško udeležbo zaposlenih in davčnih spodbud za vlaganja v MSP.

4.6.3 Pravosodni sistem

Učinkovitost sodnega sistema je pomembna za pravno varnost vlagateljev. V tabeli 7 povzemam glavne izzive in priložnosti za izboljšave na tem področju.

Tabela 7: Zaključki primerjalne analize pravosodnih sistemov

Kategorija	Vsebina
Ključne vrzeli	• Postopki reševanja gospodarskih sporov so pogosto dolgotrajni, kar zmanjšuje učinkovitost pravnega varstva. • Ni specializiranih gospodarskih sodišč, ki bi obravnavala zadeve s področja kapitalskega trga. • Pravna predvidljivost pri reševanju sporov in izvrševanju pogodb je nizka, kar povečuje pravno tveganje za vlagatelje.

se nadaljuje

Tabela 7: Zaključki primerjalne analize pravosodnih sistemov (nad.)

Kategorija	Vsebina
Potencialne priložnosti	• Vzpostavitev specializiranih gospodarskih sodišč, ki bi obravnavala tudi zadeve s področja finančnega prava in kapitalskega trga. • Celovita digitalizacija sodnega sistema po vzoru Estonije, z namenom povečanja učinkovitosti, dostopnosti in preglednosti sodnih postopkov. • Razvoj alternativnih oblik reševanja sporov, zlasti arbitraže, kot hitre in stroškovno učinkovite rešitve za kapitalske spore.

Vir: lastno delo.

Povprečni čas za reševanje gospodarskih sporov v Sloveniji znaša več kot tri leta, kar lahko odvrča tako domače kot tuje vlagatelje. Z uvedbo specializiranih sodišč in digitalizacijo postopkov bi bilo mogoče bistveno izboljšati pravno varnost na trgu kapitala.

4.6.4 Finančna pismenost in delniška kultura

Finančna pismenost in delniška kultura pomembno vplivata na pripravljenost prebivalstva za vlaganje v kapitalski trg. V tabeli 8 povzemam izzive in priložnosti na tem področju.

Tabela 8: Zaključki primerjalne analize za finančno pismenost in delniško kulturo

Kategorija	Vsebina
Ključne vrzeli	• Visok delež prihrankov gospodinjstev ostaja v obliki bančnih vlog, kljub ocenjeni visoki ravni finančne pismenosti. • Negativne zgodovinske izkušnje vlagateljev na slovenskem kapitalskem trgu vplivajo na nizko stopnjo zaupanja. • Nizka prepoznavnost domačega kapitalskega trga med širšo javnostjo zmanjšuje njegovo vlogo kot alternativnega naložbenega kanala.
Potencialne priložnosti	• Izvedba delnih privatizacij slovenskih podjetij z vključitvijo popustov in bonus delnic za male vlagatelje kot spodbuda za širšo udeležbo prebivalstva. • Integracija finančnega izobraževanja z davčnimi spodbudami kot orodje za dolgoročno spremembo varčevalnih vzorcev. • Uvedba višjih standardov preglednosti za podjetja z več kot 30 % državnim lastništvom, kar bi okrepilo zaupanje vlagateljev. • Vzpostavitev nacionalnega programa »Nov začetek«, usmerjenega v spodbujanje odprtja novih INR in širšo mobilizacijo zasebnega kapitala.

Vir: lastno delo.

Čeprav je raven finančne pismenosti v Sloveniji razmeroma visoka, prebivalstvo redko investira v delnice. V praksi so se kot učinkoviti izkazali ukrepi, ki združujejo finančno izobraževanje z davčnimi spodbudami ter dostopnimi in enostavnimi varčevalnimi produkti.

4.6.5 Pokojninski sistem

Vloga pokojninskih skladov kot dolgoročnih institucionalnih vlagateljev je ključna za razvoj kapitalskega trga. V tabeli 9 predstavljam vrzeli in možne reformne smeri.

Tabela 9: Zaključki primerjalne analize pokojninskih sistemov

Kategorija	Vsebina
Ključne vrzeli	• Drugi in tretji pokojninski steber imata zgolj minimalno vlogo v okviru slovenskega finančnega sistema. • Delež zbranih sredstev v pokojninskih skladih je nizek v primerjavi z BDP. • Pokojninski skladi so omejeni pri sistematičnem vlaganju v domača podjetja, kar zmanjšuje njihov razvojni učinek.
Potencialne priložnosti	• Uvedba javnega pokojninskega sklada, namenjenega za strateške naložbe. • Povezava procesa delne privatizacije z oblikovanjem javnega pokojninskega sklada, kjer bi se z zbranimi sredstvi zagotovil začetni kapital za dolgoročne naložbe. • Sprememba zakonodaje z namenom okrepitve vloge delodajalcev, denimo z uvedbo obveznih kolektivnih pokojninskih načrtov pri večjih podjetjih.

Vir: lastno delo.

Drugi in tretji pokojninski steber v Sloveniji trenutno predstavljata le zanemarljiv delež celotnega finančnega sistema. Krepitev teh stebrov v Sloveniji bi lahko pomembno prispevala k razvoju institucionalnega okolja ter dolgoročni stabilnosti in odpornosti.

4.6.6 Regionalno povezovanje

Slovenija ima geografski in institucionalni potencial za prevzem vloge regionalnega vozlišča kapitalskih trgov. V tabeli 10 povzemam ovire in strateške priložnosti.

Tabela 10: Zaključki primerjalne analize za regionalna povezovanja

Kategorija	Vsebina
Ključne vrzeli	• Pomanjkanje celostne vizije glede regionalne integracije kapitalskih trgov. • Neizkoriščen potencial sodelovanja v okviru platforme SEE Link in partnerstva z Zagrebško borzo. • Odsotnost pobud za razvoj skupnih storitev, tržnih produktov ali infrastrukture v regiji.

se nadaljuje

Tabela 10: Zaključki primerjalne analize za regionalna povezovanja (nad.)

Kategorija	Vsebina
Potencialne priložnosti	• Vzpostavitev skupne platforme »Adria« v sodelovanju z Zagrebško borzo, vključno z enotno delniško knjigo, kar bi povečalo preglednost in učinkovitost. • Uskladitev regulatornega okvira, uvedba enotne trgovalne platforme ter vzpostavitev skupnega CSD s Hrvaško, po vzoru integracij kot sta Euronext ali Nasdaq Nordic/Baltic, z možnostjo kasnejše širitve na druge trge Zahodnega Balkana. • V primeru uspešne vzpostavitve skupne platforme bi lahko Slovenija odigrala osrednjo vlogo pri povezovanju kapitalskih trgov Balkana z državami članicami EU.

Vir: lastno delo.

Slovenija kljub ugodni geografski umeščenosti in zgodovinskim povezavam še nima celostne strategije za povezovanje z drugimi kapitalskimi trgi jugovzhodne Evrope. Z vzpostavitvijo skupne tehnološke platforme in krepitevijo regijske identitete bi lahko povečala prepoznavnost, likvidnost in svojo vlogo v regionalnem finančnem prostoru.

Kot je prikazano v tabelah 5–10, ukrepi naslavlajo ključne strukturne ovire, krepijo dolgoročno zaupanje v trg in ustvarjajo spodbudne pogoje za nadaljnji razvoj slovenskega kapitalskega trga. Prepričan sem, da lahko le s takšnim pristopom kapitalski trg postane učinkovito orodje za financiranje realnega gospodarstva, spodbujanje podjetništva in zagotavljanje dolgoročne finančne stabilnosti države.

5 EMPIRIČNA RAZISKAVA PREFERENC MALIH VLAGATELJEV NA SLOVENSKEM KAPITALSKEM TRGU

5.1 Zasnova raziskave in metodologija

V tem poglavju predstavljam empirično analizo preferenc malih vlagateljev na slovenskem kapitalskem trgu z uporabo conjoint analize in multinomskega logit modela (v nadaljevanju MNL). Cilj raziskave je kvantitativno ovrednotiti, kako različni dejavniki in značilnosti naložbenega okolja vplivajo na zaznavanje njegove spodbudnosti s strani vlagateljev ter kako te zaznave oblikujejo njihovo izbiro najugodnejših pogojev za vključevanje na kapitalski trg. Pred oblikovanjem modela in zbiranjem podatkov sem definiral naslednji hipotezi raziskave:

- **H₀:** Koeficient vsake ravni atributa je enak nič, kar pomeni, da nobena od ponujenih ravni nima vpliva na izbiro vlagateljev.
- **H₁:** Vsaj ena raven atributa ima koeficient, ki se statistično značilno razlikuje od nič, kar pomeni, da obstaja vsaj en vpliv na izbiro.

Hipoteza H_0 služi za preverjanje, ali noben izmed preučevanih ukrepov oziroma ponujenih ravni atributov nima statistično značilnega vpliva na odločitev udeležencev. Znotraj modela to pomeni, da noben izmed parametrov nima statistično značilnega vpliva, saj so vsi koeficienti enaki nič. Z alternativno hipotezo H_1 predpostavljam, da vsaj eden izmed ukrepov vpliva na izbiro, kar pomeni, da je model kot celota smiseln in da obstajajo statistično zaznavne preferenčne razlike med posameznimi ravni atributov.

Metodološki pristop: Za preverjanje navedenih hipotez sem izvedel conjoint analizo, v kateri so anketiranci izbirali med različnimi kombinacijami dejavnikov in značilnosti. Vsaka kombinacija je bila sestavljena iz štirih atributov, ki so podrobneje predstavljeni v nadaljevanju. Na podlagi zbranih podatkov o izbirah sem v programskem okolju R ocenil MNL, ki predpostavlja, da ima uporabnost alternative linearno aditivno strukturo glede na njene značilnosti (De Grange in drugi, 2024).

Uporabnost alternative k za osebo n v izbiri t :

$$U_{ntk} = \sum_j b_j x_{ntk,j} + \varepsilon_{ntk} \quad (1)$$

kjer je (De Grange in drugi, 2024):

- $x_{ntk,j}$ indikatorska spremenljivka za raven j v alternativni k v nalogi t , ki dobi vrednost 1, če alternativa vsebuje to raven atributa, sicer 0;
- b_j ocenjena delna koristnost (angl. part-worth) za raven atributa j ;
- ε_{ntk} neopazna motnja, ki sledi Gumbelovi porazdelitvi.

