

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

# **DIPLOMSKO DELO**

MATEJ AKRAPOVIČ

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO  
**TRGI KAPITALA V SREDNJI IN VZHODNI EVROPI**

LJUBLJANA, JUNIJ 2004

MATEJ AKRAPOVIČ

UVOD .....	1
1 FINANČNI TRG.....	3
1.1 Trg vrednostnih papirjev .....	3
2 KORISTI IN SLABOSTI TRGA KAPITALA ZA GOSPODARSTVO .....	4
2.1 Pomen domačega trga kapitala .....	4
3 RAZVOJ TRGOV KAPITALA V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH .....	6
3.1 Načini privatizacije v različnih državah .....	7
3.1.1 Prodaja državnega premoženja privatnim investitorjem. ....	7
3.1.2 Prodaja podjetij zaposlenim.....	7
3.1.3 Privatizacija z delitvijo premoženja gospodinjstvom .....	7
3.2 Razvoj borz v tranzicijskih državah .....	8
4 PREDSTAVITEV BORZ POSAMEZNIH DRŽAV .....	11
4.1 Slovenija .....	11
4.2 Poljska.....	13
4.3 Madžarska .....	15
4.4 Češka .....	16
4.5 Baltske države.....	18
5 SMISELNOST SAMOSTOJNEGA RAZVOJA TRGA KAPITALA V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH .....	20
5.1 Potrebni predpogoji za razvoj trga kapitala .....	20
5.2 Razvoj trga kapitala v tranzicijskih državah .....	20
5.3 Pravna ureditev trgov kapitala v tranzicijskih državah .....	21
5.3.1 Merjenje pravne zaščite vlagateljev v podjetja .....	21
6 PRIHODNOST BORZ V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH .....	24
7 POMEMBOST POSAMEZNIH FAKTORJEV ZA RAZVOJ BORZNIH TRGOV .....	27
7.1 Opredelitev faktorjev za razvoj borznega trga .....	27
7.2 Odvisnost tržne kapitalizacije in prometa na borzi od pojasnjevalnih spremenljivk od pojasnjevalnih spremenljivk .....	28
7.2.1 Odvisnost tržne kapitalizacije od pojasnjevalnih spremenljivk.....	28
7.2.2 Odvisnost letnega prometa na borzi od pojasnjevalnih spremenljivk .....	31
8 SKLEP.....	34
LITERATURA .....	36
VIRI.....	37
PRILOGE .....	i

## UVOD

Ob vstopu desetih novink v Evropsko unijo se je v teh državah na simboličen način končala tranzicija iz planskega v tržno gospodarstvo. Kljub neenakemu štartnemu položaju se je tranzicija pojmovala tudi kot nekakšna tekma med različnimi modeli gospodarskih reform. Nekatere države so izbrale hitrejši tempo, druge bolj postopnega. Vprašanje optimalnega prilagajanja pa še danes buri razprave med ekonomisti. Z vstopom Slovenije in ostalih novink v EU je cilj dosežen, po drugi strani pa je vstop v EU za nas šele začetek.

V literaturi in pogovornem jeziku se je za države srednje in vzhodne Evrope uveljavil izraz tranzicijske države. To naj bi pomenilo, da so te države na prehodu iz enega družbenoekonomskega sistema v drugega. Izraz tranzicija, ki pomeni le prehod iz enega stanja v drugega, je končana le na določenem specifičnem področju ekonomskih odnosov. V praksi je ekonomija dinamičen pojem in stvari se neprestano razvijajo. O začetku in koncu tranzicije je težko govoriti. Lahko bi za konec tranzicije označili sprejem vseh pravnih aktov, ki so uzakonili novi družbenoekonomski sistem, lahko pa bi za konec tranzicije označili šele čas v prihodnosti, ko se bodo tranzicijske države spet gospodarsko izenačile s svojimi gospodarsko bolj razvitimi sosedomi, kot so bile pred začetkom 2. sv. vojne.

Današnji čas je še posebej dinamičen in spremembe se kar vrstijo. Nove tehnologije so v dobrih 20 letih svet popolnoma spremenile. Razvoj informacijske tehnologije je močno povečal produktivnost. Še posebej pa je informacijska tehnologija vplivala na močno povečanje globalne konkurence in približevanje idealom popolne konkurence, kot jo je imel v mislih Adam Smith. Toda spremembe niso bile nikjer tako dramatične kot prav na področju financ. Danes lahko mednarodni investitorji v vsakem trenutku premikajo ogromne količine denarja z enega trga na drugega. Tudi trgi kapitala postajajo ob tem vse bolj povezani.

V svoji diplomski nalogi se bom ukvarjal s trgi kapitala v srednji in vzhodni Evropi (v nadaljevanju trgi kapitala tranzicijskih držav). Ti trgi so zaradi velikega gospodarskega potenciala kljub majhnosti za vlagatelje zelo zanimivi. Zaradi dorečenih pravil in urejenosti se bom predvsem posvetil organiziranim trgov kapitala oz. borzam. V luči sprememb in vse močnejših povezavah na globalnih trgih kapitala bi rad ugotovil možnosti za razvoj samostojnih trgov kapitala v tranzicijskih državah.

V svojem delu se bom oprl na različne že opravljene raziskave, ki pa so zaradi kratkih opazovanih obdobjih še precej nezanesljive. Zato bom raziskave dopolnil z novejšimi podatki in na podlagi tega ugotovil približno potencialno vrednost posameznih trgov v tranzicijskih državah. Ker so časovne serije kratke in so nekatere države borze ustanovile šele nedavno, sem v izračune vključil le države z daljšimi časovnimi vrstami. Od 26 tranzicijskih držav jih je do danes borze vzpostavilo že 22. V izračune sem vključil 15 držav, ki so borze najhitreje ustanovile. Podrobneje sem predstavil borze petih držav, ki so zaradi svoje velikosti ali drugih razlogov za nas najpomembnejše. Gre za Poljsko, Češko, Madžarsko, Slovenijo in Estonijo.

Zadnja je posebej zanimiva zaradi svojih že utečenih povezav z borzami sosednjih držav in držav EU.