Zaradi motnje ε_{ntk} lahko izpeljemo verjetnostno funkcijo izbire posamezne alternative kot funkcijo ocenjenih koristnosti. Za N alternativ velja splošni izraz:

$$P_{ntk} = \frac{\exp(\sum_j b_j x_{ntk,j})}{\sum_m \exp(\sum_j b_j x_{ntm,j})} \quad (2)$$

kjer je (Helveston, 2023):

- $\exp$ eksponentna funkcija, potrebna za pretvorbo uporabnosti v pozitivno mero in za izpeljavo logit verjetnosti;
- $\sum_j b_j x_{ntk,j}$ deterministični del uporabnosti alternative k za osebo n v situaciji t ;
- $\sum_m$ vsota vseh možnih alternativ m v isti izbirni situaciji t .

V okolju R sem uporabil izraz:

$$0 + atr1 + atr2 + atr3 + atr4 \quad (3)$$

kar pomeni, da model vključuje le indikatorje za posamezne ravni atributov brez dodatnega prestreznika. S tem izrazom sem zagotovil, da so vsi ocenjeni koeficienti interpretirani

relativno glede na referenčne ravni znotraj vsakega atributa, pri čemer referenčna raven prejme koeficient 0 (Croissant, 2020).

V analizi sem predpostavil homogenost preferenc med anketiranci, kar pomeni, da za vse udeležence veljajo enaki koeficienti b . Ta predpostavka je skladna z metodološkim izhodiščem klasičnega MNL, ki ocenjuje povprečne učinke atributov na ravni celotnega vzorca (Helveston, 2023).

5.2 Zbiranje in priprava podatkov

Zbiranje podatkov: Podatke sem zbral z anketnim vprašalnikom med malimi vlagatelji oziroma potencialnimi vlagatelji na slovenskem kapitalskem trgu. V raziskavo je bilo vključenih $N = 183$ anketirancev, ki so predstavili svoje preference preko izbir v conjoint nalogah. Vsak udeleženec je rešil 9 ločenih nalog, v katerih je bilo treba izbrati najljubšo možnost med 3 ponujenimi alternativami, označenimi A, B, C. Skupaj je bilo tako zbranih 1.647 izbir. Podatke sem oblikoval v dolgo obliko (angl. long), kjer vsaka vrstica predstavlja eno alternativo v določeni izbiri posameznika. Takšna struktura omogoča ustrezno analizo z uporabo modelov za izbirno vedenje, kot je MNL. Skupno število opazovanj v tej obliki je znašalo $183 \times 9 \times 3 = 4.941$ vrstic. Vsaka vrstica vsebuje informacije o atributih posamezne alternative, identifikatorju udeleženca, identifikatorju izbire in indikatorju, ali je bila alternativa v dani nalogi izbrana.

Atributi in ravni: Conjoint analiza je vključevala štiri attribute, ki opisujejo ključne dejavnike in značilnosti naložbenega okolja:

- davek na kapitalski dobiček (atr1);
- posebna davčna ureditev za INR (atr2);
- posredniška provizija za transakcije (atr3);
- dodatne spodbude za vlagatelje (atr4).

Vsak izmed atributov je bil predstavljen s tremi ravni. Pri oblikovanju teh ravni sem izhajal iz obstoječega stanja ter možnih prihodnjih sprememb. Obstoječe stanje (angl. status quo) sem določil kot referenčno raven, ki je bila izbrana tako, da čim bolj odraža zaznavanje vlagateljev glede na obstoječe stanje na slovenskem kapitalskem trgu. Za vsak atribut sem poleg referenčne ravni vključil še dve alternativni možnosti, ki predstavljata različne potencialne spremembe. Te spremembe sem identificiral na podlagi primerjalne analize, pri čemer sem izbral takšne ukrepe, ki so že uveljavljeni ali izvedljivi v drugih državah EU.

V tabeli 11 prikazujem ravni posameznih atributov, pri čemer so referenčne ravni označene odebeljeno:

Tabela 11: Opredelitev atributov in njihovih ravni

Atribut	Raven
Davek na kapitalski dobiček	Začetna stopnja 25 %, ki se zniža vsakih 5 let; 0 % po 15 letih
	Enotna davčna stopnja 10 %
	Enotna davčna stopnja 15 %; 0 % po 15 letih
Posebna davčna ureditev za INR	0 % davek po 15 letih od odprtja računa
	5 % davek po 3 letih od odprtja računa
	0 % davek po 10 letih od odprtja računa
Posredniška provizija za transakcije	Enotna posredniška provizija 0,5 %
	Enotna posredniška provizija 0,35 %
	Znižana provizija za aktivne vlagatelje (0,5%-0,1%)
Dodatne spodbude za vlagatelje	Brez spodbud
	5 % popust na ponudbeno ceno delnice
	1 bonus delnica za vsakih 10 delnic, če jih imate v lasti najmanj 18 mesecev

Vir: lastno delo.

Pred pripravo podatkov za modeliranje sem kategorične spremenljivke pretvoril v faktorje z vnaprej določenimi referenčnimi ravni. V skladu z zasnovo conjoint analize referenčne ravni v modelu prejmejo koeficient 0, medtem ko se za preostale ravni ocenijo učinki relativno glede na te osnovne nastavitve.

Priprava podatkov: Zbrane podatke sem uvozil s pomočjo programskega jezika R in jih preuredil v primerno obliko za nadaljnje modeliranje. Vsak zapis v surovih podatkih je vseboval identifikator anketiranca, identifikator naloge, oznako alternative (A, B ali C), indikator izbire (ali je bila ta alternativa izbrana, vrednost 1), ter vrednosti atributov atr1 do atr4, ki opisujejo attribute.

Za pripravo podatkov v ustrezno strukturo za oceno modela sem izvedel naslednje ključne korake:

- čiščenje besedilnih vrednosti,
- združevanje identifikatorjev v enotno nalogo in
- preoblikovanje v dolgo obliko.

Čiščenje besedilnih vrednosti: Očistil sem morebitne odvečne presledke in standardiziral zapise, da sem zagotovil doslednost in pravilno kodiranje.

Združevanje identifikatorjev v enotno nalogo: Združil sem identifikator anketiranca in identifikator vprašanja v novo spremenljivko, ki služi kot unikatni ključ za vsako izbiro posameznika. Ta korak je bil nujen, saj sta v izvornih podatkih ta dva identifikatorja določala posamezno izbiro, s čimer je funkcija za pripravo podatkov lahko prepoznala nalogo.

Preoblikovanje: Podatke sem pretvoril v dolgo obliko, primerno za ocenjevanje MNL.

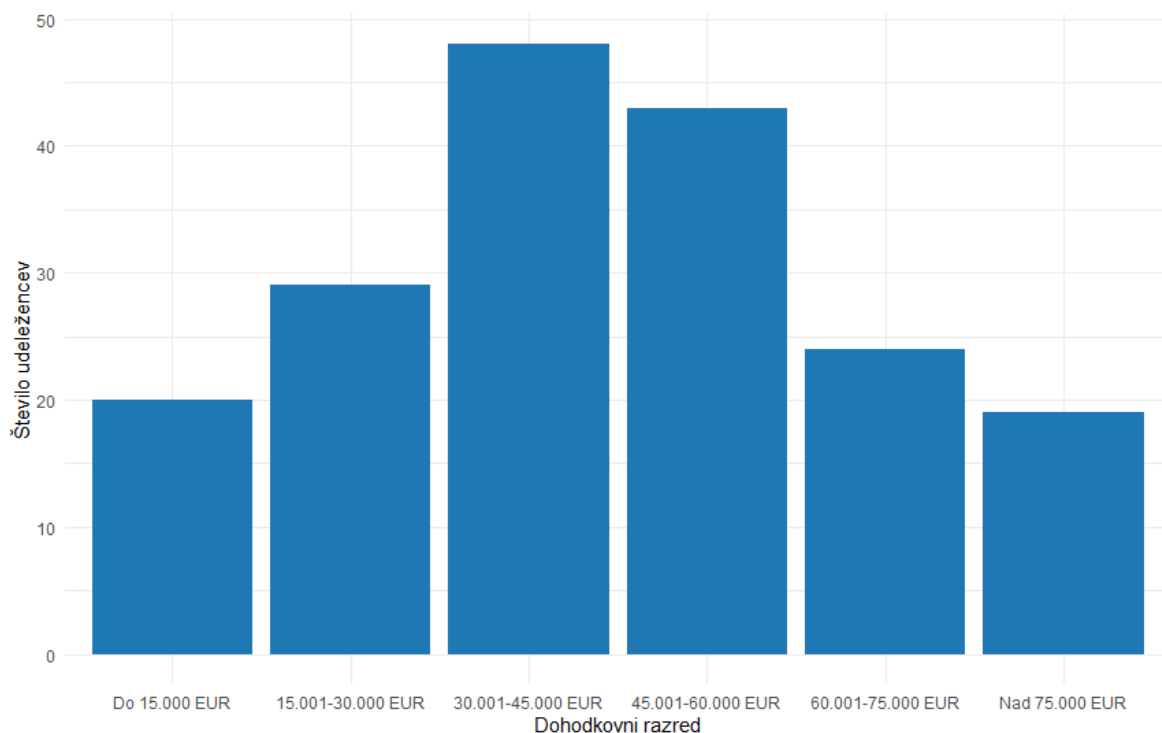
Po uspešni pretvorbi sem dobil strukturiran podatkovni niz, kjer vsaka izbira obsega natanko tri vrstice, od katerih ima ena vrednost izbire enako 1. Takšna struktura omogoča neposredno uporabo v ocenjevanju MNL in zagotavlja dosledno obravnavo vseh opazovanj.

5.3 Opis anketiranih oseb

Vzorec je raznolik in vključuje udeležence različnih starosti, izobrazbenih stopenj, dohodkovnih razredov ter različnih ravni izkušenj z vlaganjem in finančnim znanjem. Večina sodelujočih je stara med 26 in 60 let, pri čemer so skupine 26–35, 36–45 in 46–60 let zastopane razmeroma enakomerno, vsaka s približno 53 osebami. Mlajših od 25 let je bilo 22, starejših od 60 let pa le en udeleženec, kar pomeni, da vzorec zajema predvsem delovno aktivno populacijo. Izobrazbena struktura je izrazito visoka, saj ima 119 udeležencev univerzitetno izobrazbo, dodatnih 5 doktorat, medtem ko jih je 23 zaključilo srednjo šolo, 26 višjo strokovno šolo, 8 višješolsko izobrazbo, le 2 pa osnovno šolo.