V diplomski nalogi ugotavljam, kakšni so razvojni potenciali borz v tranzicijskih državah in ali je smiselno zagotavljati sredstva za samostojen razvoj trga kapitala. Samostojni razvoj trga kapitala nosi svoje stroške in koristi in v primerih, ko razvoj samostojnega trga kapitala za državo ne bi bil smotrno, sem za te države predlagal alternative za razvoj finančnega trga. Glede na to, da se v delu ukvarjam z najrazvitejšimi trgi kapitala v srednji in vzhodni Evropi, bodo morebitne ugotovitve o ekonomski neupravičenosti razvoja samostojnega trga kapitala pomenile, da tudi vsi ostali manjši trgi ne bodo mogli ostati konkurenčni kot samostojne enote in se bodo morali povezati z večjimi trgi kapitala. Diplomaska naloga je sestavljena iz sedmih poglavij.

V prvem poglavju sem na kratko predstavil finančni trg in trg vrednostnih papirjev.

Drugo poglavje govori o koristih in slabostih trga kapitala za gospodarstvo. Zajema vse skupine udeležencev trga kapitala in analizira njihove želje

Tretje poglavje podaja opis dosedanjega razvoja trga kapitala v tranzicijskih državah. Vsebinsko je povezano s četrtem poglavjem, ki podrobneje predstavlja posamezne pomembnejše tranzicijske države.

Peto poglavje proučuje smiselnost razvoja samostojnih kapitalskih trgov v tranzicijskih državah. Analizira možnosti za razvoj in je povezano s šestim poglavjem, ki govori o prihodnosti borz tranzicijskih držav.

Sedmo poglavje je središče raziskovalnega dela te diplomske naloge. V njem opredelim spremenljivke, ki pojasnjujejo razvoj kapitalskega trga in predstavim regresijske modele. Z njimi poskušam napovedati bodoči razvoj borz tranzicijskih držav.

V sklepu predstavim zaključke moje naloge in predlagam nekaj rešitev za optimalno rešitev problema samostojnega razvoja trgov kapitala

V začetnem delu uvoda sem namenoma govoril o trgih kapitala v tranzicijskih državah. Uporabljal sem množino, saj je danes večina teh trgov še nepovezana in ima vsak svoje nacionalne posebnosti. Ob vstopu v Evropsko unijo se nam vsem odpira perspektiva enotnega trga kapitala in morda ni daleč dan, ko bomo lahko govorili ne le o enotnem trgu kapitala v tranzicijskih državah, ampak o enotnem trgu kapitala Evropske unije.

# 1 FINANČNI TRG

Finančni trg je mehanizem, ki omogoča prenos finančnih prihrankov od suficitnih k deficitnim gospodarskim celicam. V najširšem pomenu zajema finančni trg ves pretok finančnih prihrankov, ne glede na to ali se trguje z vrednostnimi papirji ali pa gre za dvostranske odnose med posojilojemalci in posojilodajalci. Finančni trg ima za narodno gospodarstvo dva pozitivna učinka, in sicer posredniški učinek in učinek preoblikovanja premoženjskih oblik. Na osnovi prvega se povečuje delež varčevanja v narodnem dohodku, po zaslugi drugega učinka pa se v narodnem dohodku poveča delež realnega premoženja (Ribnikar, 1992, str. 172).

Finančni trg v najširšem smislu delimo na denarni trg in na trg kapitala. V praksi je za denarni trg privzeto trgovanje s kratkoročnimi vrednostnimi papirji<sup>1</sup>. Trg kapitala pa predstavljajo transakcije z dolgoročnimi vrednostnimi papirji. Trg kapitala ima v tržnem gospodarstvu zelo pomembno vlogo, saj posameznikom, podjetjem in državam omogoča da sodelujejo v procesu posojanja in izposojanja finančnih sredstev in na ta način sprejemajo dolgoročne odločitve glede investicij, varčevanja in potrošnje. Na ta način se omogoča prenos prihrankov kot redke dobrine k tistim investitorjem, ki jih bodo z družbenega vidika najbolje porabili (Deželan, 1996, str. 4).

## 1.1 Trg vrednostnih papirjev

Iznajdba vrednostnih papirjev je za posojanje denarja pomenila enako pomembno spremembo, kot jo je izum denarja pomenil za trgovino. Vrednostni papirji omogočajo posojilodajalcu, da svoj denar posodi za toliko časa, kot mu ustreza in v zameno pridobi iz terjatve določeno korist. Posojilojemalec, ki je navadno zainteresiran za izposojanje na daljši rok, tako lažje pridobi sredstva za dolgoročne investicije.

Trg vrednostnih papirjev delimo na primarni in sekundarni trg. Na primarnem trgu podjetje zbira prihranke investitorjev, da jih bo kasneje uporabilo za investicije v realne kapitalne dobrine. Ko so vrednostni papirji enkrat izdani, se z njimi trguje na sekundarnem trgu, ki investitorju zagotavlja likvidnost in željeno ročnost investicije (Haugen, 1986, str. 22).

V diplomski nalogi se bom ukvarjal z organiziranim sekundarnim trgom, ker je ta najbolj pregleden in podatki najbolj dostopni. Organiziran trg je deljen na več segmentov. Uvrstitev delnice podjetja v določen segment pa je odvisna od več dejavnikov. Najpomembnejši so obveznosti poročanja investitorjem, velikost podjetja, likvidnost njegovih delnic itd.

---

<sup>1</sup> Dospelost do 1 leta.

## 2 KORISTI IN SLABOSTI TRGA KAPITALA ZA GOSPODARSTVO

Dobro razvit trg kapitala nudi veliko koristi. Povečuje gospodarsko rast tako, da rastočim podjetjem zagotavlja cenejši dostop do kapitala. Podjetja niso več odvisna le od notranjih virov in se lahko hitreje razvijajo. Borze imajo tudi nekatere prednosti pred ostalimi načini zbiranja kapitala. Podjetja niso več tako odvisna od dolžniškega kapitala in so tako manj izpostavljena krizam ob morebitnih težavah pri servisiranju dolga. Znano je tudi da borze prispevajo k večji učinkovitosti podjetij z izboljšanjem upravljanja podjetij (Claessens, Djankov, Klingebiel, 2000, str. 1).

Poleg neposrednih učinkov se k prednostim razvitega trga kapitala prištevajo tudi posredne koristi. Te so (Park, Essayad, 1989, str. 70):

1. visoka zaposlenost in posledično višji davčni prihodki države,
2. bolj izobražena delovna sila,
3. razvoj dodatnih finančnih storitev,
4. večji dostop do novejših tehnologij, ki se lahko uporabljajo v storitvenem in proizvodnem sektorju,
5. mednarodni prestiž države,
6. boljše bonitetne ocene podjetij,
7. lažje izposojanje na mednarodnem trgu kapitala,
8. način diverzificiranja ekonomske baze države, ki blaži ciklična gibanja gospodarstva etc.

Po drugi strani pa lahko razvit trga kapitala nosi s seboj tudi neželjene posledice (Park, Essayad, 1989, str. 151-154):

1. vpeljava v mednarodne finančne tokove oslabi vpliv monetarne in ekonomske politike,
2. povišano povpraševanje lahko povzroči visoko inflacijo,
3. tuja konkurenca je lahko uničujoča,
4. stroški razvoja trga kapitala so lahko večji od koristi.

### ***2.1 Pomen domačega trga kapitala***

Na pomen domačega trga kapitala lahko gledamo skozi prizmo različnih udeležencev na tem trgu. Najpomembnejši udeleženci na trgu kapitala so (Koke, Schroder, 2002, str. 129-130):

#### **1. Podjetja**

Ta so večinoma zainteresirana za nizke stroške izdaje delnic ter nizke stroške uvrstitve in trgovanja na borzi. Stroški izdaje delnic bodo nizki, če je razmerje P/E visoko. Višje pa bo ob večjem zanimanju domačih in tujih investitorjev za delnico, kar je možno na likvidnem trgu

kapitala. Zato je v interesu podjetij izdajanje delnic na likvidnem trgu kapitala z nizkimi stroški izdajanja delnic<sup>2</sup>. Mnoga podjetja pa so zainteresirana za izdajo delnic na domačem trgu. Razloga sta najmanj dva. Podjetja so na domačem trgu bolj poznana in zato bolj zanimiva za investitorje, poleg tega pa jim je zaradi valutnih tveganj interes izdajati delnice v domači valuti. Tako se podjetje odloča med dvema možnostima. Po eni strani iščejo likviden trg, po drugi strani pa bi delnice radi izdajali na domačem trgu. Tako je od menedžmenta podjetja odvisno za katero možnost se bodo odločili.

## **2. Mednarodni vlagatelji**

Mednarodni vlagatelji so vedno zainteresirani za likviden trg, ki bo zmanjšal tveganje prodaje večjih količin vrednostnih papirjev. Njihova sredstva so za naše razmere zelo velika in to jim na majhnih trgih povzroča visoke stroške vstopa<sup>3</sup> in izstopa. Za tuje investitorje bi bil idealen en usklajen trg delnic tranzicijskih držav, ki ima možnost nastati s povezovanjem borz ob vstopu v EU.

## **3. Domači zasebni vlagatelji**

Domači vlagatelji želijo vlagati na likvidnem domačem trgu v lokalni valuti. Zasebni vlagatelji so večinoma manjši in niso popolnoma informirani, zato se raje držijo njim poznanega trga. Težava trgov v tranzicijskih državah je njihova nelikvidnost, kar domačim vlagateljem povzroča višje stroške vstopa in izstopa na trg.

## **4. Domači institucionalni vlagatelji**

Domači institucionalni vlagatelji so najpomembnejši dejavnik za razvoj in obstoj lokalnih trgov kapitala. Normalno upravljajo z znatno nižjimi sredstvi od mednarodnih investicijskih skladov, zato so bolj prilagodljivi na manj likvidnih domačih trgih. Ob vstopu v EU je večina domačih institucionalnih vlagateljev za domači trg privzela trg EU, zato obstaja možnost pobega z neperspektivnih domačih trgov.

## **5. Države<sup>4</sup>**

Za države lasten trg kapitala pomeni prestiž in čast, zato bodo še naprej spodbujale samostojen razvoj domačega trga kapitala. Države na domačem trgu lažje obdavčujejo kapitalske dobičke, poleg tega je veliko premoženja v tranzicijskih državah še vedno v državnih rokah in razvit trg kapitala jim nudi možnost prodaje deležev v podjetjih skozi čas po dobri ceni.

---

<sup>2</sup> Raziskave kažejo, da podjetja izdajajo delnice pod njihovo realno vrednostjo. Razlika med ceno, po kateri podjetja delnice prodajajo ob izdaji in njihovo vrednostjo na prvi dan kotacije na borzi, je večja, če je povpraševanje po delnicah manjše. V letih 1990-1998 je na madžarskem trgu ta razlika znašala v povprečju kar 22% (Schindele, Perotti, 2002).

<sup>3</sup> Stroški vstopa in izstopa so stroški nakupa ali prodaje večjih količin delnic in pa stroški informacij o posameznih delnicah.

<sup>4</sup> O pomenu trga za države je več napisanega v poglavju št. 3.



## 6. Borze

Povečanje trgovanja povečuje dobiček borz. V primeru, da bi borze postale samo posrednik ali trgovalni sistem za večje borze, bi bili ti dobički manjši. Vsaka posamezna borza namreč računa na večji razvoj tudi na škodo drugih manjših borz v tranzicijskih državah. Tudi Ljubljanska borza se poskuša povezovati preko skupnih trgovalnih sistemov z borzami v državah bivše Jugoslavije, a ji zaradi težav pri sukcesijskih vprašanjih to ni uspelo v zadovoljivi meri. Večina borz bo tako še nekaj časa zainteresiranih za samostojno pot in v najboljšem primeru povezovanje trgovalnih sistemov z ostalimi borzami. Priključitev k večjim borzam je mišljena le kot rezervna inačica ob neugodnem razpletu.

## 3 RAZVOJ TRGOV KAPITALA V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH

Med tranzicijske države štejemo bivše socialistične države, ki so po spremembah konec 80 let postale del kapitalističnega ekonomskega sistema. Kljub temu da niso vse države štartale iz iste štartne pozicije, saj so nekatere<sup>5</sup> že prej vpeljevale tržne cene, je za vse te države značilno, da so šle skozi obdobje tranzicije, ko se šele uveljavljajo tržni mehanizmi in institucije ki podpirajo novi sistem. Predvsem so pomembne spremembe na področju stabilizacije gospodarstva, liberalizacije in institucionalnega prestrukturiranja (Anderson, Kegels, 1998, str. 1).

Za socializem je bil značilen nerazvit finančni sektor, ko je monopolna banka opravljala funkcije izdajanja denarja, sprejemanja prihrankov prebivalstva in posojanja podjetjem. Bančni sistem je od prebivalstva pobiral prihranke in jih obrestoval po administrativno določeni obrestni meri, izdajal denar na zahtevo države<sup>6</sup> in posojal podjetjem. Posojanje ni temeljilo na osnovi ocene projektov in bonitete podjetij, temveč na osnovi državnih ukazov. Podjetja, ki kreditov niso mogla odplačevati, je država zaradi socialne varnosti varovala pred stečajem in kapital bank se je zaradi slabih dolgov sčasoma manjšal (Anderson, Kegels, 1998, str. 2).