Slika 5 prikazuje dohodkovno razporeditev, ki je razmeroma uravnotežena. Najpogostejši letni bruto dohodek z 48 anketiranci je v razredu 30.000–45.000 EUR, sledijo pa razredi 45.001–60.000 EUR z 43 anketiranci in 15.001–30.000 EUR z 29 anketiranci. V razred 60.001–75.000 EUR spada 24 anketirancev, v najnižji razred do 15.000 EUR jih je 20, medtem ko ima 19 anketirancev letni dohodek nad 75.000 EUR.

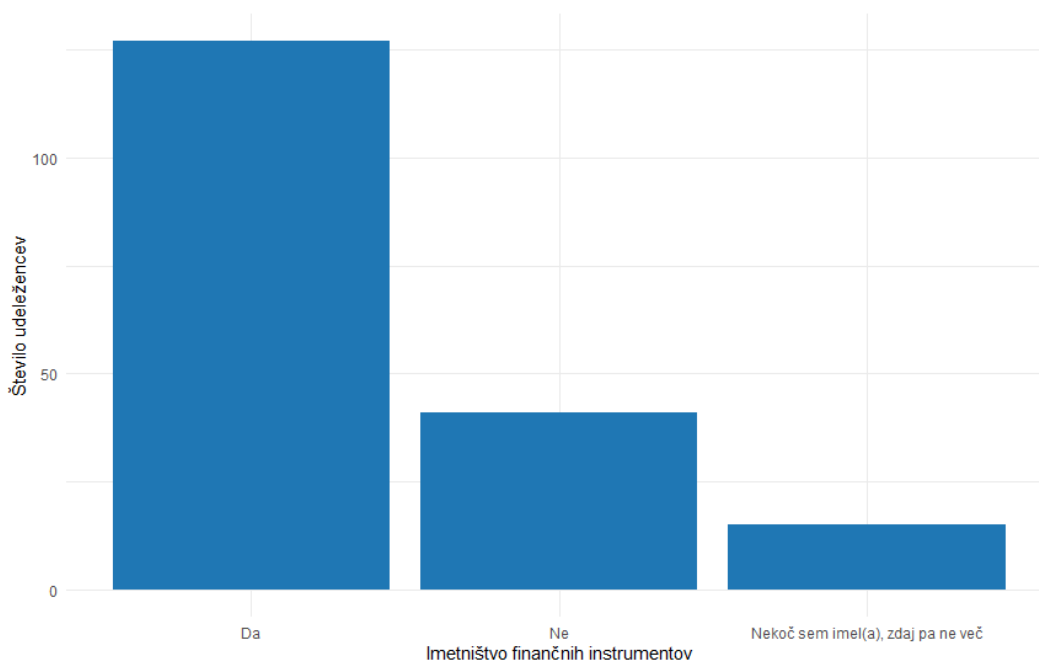
Slika 5: Porazdelitev anketirancev po dohodkovnih razredih



Vir: lastno delo.

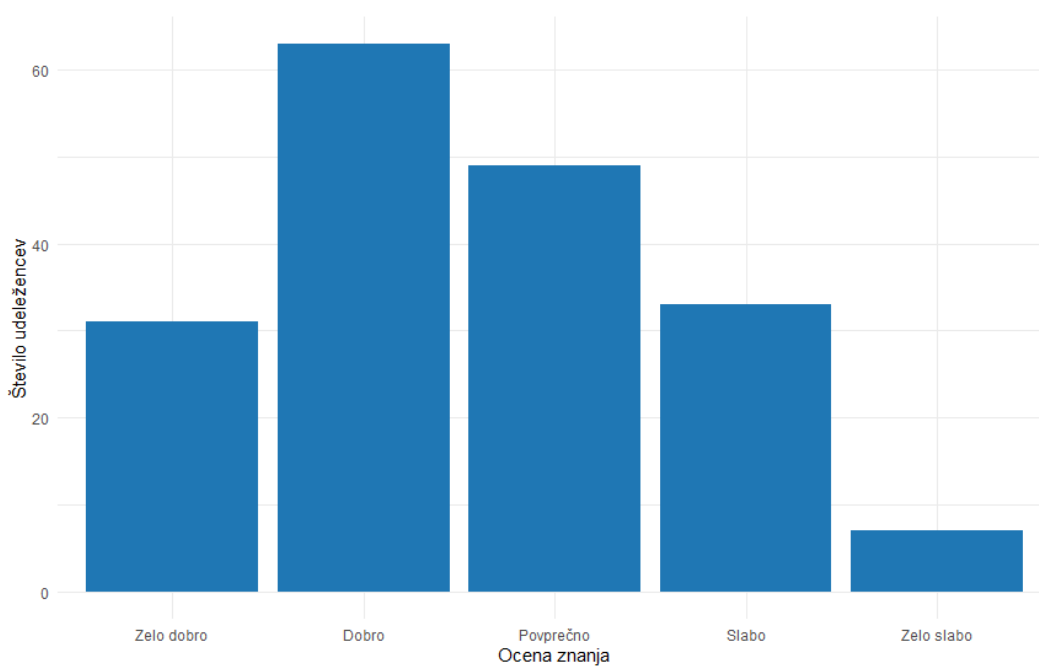
Slika 6 prikazuje izkušnje z vlaganjem. Večina anketirancev ima neposredne izkušnje z vlaganjem. Med 183 udeleženci je samo 41 takšnih, ki nimajo izkušenj z investiranjem v finančne instrumente.

Slika 6: Imetništvo finančnih instrumentov med anketiranci



Vir: lastno delo.

Slika 7: Lastna ocena finančnega znanja med anketiranci



Vir: lastno delo.

Slika 7 prikazuje samooceno znanja anketirancev o kapitalskem trgu, ki je razmeroma visoka. Poleg conjoint analize so imeli anketiranci možnost samostojno razvrstiti spodbude po pomembnosti. Izbirali so med nižjimi davki, nižjimi provizijami, jasnejšimi informacijami in finančno izobrazbo, večjo zaščito vlagateljev ter spodbudami države pri privatizaciji. Razvrstitev ni bila obvezna za vse možnosti, posamezne izbire pa sem ovrednotil z utežmi po padajočem sistemu, kot je prikazano v tabeli 12.

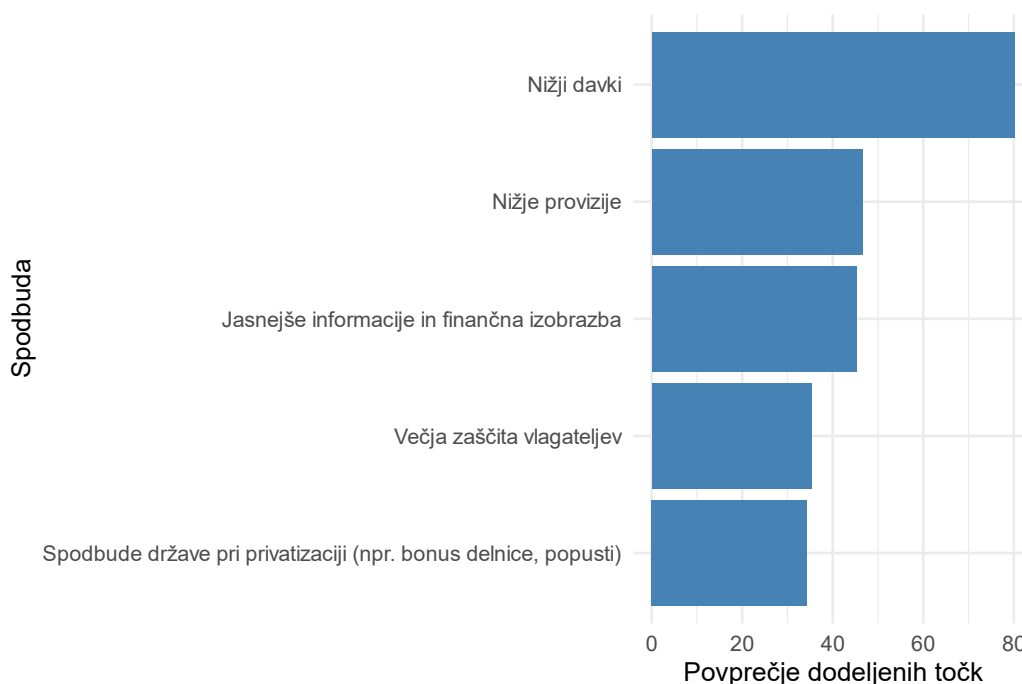
Tabela 12: Točkovanje lastne razvrstitve spodbud

Mesto	Točke
1	100
2	50
3	33,333
4	25
5	20
Brez izbire	0

Vir: lastno delo.

Na podlagi tovrstnega točkovanja so bili izračunani povprečni rezultati za vsako od spodbud. Rezultate prikazujem na sliki 8 in kažejo na izrazit konsenz glede pomembnosti nižjih davkov s povprečnim rezultatom 76 točk. Nato sledijo nižje provizije z rezultatom 37 in presenetljivo na tretjem mestu jasnejše informacije in finančna izobrazba z rezultatom 36. Večja zaščita vlagateljev in spodbude države pri privatizaciji sta prejeli nekoliko nižji povprečni oceni, 27 oziroma 26 točk.

Slika 8: Rezultati lastne razvrstitve spodbud



Vir: lastno delo.

Neposredni odzivi anketirancev kažejo, da vlagatelji davčne olajšave dojemajo kot najmočnejši vzvod za oživitev kapitalskega trga. Relativno visoko so ocenjene tudi boljše informacije in finančna pismenost, kar potrjuje zaznano potrebo po učinkovitejši komunikaciji in izobraževanju vlagateljev. Nižje provizije ostajajo pomemben dejavnik, vendar jih redkeje postavljajo na prvo mesto, kar nakazuje, da jih vlagatelji bodisi jemljejo kot samoumevne bodisi že razpolagajo z alternativami z nižjimi stroški trgovanja.