Na dolgi rok socializem ni zagotavljal hitre gospodarske rasti. Tako je konec osemdesetih let prejšnjega stoletja na plan prišlo nezadovoljstvo množic, ki so z včasih mirno včasih pa z nasilnejšo revolucijo spreobrile politični sistem. Ena prvih nalog nove oblasti je bila privatizacija podjetij v državni ali družbeni lastnini.

Hitro privatizacijo so priporočali tudi mnogi mednarodnih finančni svetovalci. Teoretična podlaga teh nasvetov in eden najpomembnejših razlogov za tržni sistem je t. i. Coasejev teorem, ki dokazuje, da bo učinkovitost dosežena, če se bodo jasno definirale lastninske pravice. Za

---

<sup>5</sup> Madžarska, Poljska in Slovenija.

<sup>6</sup> Na ta način se je v nekaterih bolj zadolženih državah ustvarjala permanentna inflacija, ki je bila značilna za osemdeseta leta po dolžniški krizi.

učinkovitost naj ne bi bilo pomembno, kdo ima lastninske pravice, ampak da so te jasno definirane. Ta teorija pa zanemarija distribucijske učinke privatizacije. Preveliko socialno razslojevanje lahko v ljudeh ustvari občutek krivičnosti in zavre proces tranzicije. Način privatizacije je tako postal predmet političnih debat.

### ***3.1 Načini privatizacije v različnih državah***

V splošnem so se uveljavili trije načini privatizacije državnih ali družbenih podjetij (Anderson, Kegels, 1998, str. 16).

#### ***3.1.1 Prodaja državnega premoženja privatnim investitorjem.***

Ta način lahko vključuje tujce. Lahko je izveden z avkcijo ali pogajanjem s posameznimi investitorji. Primer take privatizacije je bivša Vzhodna Nemčija, uporabljena pa je bila tudi na Madžarskem in za posamezne primere na Poljskem in Češkem.

#### ***3.1.2 Prodaja podjetij zaposlenim***

Prodaja se lahko vsem zaposlenim ali le menedžerjem. Delež podjetja se lahko zaposlenim proda ali podari. Lahko se jim dovoli izvesti nakup s pomočjo drugih investitorjev, ali pa se ob prodaji podjetja postavi za zaposlene nižjo ceno. Ta način privatizacije je bil najbolj uporabljen na Poljskem. Prednosti take prodaje so stabilnost podjetja, slabosti pa občutek nepravilne privatizacije, ko se majhen sloj vodilnih nezasluženo dokoplje do velikega bogastva.

#### ***3.1.3 Privatizacija z delitvijo premoženja gospodinjsvom.***

Ta način prenaša na posameznike lastninske pravice, ki so jih prej imeli kot družba. Lahko se jim povrnejo posamezna podjetja<sup>7</sup>, ali pa gre za privatizacijo s privatizacijskimi kuponi, ki jih lahko posameznik vloži v določeno podjetje ali v investicijsko družbo in tako razprši svoje tveganje. Ta način privatizacije je bil uporabljen v Rusiji, Češki in v Sloveniji.

Če bi gledali na privatizacijo kot nujo po Coasejevem teoremu, bi lahko ugotovili, da tudi po privatizaciji nekatera podjetja ne delujejo učinkovito. Še posebej to velja za množično privatizacijo s kuponi, saj je lastništvo preveč razdrobljeno in menedžerji lahko zasledujejo predvsem svoje cilje. Vendar pa je prav tak način privatizacije pomemben za razvoj kapitalskih trgov v tranzicijskih državah. Le na ta način se je lahko zagotovilo potreben obseg tržne kapitalizacije, ki je še nekako omogočal nastanek samostojnega trga kapitala<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Države, ki so poddržavile zasebno premoženje, so se ob prehodu v tržno gospodarstvo morale soočiti s terjatvami nekdanjih lastnikov ali njihovih dedičev po povrnitvi zasežnega premoženja. Proces vračanja lastnine imenujemo tudi denacionalizacija in je bila med državami različno uveljavljena.

<sup>8</sup> Nekateri ekonomisti se na specifičnem primeru tranzicijskih držav ne strinjajo z nujo hitrega uvajanja trga vrednostnih papirjev. Infrastruktura, ki naj bi podpirala ta trg je draga in zaradi majhnosti trga neučinkovita s konkurenčnega vidika. Za gladek prehod v tržno gospodarstvo bi se bilo morda bolje opreti na že razvite finančne posrednike banke (Anderson, Kegels, 1998, str. 25).

### ***3.2 Razvoj borz v tranzicijskih državah***

Razvoj borz je v tranzicijskih državah potekal v tesni zvezi z načinom privatizacije, zato se je med državami precej razlikoval. V Slovaški, Češki, Makedoniji, Romuniji, Bolgariji, Litvi in Moldaviji so borze nastale predvsem kot podpora prenašanju lastninskih pravic pri množični privatizaciji. Na začetku je bilo na borzo uvrščeno veliko število delnic, ki pa so bile večinoma nelikvidne. Sčasoma je število delničarjev upadlo in lastništvo je postalo bolj koncentrirano. Ker je bil namen borz predvsem hitro lastninsko preoblikovanje, trg kapitala ni bil strogo reguliran. Veliko podjetij ni bilo zainteresiranih za zbiranje kapitala preko borze in so se sčasoma preoblikovali in umaknili z borze. Tako število na borzo uvrščenih podjetij v teh državah pada, delnice pa postajajo likvidnejše.

V drugo skupino držav spadajo Hrvaška, Estonija, Madžarska, Latvija, Slovenija<sup>9</sup> in Poljska. Na teh trgih se je na začetku trgovalo predvsem z državnimi vrednostnimi papirji, delnic pa je bilo malo in so bile večinoma ponujene preko IPO. V nasprotju z borzami predhodnih držav so bile te delnice precej likvidne, sčasoma pa je njihovo število naraščalo.