5.4 Ugotovitve conjoint analize

Na podlagi zbranih podatkov sem ocenil MNL, ki kvantitativno ocenjuje vpliv posameznih ravni atributov na izbiro alternativ. Model sem ocenil z metodo največjega verjetja v okviru modela diskretne izbire naključne koristnosti, pri čemer sem uporabil funkcijo mlogit v programskem okolju R. V analizo so bile vključene vse štiri skupine atributov z vnaprej definiranimi ravni. Referenčne ravni so bile določene na podlagi obstoječega stanja v Sloveniji, zato vsaka ocenjena vrednost predstavlja vpliv posamezne ravni v primerjavi z obstoječim stanjem oziroma referenčno ravni znotraj istega atributa.

Statistično značilnost modela sem preveril s testom razmerja verjetij (angl. likelihood ratio test), ki je pokazal visoko statistično značilnost celotnega modela ($LR = 3401,68$, $df = 6$, $p < 0.001$). To pomeni, da model kot celota pomembno izboljša pojasnjevalno moč v primerjavi z modelom brez pojasnjevalnih spremenljivk, kar omogoča zavrnitev ničelne hipoteze, da so vsi koeficienti enaki nič. Večina ocenjenih koeficientov atributov je bila statistično značilna, kar potrjuje obstoj preferenc anketirancev in vpliv posameznih ravni atributov na izbirne odločitve.

V tabeli 13 predstavljam ocenjene koeficiente b za vsako raven atributa. Referenčne ravni v tabeli niso zajete, za njih velja $b = 0$. Navedene so tudi standardne napake se , z -vrednosti, p -vrednosti in 95 % intervali zaupanja. Koeficiente, katerih interval zaupanja ne vključuje ničle, štejemo za statistično značilne na 5 % ravni.

Tabela 13: Ocene koeficientov za posamezne ravni atributov

Raven atributa	b	se	z	p	Interval zaupanja
Enotna davčna stopnja 10 %	0,858	0,079	10,88	< 0,001	(0,704 ; 1,013)
Enotna davčna stopnja 15 %; 0 % po 15 letih	0,720	0,080	8,98	< 0,001	(0,563 ; 0,877)
0 % davek po 10 letih od odprtja računa	0,347	0,075	4,61	< 0,001	(0,200 ; 0,495)
5 % davek po 3 letih od odprtja računa	0,138	0,077	1,80	0,073	(-0,013 ; 0,289)
Enotna posredniška provizija 0,35 %	0,416	0,075	5,54	< 0,001	(0,269 ; 0,563)

se nadaljuje

Tabela 13: Ocene koeficientov za posamezne ravni atributov (nad.)

Raven atributa	<i>b</i>	<i>se</i>	<i>z</i>	<i>p</i>	Interval zaupanja
Znižana provizija za aktivne vlagatelje (0,5%-0,1%)	0,179	0,077	2,33	0,020	(0,028 ; 0,331)
1 bonus delnica za vsakih 10 delnic če jih imate v lasti najmanj 18 mesecev	0,352	0,077	4,58	< 0,001	(0,202 ; 0,503)
5 % popust na ponudbeno ceno delnice	0,272	0,077	3,53	< 0,001	(0,121 ; 0,423)

Vir: lastno delo.

Pozitivna vrednost *b* pomeni, da ima dana raven atributa pozitiven vpliv na uporabnost alternative in s tem poveča verjetnost izbire v primerjavi z referenčno ravno. Negativna vrednost bi pomenila znižanje privlačnosti. Velikost koeficienta odraža moč vpliva. Višja kot je *b*, večji je prispevek k skupni koristnosti alternative.

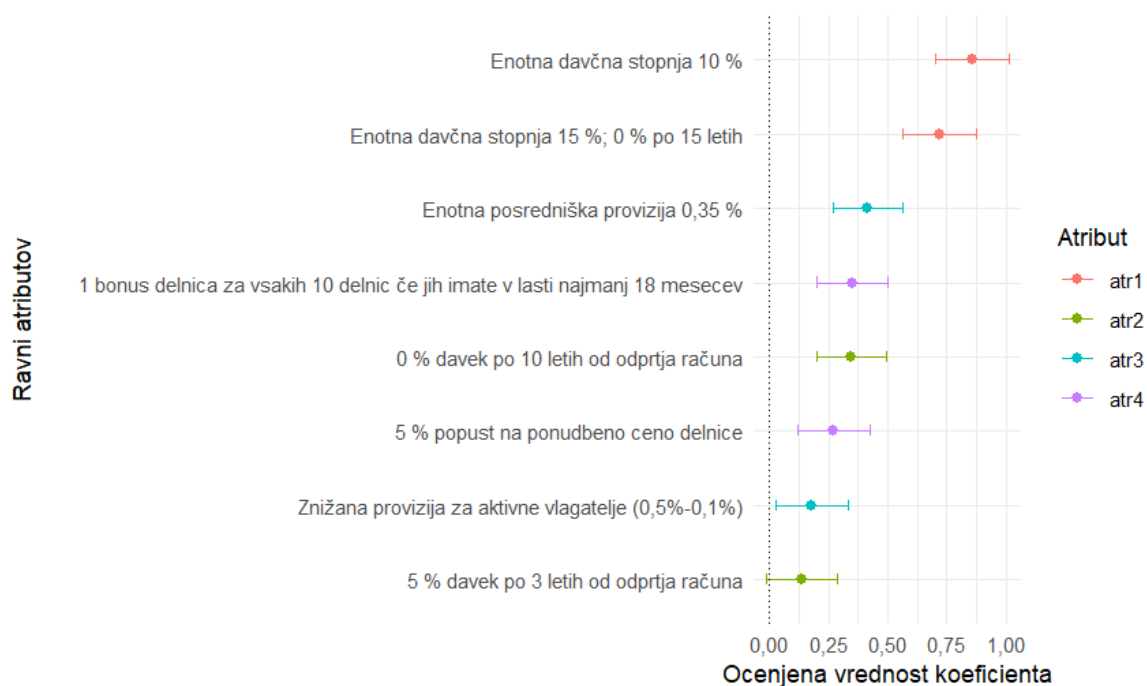
Analiza nakazuje, da imajo nižje in enostavne obdavčitve dobička pomemben pozitiven vpliv na izbiro alternativ, pri čemer sta tako enotna davčna stopnja 10 % ($b = 0,858$, $p < 0,001$) kot 15 % z oprostitvijo po določenem obdobju ($b = 0,720$, $p < 0,001$) statistično značilni in izrazito bolj privlačni za vlagatelje kot referenčna ureditev z začetno 25 % stopnjo. Pri posebni davčni ureditvi za INR se popolna oprostitvev po 10 letih izkaže kot statistično značilen ukrep ($b = 0,347$, $p < 0,001$), medtem ko krajša oprostitvev po treh letih s 5 % davkom ni dosegla statistične značilnosti ($b = 0,138$, $p = 0,073$), kar kaže, da vlagatelji temu ukrepu ne pripisujejo posebne vrednosti. Nižja posredniška provizija v višini 0,35 % ima močan pozitiven učinek ($b = 0,416$, $p < 0,001$), medtem ko dodatno znižanje za aktivne stranke, pri katerem se provizija postopoma zmanjšuje od 0,5 % do 0,1 %, doseže zmeren a statistično značilen vpliv ($b = 0,179$, $p = 0,020$). To kaže, da so vlagatelji občutljivi na višino transakcijskih stroškov. Med dodatnimi spodbudami sta se kot učinkoviti izkazali tako bonus delnica ($b = 0,352$, $p < 0,001$) kot 5 % popust na delnico ($b = 0,272$, $p < 0,001$). Oba ukrepa znatno povečata privlačnost sheme, razlika med njima pa ni statistično pomembna.

Z uporabo 95 % intervalov zaupanja, izračunanih po formuli

$$b \pm 1,96 \times se \quad (4)$$

je razvidno, da sem za posebno davčno ureditev INR, ki predvideva 5 % davek po 3 letih, dobil spodnjo mejo intervala približno $-0,013$, torej interval skoraj vključuje ničlo. To kaže na nizko zanesljivost ocene učinka. Slika 9 prikazuje ocenjene koeficiente in pripadajoče intervale zaupanja za posamezne ravni atributov.

Slika 9: Ocenjene vrednosti koeficientov in intervali zaupanja



Vir: lastno delo.

Ocenil sem tudi relativno pomembnost posameznih atributov z izračunom razpona delnih koristnosti znotraj vsakega atributa. Razpon za atribut j sem določil po naslednji formuli:

$$R_j = \max(\beta_j) - \min(\beta_j) \quad (5)$$

Nato sem izračunal delež pomembnosti posameznega atributa kot razmerje med razponom R_j in vsoto razponov vseh atributov:

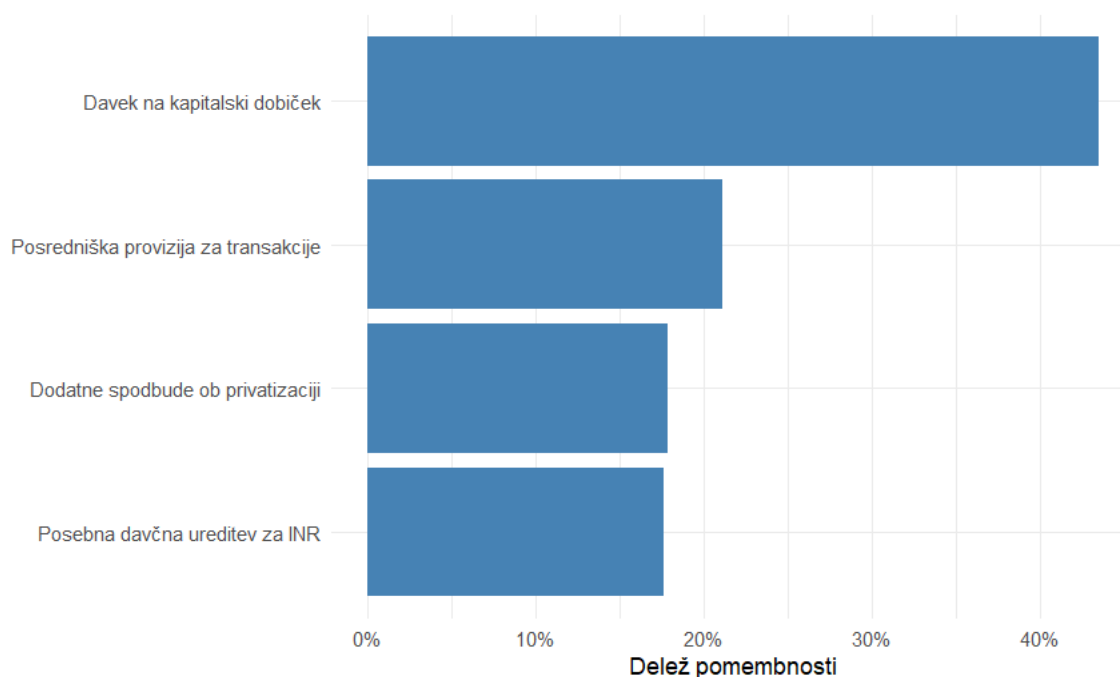
$$I_j = \frac{R_j}{\sum_i R_i} \quad (6)$$

kjer je (QuestionPro, brez datuma):

- I_j relativna pomembnost atributa j ;
- R_j razpon delnih koristnosti za atribut j ;
- $\sum_i R_i$ vsota razponov vseh atributov i .