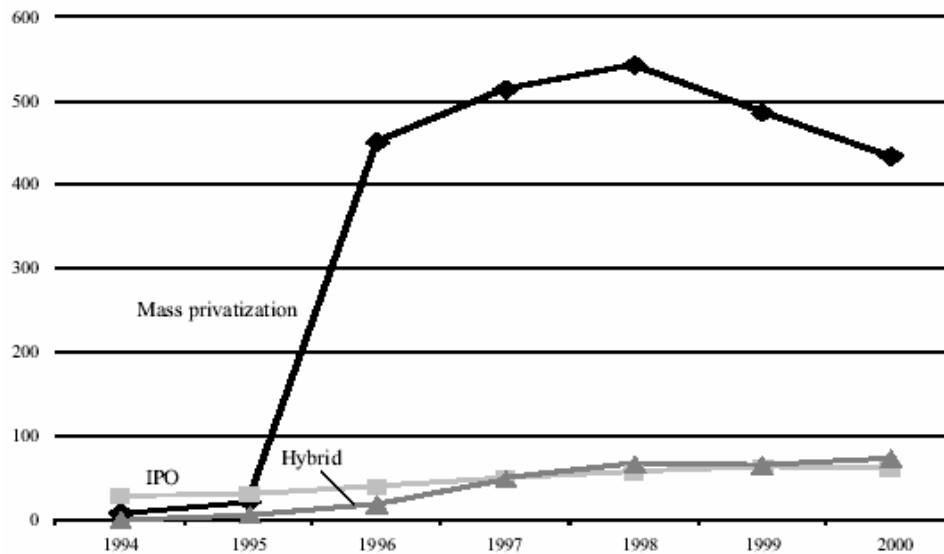
V Rusiji, Kirgiziji, Kazahstanu, Azerbajdžanu, Ukrajini in Uzbekistanu so se odločili za vmesno pot. V Gruziji so borzo ustanovili šele konec leta 2000, v Bosni in Hercegovini aprila 2002, Turkmenistanu avgusta 2002 in Albaniji leta 2003 (Claessens, Djankov, Klingebiel, 2000, str. 1).

V spodnjem grafikonu je lepo prikazana najznačilnejša razlika med različnimi načini privatizacije. Vidimo da je število na borzi kotirajočih podjetij med skupinami držav zelo različna.

---

<sup>9</sup> Slovenija je tu poseben primer, saj se nekatera podjetja kljub množični privatizaciji niso odločila kotirati na borzi.

**Slika 1: Povprečno število na borzo uvrščenih podjetij ob različnih načinih privatizacije, podatki za leta 1994-2000**

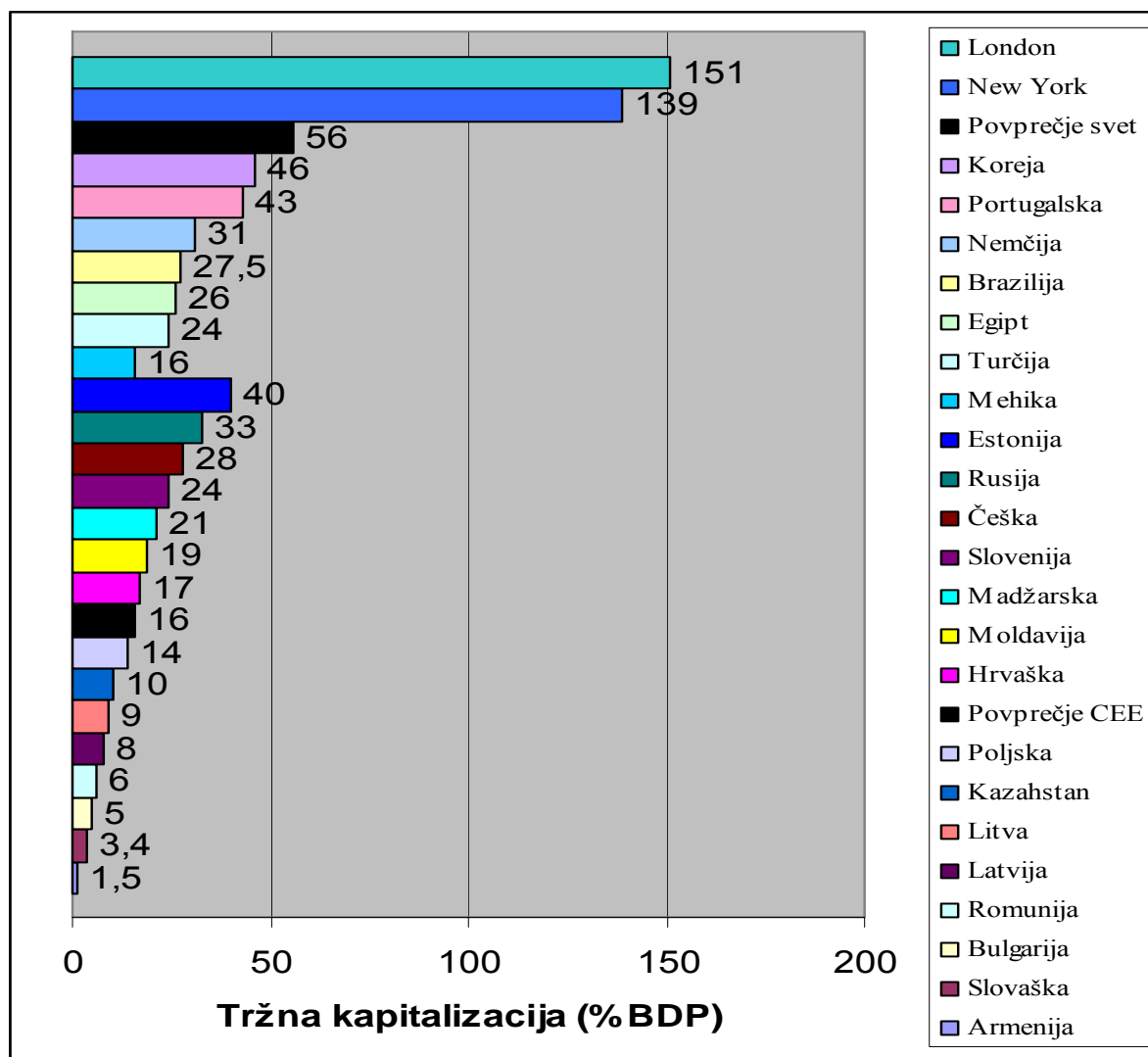


Vir: Stock markets in transition economies, 2000, str. 2.

Kljub razlikam v razvoju trgov kapitala pa je za vse tranzicijske države značilen večji delež dolžniškega kot lastniškega financiranja podjetij. Pojav je normalen in opažen tudi v drugih razvijajočih se državah. Razlog mnogi vidijo prav v posebnostih procesa privatizacije. Lastništvo, ki je bilo ob privatizaciji zelo razdrobljeno, se je postopoma koncentriralo. Lastniki podjetij, ki so do podjetij prišli na različne načine, se bojijo izgubiti nadzor nad podjetjem. Tudi vrednost podjetij zaradi nerazvitega trga kapitala ni velika in tako je za podjetje predvsem pa lastnike racionalnejše vire za razvoj podjetja iskati v zadolževanju.

Borze so v proučevanih državah nastale tudi kot prelom s starim socialističnim sistemom, saj si je težko predstavljati, kaj bolj tržnega kot prav borzo. Za vse te borze pa je značilno, da so majhne v primerjavi z zahodnimi borzami. Le Varšavska borza po tržni kapitalizaciji dosega najmanjšo zahodnoevropsko borzo na Dunaju. Razmerje med tržno kapitalizacijo in BDP je podobno drugim državam v razvoju samo v Estoniji, Češki in Madžarski. V povprečju pa je tržna kapitalizacija le 16 % BDP, kar je precej pod povprečjem primerljivih razvijajočih se držav (Claessens, Djankov, Klingebiel, 2000, str. 3).

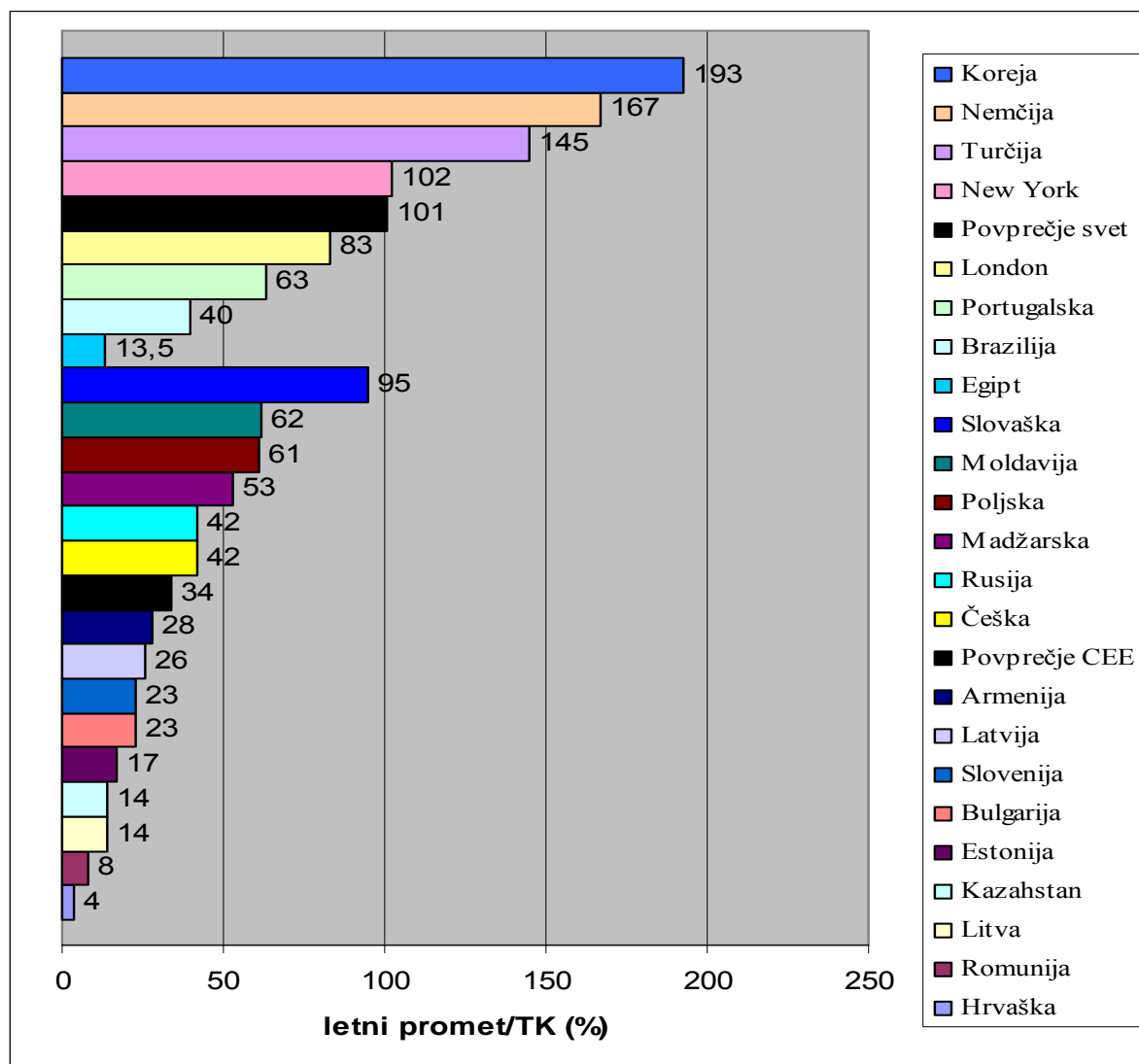
**Slika 2: Tržna kapitalizacija proučevanih borz, najnovjši dosegljivi podatki za konec leta od leta 2000 - 2003**



Vir: Zbrano pri informacijskih oddelkih omenjenih borz in statističnih oddelkih centralnih bank leta 2004.

Prav tako je trgovanje na večini borz majhno. Tako je razmerje med letnim prometom in tržno kapitalizacijo na večini teh trgov nižje od 30 %, za primerjavo je to razmerje v Južni Koreji leta 2003 bilo 193 %. Morda nam te številke kažejo tudi na potencial razvoja borz v tranzicijskih državah, vendar je veliko večjih podjetij že izdalo svoje delnice na tujih trgih in se bodo težko vrnilo na nekonkurenčne domače trge. To je še posebej značilno za podjetja iz držav, kjer lastninske pravice in objektivno poročanje rezultatov še ni dobro uveljavljeno. Na ta način se podjetja približajo potencialnim tujim investitorjem. Kar 7 od 10 največjih ruskih podjetij je svoje delnice uvrstilo na Londonsko ali Newyorško borzo, vendar pa je ta pojav značilen tudi za razvitejše tranzicijske države. Med 14 najrazvitejšimi tranzicijskimi državami jih ima kar 9 več kot 20 % delnic trgovanih na tujih trgih. Ta pojav zmanjšuje likvidnost domačega trga in zmanjšuje zainteresiranost tujih investitorjev za vlaganje na njim neznane trge (Claessens, Djankov, Klingebiel, 2000, str. 4-7).