Relativna pomembnost posameznih atributov je prikazana na sliki 10. Rezultati analize kažejo, da davčna stopnja na dobiček predstavlja približno 43 % skupnega vpliva, preostali atributi pa so prispevali med približno 17,6 % in 21 %. To pomeni, da spremembe davčne ureditve najbolj vplivajo na razliko v uporabnosti ponudb, medtem ko so preostali atributi pomembni, a bistveno manj.

Slika 10: Relativna pomembnost atributov



Vir: lastno delo.

5.5 Povzetek in interpretacija ugotovitev

Analiza potrjuje ključne ugotovitve, ki jih umeščam v kontekst ciljev raziskave in začetnih hipotez. Osrednji namen je bil opredeliti tiste dejavnike in značilnosti ukrepov, ki imajo največji potencial za spodbujanje vlagateljev, ter preveriti zanesljivost in uporabnost ugotovitev za oblikovanje politik.

Rezultati kažejo, da anketiranci jasno razlikujejo med alternativami glede na njihove lastnosti. Večina ocenjenih ravni atributov je statistično značilna, kar pomeni, da pomembno vplivajo na odločanje vlagateljev. MNL se je pri tem izkazal kot ustrezen in učinkovit analitični pristop za kvantitativno ovrednotenje preferenc.

Med vsemi atributi ima davek na kapitalni dobiček najizrazitejši vpliv na izbiro. Predstavlja skoraj polovico skupnega vpliva na zaznano uporabnost alternativ. Nižje davčne stopnje so bile najpogostejše preferirane, medtem ko je bila obstoječa ureditev z začetno 25 % stopnjo in postopnim zniževanjem izrazito nepriljubljena. Tudi neposredna razvrstitev ukrepov s strani anketirancev potrjuje osrednji pomen davčnih olajšav pri spodbujanju dolgoročnega naložbenega okolja.

Predlog posebne davčne ureditve za INR, ki predvideva 5 % obdavčitev po treh letih, ni bil statistično značilen. Povprečni vlagatelj tega ukrepa ne zaznava kot bistveno privlačnejšega v primerjavi z daljšo časovno dinamiko, ki vodi do popolne oprostitve. Takšna ugotovitev

nakazuje, da delna davčna razbremenitev po krajšem obdobju ni zadostna za učinkovit premik v vedenju vlagateljev. Na splošno se je davčna ureditev za INR izkazala za najmanj vpliven atribut med preučevanimi dejavniki.

Dodatne spodbude v okviru privatizacije, kot sta bonus delnica in popust pri nakupu, pomembno prispevata k večji privlačnosti alternativ, vendar je njun vpliv manjši v primerjavi z davčnimi ali stroškovnimi spremembami. Ker sta si po učinkovitosti približno enakovredni, je pri izboru med njima smiselno upoštevati stroškovno in izvedbeno učinkovitost za državo. V modelu se sicer bonus delnica kaže kot nekoliko učinkovitejša spodbuda.

Znižanje posredniških provizij je bilo prepoznano kot drugi najpomembnejši dejavnik pri izbiri. Nižja provizija v višini 0,35 % znatno povečuje verjetnost izbire posamezne alternative. To potrjuje, da so vlagatelji cenovno občutljivi in da lahko konkurenčna stroškovna struktura pomembno prispeva k večji aktivnosti in angažiranosti vlagateljev na kapitalnem trgu.

6 PREDLOGI ZA IZBOLJŠAVE SLOVENSKEGA KAPITALSKEGA TRGA

Na podlagi primerjalne in conjoint analize izpostavljam ukrepe, ki nadgrajujejo Strategijo razvoja trga kapitala 2023–2030. Namen predlogov je pospešiti razvoj trga, kjer je status razvijajočega trga razumljen kot vmesna faza in ne končni cilj.

Eden ključnih vzvodov je optimizacija obdavčitve kapitalskih dobičkov. Analiza je pokazala, da ima višina in preglednost davka najmočnejši vpliv na zaznavanje naložbenega okolja. Anketiranci so izrazito negativno ocenili obstoječi davčni režim in dosledno preferirali nižje in enostavnejše davčne stopnje. Primerjalna analiza evropskih praks potrjuje, da slovenska ureditev občutno odstopa od konkurenčnejših davčnih režimov v državah z razvijajočimi se trgi, kjer so davčne stopnje nižje. Začetna stopnja 25 % je primerljiva z razvitimi trgi, vendar Slovenija kot majhen, robni trg ne nudi proporcionalnih koristi.

Predlagam uvedbo enotne davčne stopnje v višini 10 % na kapitalске dobičke, ne glede na trajanje naložbe, kar bi odpravilo spodbudo za dolgoročno zadrževanje delnic in spodbudilo večjo likvidnost. To bi zmanjšalo administrativne zaplete in izboljšalo predvidljivost davčnega režima, kar je ključno za krepitev zaupanja vlagateljev ter pospešitev dinamike trgovanja. Kljub nižji nominalni obdavčitvi ima poenostavljena davčna ureditev potencial za ustvarjanje stabilnega in učinkovitega fiskalnega izplena, zlasti če se hkrati izboljšata obseg in hitrost prometa na trgu. Konkurenčna davčna politika na področju kapitalskih dobičkov bi lahko prispevala k preusmeritvi dela zasebnega kapitala iz nepremičninskega sektorja v finančne instrumente ter s tem ustvarila širše pozitivne učinke za gospodarstvo.

INR predstavlja pomembno novost strategije in pozitiven korak k spodbujanju vlaganj gospodinjstev v kapitalski trg. Conjoint analiza kaže, da je trenutna zasnova manj privlačna od drugih spodbud, saj je atribut dosegel najnižjo relativno pomembnost. Razlog za to je lahko tudi nepoznavanje koncepta, ki v praksi še ne obstaja. Za uspešno uvedbo bo zato nujna ciljno usmerjena promocija in izobraževanje javnosti o namenu in prednostih instrumenta. Smiselno bi bilo razmisliti tudi o nadgradnji zasnove, denimo o krajšem obdobju za pridobitev davčnih ugodnosti, kot je značilno v večini tujih ureditev, kjer obdobje praviloma ne presega petih let.

Za širitev baze vlagateljev in povečanje likvidnosti je ključna tudi aktivacija prebivalstva prek privatizacij in novih IPO. Država še vedno obvladuje pomembne deleže v več podjetjih, ki kotirajo na borzi, kar zmanjšuje prosti obtok delnic. Drugi val v obliki delne privatizacije, ki bi moral biti izveden s poudarkom na spodbujanju delniške kulture, bi lahko povečal globino trga in okrepil zaupanje vlagateljev. Učinkovit pristop vključuje usmerjeno vključevanje malih vlagateljev prek popustov na ponudbeno ceno in bonus delnic, kar so uspešno uporabile številne evropske države.

7 SKLEP

Slovenija je kljub več kot dvema desetletjema razvoja svojega finančnega sistema še vedno uvrščena med robne trge, kar je posledica številnih strukturnih omejitev, kot so nizka likvidnost, omejeno število izdajateljev in nizko zaupanje vlagateljev. Strategija razvoja trga kapitala 2023–2030 si v takšnem okolju ambiciozno prizadeva za preboj med razvijajoče se trge. Vendar dosežen status razvijajočega se trga ne sme predstavljati končnega cilja, temveč odskočno desko za nadaljnji napredek. V tem kontekstu dodatni ukrepi in reforme ne bi smeli čakati na novo strateško obdobje po letu 2030. Pridobitev oznake razvijajočega se trga naj tako predstavlja potrditev napredka in hkrati zavezo k nadaljnjim korakom na poti v smeri razvitega trga.

Dolgoročno mora Slovenija stremeti k oblikovanju naprednega, odpornega in mednarodno konkurenčnega kapitalskega sistema, primerljivega s tistimi v najbolj razvitih gospodarstvih. Takšen razvoj zahteva celovit in trajnosten pristop, ki presega posamezne parcialne ukrepe. Tuje izkušnje kažejo, da največji napredek prinaša usklajeno delovanje na več ravneh, med drugim krepitev finančne pismenosti, vzpostavitev privlačnega naložbenega okolja, omogočanje dostopnih in zanesljivih poti za investiranje ter spodbujanje zaupanja z učinkovitim pravnim varstvom in preglednim delovanjem trga. Ti elementi ustvarjajo pozitivno povratno zanko, ki spodbuja dolgoročne naložbe, utrjuje delniško kulturo in krepi odpornost kapitalskega trga.

Z magistrskim delom želim predstaviti vizijo kapitalskega trga, ki presega trenutno fragmentirano realnost. Prihodnji razvoj mora temeljiti na oblikovanju bolj dinamičnega, privlačnega in mednarodno povezanega trga kapitala. To vključuje okolje z večjo

likvidnostjo in širšim naborom domačih ter tujih izdajateljev, ob hkratni krepitvi institucionalnih vlagateljev in zaupanja malih vlagateljev. Slovenija bi se morala postopoma uveljaviti kot povezovalna točka med razvitimi zahodnoevropskimi trgi in kapitalskimi trgi jugovzhodne Evrope. Potrebno je izkoristiti geostrateško lego, stabilne institucije in strokovno znanje za oblikovanje vključujočega, inovativnega in odprtega kapitalskega okolja. Pri tem bo ključno tudi poglobljeno regionalno sodelovanje in nadaljnje povezovanje borzne ter klirinške infrastrukture z bližnjimi trgi, kar bo povečalo prepoznavnost slovenskega trga in okrepilo likvidnost z več čezmejnimi transakcijami.

V empiričnem delu naloge sem s pomočjo conjoint analize preferenc malih vlagateljev kvantitativno preveril, kateri ukrepi bi najbolj povečali privlačnost kapitalskega trga. Ugotovil sem, da imajo davčne spodbude največjo težo pri oblikovanju odločitev, saj ta atribut predstavlja skoraj polovico relativne pomembnosti. Nižje enotne davčne stopnje so bile v očeh anketirancev bistveno bolj privlačne, medtem ko so obstoječo ureditev ocenili kot izrazito nepriljubeno. Znižanje transakcijskih stroškov se je izkazalo kot drugi najpomembnejši dejavnik, kar potrjuje visoko cenovno občutljivost vlagateljev in potrebo po stroškovno konkurenčnem okolju za trgovanje.

Dodaten potencial sem prepoznal tudi v spodbudah, ki spremljajo privatizacije, kot so bonus delnice ali popusti na ponudbeno ceno. Posebna davčna ureditev za INR je bila med analiziranimi atributi najmanj privlačna, hkrati pa je vključevala edino statistično neznačilno raven. To lahko po mojem mnenju deloma pripišemo dejstvu, da ta račun še ni vzpostavljen, zato anketiranci njegovih učinkov niso mogli ustrezno ovrednotiti. Vseeno rezultati ponujajo trdno empirično podlago za oblikovanje usmerjenih ukrepov, ki lahko učinkovito povečajo udeležbo vlagateljev na slovenskem trgu kapitala.

Prepričan sem, da lahko slovenski kapitalski trg z doslednim izvajanjem nadaljnjih ukrepov, dolgoročno usmerjenostjo ter sistematično in vztrajno implementacijo reform postane bolj likviden, odporen na zunanje šoke in bistveno privlačnejši za vlagatelje. Na ta način ne bomo zgolj dosegli formalnih klasifikacij, temveč bomo vzpostavili trdne temelje za trajnostni gospodarski razvoj. Verjamem, da se lahko vizija razvitega, zaupanja vrednega in učinkovitega kapitalskega trga uresniči le ob takšni strateški naravnosti.

SEZNAM KLJUČNE LITERATURE

1. Bats, J. V., in Houben, A. C. F. J. (2020). Bank-based versus market-based financing: Implications for systemic risk. *Journal of Banking and Finance*, 114. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105776>
2. Bayraktar, N. (2014). Measuring relative development level of stock markets: Capacity and effort of countries. *Borsa Istanbul Review*, 14(2), 74–95. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2014.02.001>

3. Beck, T., in Levine, R. (2002). Industry growth and capital allocation: does having a market-or bank-based system matter? *Journal of Financial Economics*, 64(2), 147–180. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00074-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00074-0)
4. Bekaert, G., in Harvey, C. R. (1998). Capital Markets: An Engine for Economic Growth. *The Brown Journal of World Affairs*, 5(1), 33–53. <https://about.jstor.org/terms>
5. Bekaert, G., Harvey, C. R., in Lundblad, C. (2005). Does financial liberalization spur growth? *Journal of Financial Economics*, 77(1), 3–55. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.05.007>
6. Damijan, S., in Damijan, J. P. (2019). Corporate Governance in Slovenia: Working at Last? *Corporate Governance and Organizational Behavior Review*, 3(2), 40–51. https://doi.org/10.22495/cgobr_v3_i2_p4
7. Demirgüç-Kunt, A., in Maksimovic, V. (2002). Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 337–363. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00145-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00145-9)
8. King, R. G., in Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717–737. <https://doi.org/10.2307/2118406>
9. Levine, R., in Zervos, S. (1998a). Capital Control Liberalization and Stock Market Development*. *World Development*, 26(7), 1169–1183. [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(98\)00046-1](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(98)00046-1)
10. Ministrstvo za finance RS. (2023). *Strategija razvoja trga kapitala v Sloveniji za obdobje 2023-2030*. <https://www.gov.si/novice/2023-03-02-vlada-sprejela-strategijo-razvoja-trga-kapitala-v-sloveniji/>

LITERATURA IN VIRI

1. Andritzky, J. R. (2007). *Capital Market Development in a Small Country: The Case of Slovenia* (Working Paper No. 2007/229). <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Capital-Market-Development-in-a-Small-Country-The-Case-of-Slovenia-21325>
2. Banka Slovenije. (2025, 31. marec). *V projektu Bodi FIN (finančno izobražen nadobudnež) smo dobili rezultate vseslovenskega tekmovanja*. <https://www.bsi.si/sl/mediji/objave/v-projektu-bodi-fin-financno-izobrazen-nadobudnez-smo-dobili-rezultate-vseslovenskega-tekmovanja>
3. BET. (2017). *National Stock Exchange Development Fund - Bet site*. <https://www.bse.hu/Issuers/services-for-medium-sized-companies/national-stock-exchange-development-fund>
4. Bhattacharyay, B. N. (2011). *Bond Market Development in Asia: An Empirical Analysis of Major Determinants* (ADB Working Paper No. 300). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1898047>
5. Burger, J. D., Warnock, F. E., in Warnock, V. C. (2015). *Bond Market Development in Developing Asia* (Economics Working Papers No. 448). www.adb.org

6. Carvajal, A., in Elliott, J. (2007). *Strengths and Weaknesses in Securities Market Regulation: A Global Analysis*; Ana Carvajal and Jennifer Elliott; IMF Working Paper 07/259; November 1, 2007.
7. CCP Global. (brez datuma). *Central Counterparties*. Pridobljeno 25. maj 2025, s <https://ccp-global.org/central-counterparties>
8. Centralna Klirinško Depotna Družba. (2017). *KDD in slovensko okolje uspešno vključena v TARGET2-Securities*. <https://www.kdd.si/aktualno/kdd-in-slovensko-okolje-uspesno-vkljucena-v-target2-securiti-1>
9. Centralna Klirinško Depotna Družba. (2020, 27. februar). *KDD v partnerstvu z družbo Securities Grid Ltd predstavlja digitalno upravljanje pravic na osnovi DLT tehnologije*. <https://www.kdd.si/aktualno/kdd-v-partnerstvu-z-druzbo-securities-grid-ltd-predstavlja-d>
10. Chakraborty, S., in Ray, T. (2006). Bank-based versus market-based financial systems: A growth-theoretic analysis. *Journal of Monetary Economics*, 53(2), 329–350. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2005.01.003>
11. Claessens, S., Klingebiel, D., in Schmukler, S. (2002). *FDI and Stock Market Development: Complements or Substitutes?* by (Policy Research Working Paper No.2816). <https://documents1.worldbank.org/curated/en/788351468739466292/pdf/multi0page.pdf>
12. Clearstream. (2022, 14. april). *Market infrastructure - Slovenia*. <https://www.clearstream.com/clearstream-en/securities-services/market-coverage/market-infrastructure-slovenia-1280566>
13. Cortina, J. J., Didier, T., in Schmukler, S. L. (2016). *Corporate Borrowing and Debt Maturity The Effects of Market Access and Crises* (Policy Research Working Paper 7815). <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/693621473341481743/corporate-borrowing-and-debt-maturity-the-effects-of-market-access-and-crises>
14. Croissant, Y. (2020). mlogit: Random Utility Models in R. *Journal of Statistical Software*, 95(11). <https://doi.org/10.18637/jss.v095.i11>
15. Čadež, A. (2024). *Investment watchdog draws pathway for Slovenia's success*. <https://country-reports.net/investment-watchdog-draws-pathway-for-slovenias-success/>
16. Davis, R. L., Maslar, D. A., in Roseman, B. S. (2017). *Secondary Market Trading and the Cost of New Debt Issuance*. <https://pages.stern.nyu.edu/~jh4/SternMicroMtg/Old/SternMicroMtg2017/Papers/SecondaryMktTrading.pdf>
17. De Grange, L., González, F., Marechal, M., in Troncoso, R. (2024). Estimating multinomial logit models with endogenous variables: Control function versus two adapted approaches. *Transportation Research Part A*, 183. <https://doi.org/10.1016/j.tra.2024.104068>
18. De Gregorio, J., in Guidotti, P. E. (1995). Financial Development and Economic Growth. *World Development*, 23(3), 433–448. [https://doi.org/10.1016/0305-750X\(94\)00132-I](https://doi.org/10.1016/0305-750X(94)00132-I)

19. De La Torre, A., Gozzi, J. C., in Schmukler, S. L. (2007). *Capital Market Development: Whither Latin America?* (World Bank Policy Research Working Paper 4156). University of Chicago Press. <https://documents.worldbank.org/pt/publication/documents-reports/documentdetail/143761468091480807/capital-market-development-whither-latin-america>
20. Delbecque, B. (2024). *Household participation in capital market*. https://www.efama.org/sites/default/files/files/Household%20participation%20in%20capital%20markets_final.pdf
21. Demirguc-Kunt, A., Feyen, E., in Levine, R. (2012). *The Evolving Importance of Banks and Securities Markets* (Working Paper 18004). https://www.nber.org/system/files/working_papers/w18004/w18004.pdf
22. Demirgüç-Kunt, A., in Levine, R. (1999). *Bank-based and market-based financial systems - cross-country comparisons* (Policy, Research Working Paper No. WPS2143). <http://documents.worldbank.org/curated/en/259341468739463577>
23. Enache, C., Miloş, L. R., in Miloş, M. C. (2015). Pension reform and capital market development in Central and Eastern European countries. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 28(1), 75–84. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2015.1022388>
24. ESMA, EBA, in EIOPA. (2017, 30. avgust). *Joint Guidelines on the prudential assessment of acquisitions and increases of qualifying holdings in the financial sector*. [https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fwww.eba.europa.eu%2Fsites%2Fdefault%2Ffiles%2Fdocument_library%2FPublications%2FGuidelines%2F2016%2FJC-GL-2016-01%2F1054163%2FJC%2520GL%25202016%252001%2520or%2520JC%2520GL%25202017%252027-%2520CT%2520Updated%25202019%2520Consolidated%2520ESA%2520GLs%2520on%2520prudential%2520assessment%2520acquisitions.docx&wdOrigin=BROWSE LINK](https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fwww.eba.europa.eu%2Fsites%2Fdefault%2Ffiles%2Fdocument_library%2FPublications%2FGuidelines%2F2016%2FJC-GL-2016-01%2F1054163%2FJC%2520GL%25202016%252001%2520or%2520JC%2520GL%25202017%252027-%2520CT%2520Updated%25202019%2520Consolidated%2520ESA%2520GLs%2520on%2520prudential%2520assessment%2520acquisitions.docx&wdOrigin=BROWSE_LINK)
25. Evropska komisija. (2023a). *2023 country report: Slovenia* (Institutional paper 248). Publications Office of the European Union. <https://doi.org/10.2765/339082>
26. Evropska komisija. (2023b). *Monitoring the level of financial literacy in the EU*. <https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2953>
27. Evropska komisija. (2024). *2024 Country Report – Slovenia Accompanying the document Recommendation for a COUNCIL RECOMMENDATION on the economic, social, employment, structural and budgetary policies of Slovenia* (SWD(2024) 624 final). https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/237bde97-bc2e-4577-854d-f4c4c4ca5912_en?filename=SWD_2024_624_1_EN_Slovenia.pdf
28. Federal Ministry of Finance. (2023, 17. november). *Financing for the future*. https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Topics/Financial_markets/Articles/financing-for-the-future.html
29. Fontana, G. (2023, 9. marec). *Charted: Crypto popularity across the EU*. <https://www.weforum.org/stories/2023/03/charted-crypto-popularity-across-the-eu/>