**Slika 3: Letna vrednost celotnega trgovanja na proučevanih borzah v primerjavi s tržno kapitalizacijo borz na koncu posameznega obdobja, podatki so najnovejši, dostopni od leta 2000 - 2003**



Vir: Zbrano pri informacijskih oddelkih omenjenih borz in statističnih oddelkih centralnih bank leta 2004.

## 4 PREDSTAVITEV BORZ POSAMEZNIH DRŽAV

### 4.1 Slovenija



Slovenski trg kapitala se je začel razvijati skupaj z reformami ekonomskega sistema v letih 1988/89. Za Slovenijo je bil, poleg psiholoških razlogov, tehnično dobro delujoč trg potreben instrument celotnega procesa privatizacije (Mramor, 2003, str. 1). Tak trg je bil potreben tudi za lastniško prestrukturiranje podjetij, ki so se privatizirala s kuponsko privatizacijo. Kljub temu da ima Slovenija bančno orientiran finančni sistem, se borza v zadnjem času vse bolj razvija.

Tako ločimo v razvoju Ljubljanske borze 3 faze (Deželan, 2000, str. 63):

1. Ljubljanska borza (LB) je bila ustanovljena decembra 1989, na njej se je na začetku trgovalo samo z dolžniškimi vrednostnimi papirji.
2. V drugi fazi se je predvsem razvijalo pravne okvire, LB je izboljšala tehnično podporo trgovanju, začel se je postopek dematerializacije in vpis delnic v centralni register delnic, kar naj bi preprečilo goljufije in pocenilo trgovanje z njimi.
3. V tretji fazi pa se je privatizacija družbenih podjetij končala in trg se je odprl mednarodnim investitorjem.

V splošnem je značilnost slovenskega trga kapitala zelo majhna količina delnic vplačanih v denarju. Delnice so se večinoma delile s t. i. kuponsko privatizacijo in na prste ene roke lahko preštejemo borzna podjetja, ki so se na vlagatelje obrnila z novimi izdajami delnic. To ne preseneča, saj se večina podjetij še vedno raje zadolžuje pri bankah. Razlog je predvsem v majhnosti slovenskega trga kapitala in željah večjih lastnikov in menedžerjev, da ohranijo prevlado v podjetjih.

Med finančnimi institucijami, ki sodelujejo pri prenosu prihrankov iz gospodinjstev v gospodarstvo, sodelujejo poleg bank še investicijski skladi in borzno-posredniške družbe. Člani borze lahko postanejo samo banke ali borzno-posredniške družbe, ki so registrirane za trgovanje z vrednostnimi papirji (izpis iz sodnega registra in statuta).

LB je organizirana kot delniška družba. Njen kapital je razdeljen med 16 borzno-posredniških hiš in 11 bank. Organi borze so (informacijski oddelek Ljubljanske borze, 2004):

1. skupščina delničarjev,
2. nadzorni svet,
3. dvočlanska uprava,
4. odbor za sprejem vrednostnih papirjev na LB,
5. častno sodišče,
6. borzno razsodišče.

V splošnem je LB tehnično dobro organizirana, vendar pa jo pestijo nekatere težave. Ena od teh je majhen trg, na katerem ni ekonomij obsega, zato je trgovanje in novo izdajanje delnic lahko stroškovno precej nekonkurenčno. Velika podjetja težko na takem trgu ponujajo večje količine novih delnic. Na sekundarnem trgu so prodajane količine majhne in je veliko delnic nelikvidnih, kar vlagateljem povzroča stroške pri prodaji. V Sloveniji še ni prišlo do konsolidacije na področju finančnih posrednikov. Velika razdrobljenost povzroča visoke stroške trgovanja.

Kljub težavam pa se Ljubljanska borza neprestano razvija. Tržna kapitalizacija se povečuje. V letu 2003 je tržna kapitalizacija podjetij, uvrščenih na borzo, že preseгла 6 milijard USD oz. 27 % BDP. Promet neprestano raste, a zaradi višje rasti tržne kapitalizacije delež prometa v tržni kapitalizaciji upada (Veselinovič, 2003, str. 109).

Od konca leta 2001 je bila za investitorje LB ena najuspešnejših v svetovnem merilu. To prikazuje tudi podatek, da Galileo<sup>10</sup> že nekaj let dosega najvišje donose med primerljivimi skladi na svetu.

Danes potekajo pogovori Ljubljanske borze o povezovanju z večjimi zahodnoevropskimi borzami, kot so Milanska, Londonska, Nemška in Dunajska borza. V teku je povezovanje s trgovalnim sistemom Nemške borze XETRA. Ljubljanski borzi se ne mudi v kapitalsko povezovanje, saj bo počakala na rezultate združitve sorodnih borz v tranzicijskih državah.

## 4.2 Poljska



Poljska se je odmaknila od trdega komunističnega sistema po delavskih protestih leta 1980. To je vplivalo na njen boljši štartni položaj ob začetku tranzicije konec osemdesetih let. Delavski nemiri pa so vplivali tudi na kasnejši ekonomski razvoj in način privatizacije (Anderson, Kegels, 1998, str. 131-132).

Ker je bil delavski lobi močan, je za državo značilen velik delež delavskih odkupov podjetij ob privatizaciji. V nekaterih primerih so delavci le delno odkupili podjetje, del pa je ostal državi ali pa so ga odkupili na leasing. To je privedlo do nerazčiščenih odnosov v podjetjih in veliko ekonomistov je zahtevalo masovno privatizacijo, kjer interesne skupine ne bi mogle vplivati na podjetje. Masovna privatizacija se je začela šele leta 1995 z delitvijo preostalega državnega premoženja investicijskim skladom.