30. Mishkin, F. (2022). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (13. izd.). Pearson Education Limited.
31. Fungáčová, Z. (2005). *Building a Castle on Sand: Effects of Mass Privatization on Capital Market Creation in Transition Economies* (Working Paper Series 256). <https://www.cerge-ei.cz/pdf/wp/Wp256.pdf>
32. Giovannini, A., Iacopetta, M., in Minetti, R. (2013). *Financial Markets Banks and Growth: Disentangling the Links*. <https://sciencespo.hal.science/hal-03460718v1>
33. Grigoli, F., Herman, A., in Schmidt-Hebbel, K. (2018). Saving in the world. *World Development*, 104, 257–270. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2017.11.022>
34. Guardiancich, I. (2016). Slovenia: The End of a Success Story? When a Partial Reform Equilibrium Turns Bad. *Europe - Asia Studies*, 68(2), 205–231. <https://doi.org/10.1080/09668136.2015.1126805>
35. Helveston, J. P. (2023). logitr: Fast Estimation of Multinomial and Mixed Logit Models with Preference Space and Willingness-to-Pay Space Utility Parameterizations. *Journal of Statistical Software*, 105(10). <https://doi.org/10.18637/jss.v105.i10>
36. Ho, S. Y. (2019). Macroeconomic determinants of stock market development in South Africa. *International Journal of Emerging Markets*, 14(2), 322–342. <https://doi.org/10.1108/IJoEM-09-2017-0341>
37. Hogan Lovells. (2019, 1. avgust). *Consequences of France's New PACTE Law (Action Plan for Business Growth and Transformation) on Corporate Governance*. <https://www.hugheshubbard.com/news/consequences-of-the-french-pacte-act-action-plan-for-growth-and-transformation-of-companies-on-the-corporate-governance-management-of-companies-based-on-their-interests-and-potentially-their-raison-detre-1>
38. Jackson, H. E., in Zhang, J. Y. (2015). *Private and Public Enforcement of Securities Regulation* (J. N. Gordon in W.-G. Ringe, Ur.; Let. 1). Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780198743682.013.39>
39. Kaserer, C., in Rapp, M. S. (2014). *Capital Markets and Economic Growth: Long-Term Trends and Policy Challenges*. <https://financeestonia.eu/wp-content/uploads/2014/05/research-paper---release-version---march-2014.pdf>
40. Keloharju, M., Knüpfer, S., in Torstila, S. (2008). Do Retail Incentives Work in Privatizations? *The Review of Financial Studies*, 21(5), 2061. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhl033>
41. Kpodar, K., Le Goff, M., Singh, R. J., in Mansoor, A. (2019). *Financial Deepening, Terms of Trade Shocks, and Growth Volatility in Low Income Countries* (Working Paper No. 2019/068). <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/03/25/Financial-Deepening-Terms-of-Trade-Shocks-and-Growth-Volatility-in-Low-Income-Countries-46681>
42. Krka. (brez datuma). *Letno poročilo 2024*. https://www.krka.si/_assets/Letno-porocilo-2024.pdf

43. La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., in Vishny, R. W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131–1150. <https://www.jstor.org/stable/2329518>
44. Laeven, L. (2014). *The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges* (Working Paper No. 2014/234). <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Development-of-Local-Capital-Markets-Rationale-and-Challenges-42551>
45. Levine, R., in Zervos, S. (1998b). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *The American Economic Review*, 88(3), 537–558. <https://www.jstor.org/stable/116848>
46. Ljubljanska borza. (brez datuma-a). *SBITOP - Arhivski podatki*. Pridobljeno 2. april 2025, https://ljse.si/si/indeks/365?isin=SI0026109882&tab=index_history&date_from=2023-12-29&date_to=2024-12-31
47. Ljubljanska borza. (brez datuma-b). *Segmenti borznega trga: Prva kotacija*. Pridobljeno 24. maj 2025, s <https://ljse.si/si/prva-kotacija/212>
48. Ljubljanska borza. (brez datuma-c). *SI ENTER*. Pridobljeno 25. maj 2025, s <https://sienter.si/>
49. Ljubljanska borza. (brez datuma-d). *Tečajnica*. Pridobljeno 2. april 2025, s
50. Ljubljanska borza. (brez datuma-e). *Tržni podatki: Promet*. Pridobljeno 2. april 2025, s <https://ljse.si/si/tecajnica/36>
51. Ljubljanska borza. (brez datuma-f). *Tržni podatki: Tržna kapitalizacija*. Pridobljeno 2. april 2025, s <https://ljse.si/si/trzna-kapitalizacija/40>
52. Ljubljanska borza. (brez datuma-g). *Tržni podatki: Uvrstitve finančnih instrumentov*. Pridobljeno 24. maj 2025, s <https://ljse.si/si/uvrstitve-financnih-instrumentov/46>
53. Luengnaruemitchai, P., in Ong, L. L. (2005). *An Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains* (Working Paper No. 2005/152). <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/An-Anatomy-of-Corporate-Bond-Markets-Growing-Pains-and-Knowledge-Gains-18348>
54. Magyar Nemzeti Bank. (brez datuma). *Growth Bond Programme (NKP)*. Pridobljeno 4. maj 2025, s <https://www.mnb.hu/monetaris-politika/novekedesi-kotvenyprogram-nkp>
55. Martinez Peria, M. S., in Schmukler, S. (2017). *Understanding the Use of Long-term Finance in Developing Economies* (Working Paper No. 2017/096).
56. Ministero delle Imprese e del Made in Italy. (brez datuma). *Credito d'imposta per la quotazione delle PMI*. Pridobljeno 4. maj 2025, s <https://www.mimit.gov.it/it/incentivi/credito-d-imposta-per-le-spese-di-consulenza-relative-alla-quotazione-delle-pmi>
57. Ministrstvo za finance RS. (brez datuma). *Kapitalski trg*. Pridobljeno 12. marec 2025, s <https://www.gov.si teme/kapitalski-trg/>
58. Ministrstvo za finance RS. (2025a). *Vpis druge ljudske obveznice je bil uspešen*. <https://www.gov.si/novice/2025-03-24-vpis-druge-ljudske-obveznice-je-bil-uspesen/>

59. Ministrstvo za finance RS. (2025b, 17. april). *Vlada potrdila predlog Zakona o individualnih naložbenih računih*. <https://www.gov.si/novice/2025-04-17-vlada-potrdila-predlog-zakona-o-individualnih-nalozbenih-racunih/>
60. Morgan Stanley Capital International. (brez datuma). *MSCI Market Classification*. Pridobljeno 3. maj 2025, s <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/market-classification>
61. Nasdaq. (brez datuma). *Nasdaq First North MTF Rules & Regulations*. Pridobljeno 21. april 2025, s <https://www.nasdaq.com/market-regulation/nordic/first-north-mtf-rules>
62. OECD. (2023). *Pensions at a Glance 2023: OECD and G20 Indicators* (OECD Pensions at a Glance). OECD. <https://doi.org/10.1787/678055dd-en>
63. Oxhammar, P., in Nilsoon, J. (2018, 12. januar). *FinTech Regulatory Sandbox established in Stockholm*. <https://blockchain.bakermckenzie.com/2018/01/12/fintech-regulatory-sandbox-established-in-stockholm/>
64. Prašnikar, J., Domadenik, P., in Koman, M. (2016). The Puzzle of State Ownership in Slovenia. *Montenegrin Journal of Economics*, 12(1), 37–63. <https://doi.org/10.14254/1800-5845/2016.12-1.2>
65. QuestionPro. (brez datuma). *Conjoint Analysis - Calculations / Methodology*. Pridobljeno 20. julij 2025, s <https://www.questionpro.com/help/conjoint-analysis-calculations-methodology.html>
66. RBC Investor Services. (2022, 1. junij). *Market profiles - Slovenia*. <https://www.rbcis.com/en/gmi/global-custody/market-profiles/market.page?dcr=templatedata/globalcustody/marketprofiles/data/slovenia>
67. RBC Investor Services. (2023, 4. januar). *Market Profiles - Latvia*. <https://www.rbcis.com/en/gmi/global-custody/market-profiles/market.page?dcr=templatedata%2Fglobalcustody%2Fmarketprofiles%2Fdata%2Flatvia>
68. Reiserer, A. (2019, 1. oktober). *Poland's capital market to underpin economic growth*. <https://www.ebrd.com/home/news-and-events/news/2019/polands-capital-market-to-underpin-economic-growth.html>
69. Rojas-Suarez, L. (2014). *Towards Strong and Stable Capital Markets in Emerging Market Economies* (BIS Papers No. 75). <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap75c.pdf>
70. SEE Link. (brez datuma). *About us*. Pridobljeno 26. maj 2025, s <http://www.see-link.net/about-us/15>
71. Sila, U. (2015). *Restoring the financial sector and corporate deleveraging in Slovenia* (OECD Economics Department Working Papers No. 1243, Let. 1243). <https://doi.org/10.1787/5jrxml3x8vq0-en>
72. STAkrog. (2023, 27. marec). *V Ljubljani so se začeli dnevi slovenskega kapitalskega trga*. <https://krog.sta.si/3154279/v-ljubljani-so-se-zaceli-dnevi-slovenskega-kapitalskega-trga>
73. Taylor, M., in Fleming, A. (1999). Integrated Financial Supervision Lessons of Scandinavian Experience. *Finance & Development*, 36. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/12/taylor.htm>

74. The Slovenia Times. (2024, 30. december). *The Slovenia Times*.
<https://sloveniatimes.com/42087/slovenian-stock-market-bullish-in-2024>
75. TIOmarkets. (2024, 27. junij). *CEE Stock Exchange Group (CEESEG): Explained*.
<https://tiomarkets.com/article/cee-stock-exchange-group-guide>
76. Trafela, A. (2025, 14. marec). *Poznate razlike med pokojninskimi stebri*.
<https://modra.si/2025/03/14/poznate-razlike-med-pokojninskimi-stebri/>
77. Vlada Republike Slovenije. (2024). *Srednjeročni fiskalno-strukturni načrt Republike Slovenije 2025-2028*.
https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/c252d826-5130-4408-969e-c94fc1483008_sl?filename=national_medium-term_fiscal-structural_plan_slovenia_sl.pdf
78. Wieland, I., Kovács, L., in Savchenko, T. (2020). The distinctive aspects of financial markets. *Financial Markets, Institutions and Risks*, 4(1), 51–59.
[https://doi.org/10.21272/fmir.4\(1\).51-59.2020](https://doi.org/10.21272/fmir.4(1).51-59.2020)
79. World Bank Group. (2019). *Enforcing Contracts*.
<https://archive.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/enforcing-contracts>
80. WTS Germany. (brez datuma). *The Financial Market Integrity Strengthening Act (FISG)*. Pridobljeno 4. maj 2025, s <https://wts.com/de-en/wts-in-germany/fisg>
81. Zagrebačka burza. (2022, 7. avgust). *Zagreb Stock Exchange acquired an additional stake in the Macedonian Stock Exchange*. <https://zse.hr/en/zagreb-stock-exchange-acquired-an-additional-stake-in-the-macedonian-stock-exchange/2481>

PRILOGE

Priloga 1: Pregled pravnega in regulatornega okvira izbranih držav članic EU

Država	Klasifikacija države	Prag, pod katerim prospekt ni potreben (v EUR)	Jamstvena shema (v EUR)	Dovoljeni jeziki za KID	Skladnost z EU zakonodajo
Avstrija	Razviti trg	5 mio.	20.000	nemščina	Ustrezna
Belgija	Razviti trg	5 mio.; 8 mio. za MTF Alternext ali MTF Marche Libre	20.000	nizozemščina, nemščina, francoščina	Ustrezna
Danska	Razviti trg	8 mio.	20.000	danščina	Ustrezna
Finska	Razviti trg	8 mio.	20.000	finščina, švedščina, angleščina	Ustrezna
Francija	Razviti trg	8 mio.	70.000	francoščina	Ustrezna
Nemčija	Razviti trg	8 mio.	20.000	nemščina	Ustrezna
Irska	Razviti trg	8 mio.	20.000	irščina, angleščina	Ustrezna
Italija	Razviti trg	8 mio.	20.000	italijanščina	Ustrezna
Nizozemska	Razviti trg	5 mio.	20.000	nizozemščina	Ustrezna
Norveška	Razviti trg	8 mio.	17.000 (200.000 NOK)	norveščina	Ustrezna
Portugalska	Razviti trg	8 mio.	25.000	portugalščina in drugi jeziki pod posebnimi pogoji	Ustrezna
Španija	Razviti trg	8 mio.; 5 mio. za kreditne institucije	100.000	španščina in drugi jeziki pod posebnimi pogoji	Ustrezna
Švedska	Razviti trg	2,5 mio.	22.500	švedščina	Ustrezna
Češka	Trg v razvoju	1 mio.	20.000	češčina in drugi jeziki	Ustrezna
Grčija	Trg v razvoju	5 mio.	30.000	grščina	Ustrezna
Madžarska	Trg v razvoju	1 mio.	100.000	madžarščina	Ustrezna
Poljska	Trg v razvoju	2,5 mio.	20.100	poljščina, angleščina za ETF-je	Ustrezna
Slovenija	Robni trg	5 mio.	22.000	slovenščina	Ustrezna

se nadaljuje

Priloga 1: Pregled pravnega in regulatornega okvira izbranih držav članic EU (nad.)

Država	Klasifikacija države	Prag, pod katerim prospekt ni potreben (v EUR)	Jamstvena shema (v EUR)	Dovoljeni jeziki za KID	Skladnost z EU zakonodajo
Hrvaška	Robni trg	8 mio.	20.000	hrvaščina in drugi jeziki pod posebnimi pogoji	Ustrezna
Estonija	Robni trg	5 mio.	20.000	estonsščina; angleščina	Ustrezna
Latvija	Robni trg	8 mio.	20.000	latvijščina, angleščina	Ustrezna
Litva	Robni trg	8 mio.	22.000	litovščina	Ustrezna
Romunija	Robni trg	1 mio.	20.000	romunščina	Ustrezna

Vir: lastno delo.

Priloga 2: Davčna analiza EU držav

Država	Davek na kapitalski dobiček	Davek od dividend	Poseben naložbeni račun	Delniška udeležba zaposlenih	MSP spodbude
Slovenija	25 % (znižuje se za 5 odstotnih točk vsakih 5 let imetništva; po 15 letih 0 %)	25 %	Predviden	NE	NE
Avstrija	27,5 %	27,5 %	NE	DA	DA
Belgija	0 %; načrtovana 10 % obdavčitev v letu 2026 in oprostitve prvih 10.000 evrov	30 %; letna oprostitve prvih 859 evrov	NE	DA	DA
Danska	27 % do praga ~9044 evrov (67.500 DKK) in 42 % nad tem	27 % do praga ~9044 evrov (67.500 DKK) in 42 % nad tem	DA	DA	DA
Finska	30 % do praga 30.000 evrov, nad tem z višjo stopnjo 34 %	Efektivno ~25,5 % do praga 30.000 evrov, nad tem efektivno 28,9 %	DA	DA	DA

se nadaljuje

Priloga 2: Davčna analiza EU držav (nad.)

Država	Davek na kapitalski dobiček	Davek od dividend	Poseben naložbeni račun	Delniška udeležba zaposlenih	MSP spodbude
Francija	30 % ali splošna dohodninska lestvica (progresivno do 45 %) pri čemer se priznajo olajšave na dolgi rok	30 % ali izbira progresivne obdavčitve, kjer se prizna 40 % odbitek	DA	DA	DA
Nemčija	Efektivno 26,375 % (enotna stopnja + solidarni dodatek 5,5 %) in letna olajšava 1.000 evrov	Efektivno 26,375 % (enotna stopnja + solidarni dodatek 5,5 %) in letna olajšava 1.000 evrov	NE	DA	DA
Irska	33 % in letna oprostitvev 1.270 evrov	25 %; efektivno do ~52 % za visoke dohodke	NE	DA	DA
Italija	26 %	26 %	DA	DA	DA
Italija	26 %	26 %	DA	DA	DA
Nizozemska	36 % na predpostavljen donos na leto	15 %	NE	DA	DA
Norveška	37,84 %	37,84 %	DA	DA	DA
Portugalska	28 %	28 %	NE	DA	DA
Španija	Progresivne stopnje od 19 % do 30 %	Progresivne stopnje od 19 % do 30 %	NE	DA	DA
Švedska	30 %	30 %	DA	DA	DA
Češka	15 % in oprostitvev po 3 letih	15 %	NE	NE	NE
Grčija	15 %	5 %	NE	NE	DA
Madžarska	15 %	15 %	DA	DA	NE
Poljska	19 %	19 %	DA	DA	NE
Hrvaška	10 % in oprostitvev po 2 letih	10 %	NE	NE	NE
Estonija	20 %	20 %	DA	DA	NE
Latvija	20 %	20 %	NE	DA	NE
Litva	15 %	15 %	NE	DA	NE
Romunija	3 % po enem letu se stopnja zniža na 1 %	10 %	NE	DA	NE

Vir: lastno delo.

Priloga 3: Struktura finančnih sredstev gospodinjstev leta 2022 po državah EU

Država	Delež finančnih sredstev v lasti gospodinjstev ob koncu leta 2022						Pokojninske sheme ob koncu leta 2022	
	Depoziti	Pokojninski skladi	Življenjska zavarovanja	Investicijski skladi	Dolžniški instrumenti	Delnice	v % BDP	v mio. evrov
Avstrija	55	11	10	14	4	6	6,9	30.930
Belgija	44	9	14	23	2	7	39,6	209.855
Hrvaška	61	29	4	3	1	2	33,8	18.377
Češka	66	9	4	13	4	5	8,8	24.885
Danska	20	22	37	10	1	10	192,3	732.574
Estonija	-	-	-	-	-	-	13	4.721
Finska	44	3	17	16	1	19	59	158.651
Francija	44	0	41	7	1	7	10,9	287.318
Nemčija	46	16	16	14	2	7	6,5	250.991
Grčija	83	1	5	4	2	4	0,9	1.814
Madžarska	49	5	5	15	23	4	4,2	7.006
Irska	47	33	15	1	0,2	4	26,7	135.493
Italija	44	8	20	18	7	3	11,3	216.105
Latvija	63	28	4	2	1	2	16,3	6.373
Litva	72	17	3	3	1	3	8,7	5.845
Nizozemska	25	62	7	4	0,3	2	150,7	1.445.794
Norveška	39	41	3	9	0,4	7	7,9	41.664
Poljska	75	10	3	6	1	5	6,7	44.234
Portugalska	70	7	11	8	1	2	17,1	40.861
Romunija	69	18	2	4	3	5	7,4	17.494
Slovaška	62	17	6	11	4	1	13,7	15.082
Slovenija	73	9	6	7	0,2	4	7	3.970

se nadaljuje

Priloga 3: Struktura finančnih sredstev gospodinjstev leta 2022 po državah EU (nad.)

Država	Delež finančnih sredstev v lasti gospodinjstev ob koncu leta 2022						Pokojninske sheme ob koncu leta 2022	
	Depoziti	Pokojninski skladi	Življenjska zavarovanja	Investicijski skladi	Dolžniški instrumenti	Delnice	v % BDP	v mio. evrov
Švedska	21	44	10	13	1	11	97,9	526.412
Španija	56	9	8	20	1	6	11,7	156.190
Švedska	21	44	10	13	1	11	97,9	526.412

Vir: Delbecque (2024) in OECD (2023).