Varšavska borza (WSE) ima dolgo tradicijo. Ustanovljena je bila že leta 1817. Pred 2. sv. vojno so na njej trgovali s 130 vrednostnimi papirji. Zaradi spremembe političnega in gospodarskega sistema je bila borza nato 52 let zaprta. Tako je na novo začela delovati po reformah družbeno-ekonomskega sistema aprila 1991 (Pniewski, 2003, str. 61). Ob ustanovitvi se je na njej enkrat tedensko trgovalo z delnicami 5 podjetij. V letih, ki so sledila, se je Varšavska borza močno razvila. Konec leta 2002 je bilo tako na borzo uvrščenih 271 podjetij, 49 borzoposredniških hiš pa je upravljalo z 1,2 milijona trgovalnih računov. Tržna kapitalizacija je pred svetovnim padcem delnic leta 2001 že dosegla 40 milijard USD. Konec leta 2002 je 18 družb upravljalo 124 različnih investicijskih skladov. Na borzi kotirajo podjetja skoraj vseh sektorjev, pri trgovanju pa sodelujejo institucionalni investitorji, odprti pokojninski skladi in tudi mali vlagatelji. Samo v letu 2001 je bilo v investicijske sklade vloženo 2,7 milijarde evrov. Z uvajanjem davka na obresti bančnih računov se je pritok sredstev v letu 2002 še povečeval in konec leta 2002 so investicijski skladi upravljali sredstva v višini 6 milijard USD (The capital market, 2001).

<sup>10</sup> Investicijski sklad Kmečke družbe.



Uspeh Varšavske borze je poučen tudi za ostale tranzicijske države. Ekonomisti se strinjajo, da so temelji tega najuspešnejšega trga kapitala v srednji in vzhodni Evropi (Informacijski oddelek PSE, 2004):

1. Likvidni državni dolžniški papirji.
2. Pravni okvirji, ki dovoljujejo nastajanje inovativnih finančnih instrumentov, kot so opcije, futures posli, kritje obrestnih tveganj, zanimivi zaradi večje pričakovane donosnosti ob višjem tveganju.
3. Dematerializacija vrednostnih papirjev.
4. Moderen sistem elektronskega trgovanja WARSET, vzpostavljen leta 2000, ki omogoča hitrejše, varnejše in cenejše trgovanje.
5. Koncentracija trgovanja, ki omogoča bolj učinkovito ugotavljanje vrednosti podjetja ob večji likvidnosti trgovanja.
6. Enakopraven dostop do informacij o kotirajočih podjetjih.
7. Močan nadzor nad trgom kapitala s strani agencije za trgovanje z vrednostnimi papirji.

Druga pomembna institucija trga kapitala je agencija za trgovanje z vrednostnimi papirji (KPWG). Ustanovljena je bila leta 1991 in je poleg nadzora nad trgom kapitala in zagotavljanja pravih in izčrpnih informacij o delnicah in drugih vrednostnih papirjih od leta 1997 zadolžena tudi za nadzor nad blagovnim trgovanjem, prav tako pa skupaj z vlado, Poljsko centralno banko (NBP), administrativnimi organi in udeleženci borznega trga sodeluje pri oblikovanju ekonomske politike in zakonov, ki se ukvarjajo s trgom kapitala. Novembra 2002 so bila po njenih navodilih sprejeta pravila dobre poslovne prakse v javnih podjetjih (The capital market, 2001).

Pravila se nanašajo tako na podjetja sama, kot tudi na delovanje večinskih in manjšinskih delničarjev v njih. Nanašajo se na upravljanje delniških družb. Te morajo redno obveščati delničarje in borzo o vseh dogodkih, ki lahko vplivajo na poslovanje in vsako leto do 1. julija podati borzi izkaze poslovanja za predhodno leto (Best practices committee, 2002, str. 2).

Tretja pomembna institucija je Državna Depotna družba (NDS), ustanovljena 1994, ki hrani in prenaša delnice v elektronski obliki. Za trgovanje z večjimi količinami obveznic in nekaterimi manjšimi podjetji je ustanovljen organiziran prosti trg CeTO. Trguje se na posebni trgovni platformi ERSPW (The Polish capital market, 2004, str. 11-12).

Kljub temu da je Varšavska borza najbolj razvita med novo nastajajočimi borzami v Evropi, se zaveda, da bo za nadaljnji razvoj potreben tuj partner, ki bo pripomogel k sinergičnemu nižanju stroškov. Dogovori tečejo predvsem v smeri tehnološkega povezovanja in manj v smeri kapitalskih povezav z zahodnoevropskimi borzami.

### 4.3 Madžarska



Tudi zgodovina borze v Budimpešti sledi zgodovini ostalih razvitih srednjeevropskih držav. Borza v Pešti je bila odprta že leta 1864. Ob prelomu stoletja je bila med najpomembnejšimi evropskimi borzami, po koncu 2. sv. vojne pa je zaradi političnih sprememb zamrla. Toda Madžarska se je že leta 1968 bolj odprla tržnemu sistemu in na nekaterih področjih uvedla tržne cene. Tako je bila konec osemdesetih let bolj odprta od ostalih komunističnih držav. Že na začetku osemdesetih let so državna podjetja in lokalne oblasti kot prve v nekdanji Vzhodni Evropi začele izdajati obveznice, za katere je jamčila država in so vlagateljem prinašale višje donose kot bančni depoziti (Anderson, Kegels, 1998, str. 126).

Po političnih spremembah je bil eden glavnih ciljev vlade pritegniti tuje vlagatelje. Zato so potrebovali dobro delujoč trg kapitala, ki bi spodbujal tuje investicije v gospodarstvo.

Tako je junija 1990 41 bank, finančnih institucij in borzoposredniških hiš ponovno ustanovilo trg vrednostnih papirjev, Budimpeštansko borzo (BSE). Ta je danes najpomembnejša institucija trga kapitala z moderno tehnično infrastrukturo in razvitimi pravnimi okviri. Trgovanje se je sčasoma dematerializiralo in danes se trguje na elektronski trgovni platformi. Na BSE se trguje z delnicami, obveznicami in derivati<sup>11</sup> (Informacijski oddelek BSE, 2004).

Delniški trg se deli na trg A<sup>12</sup> in trg B. Na trg A so uvrščene delnice podjetij, katerih tržna vrednost je večja od 2,5 milijarde HUF<sup>13</sup>, ki imajo več ko 25 % ali 2 milijarde HUF na trgu dostopnih delnic in so imela revidirane računovodske izkaze za zadnja 3 leta. Trg B ima milejše omejitve. Na prostem trgu se lahko od leta 2001 trguje tudi z delnicami, ki so bile izdane na drugih kapitalskih trgih, vendar morajo biti te delnice registrirane pri BSE. Z vsemi delnicami s trga A se lahko poleg spot transakcij trguje tudi s futures pogodbami. Tržna kapitalizacija BSE je 11 milijard evrov povprečna dnevna vrednost trgovanja pa 20 milijonov evrov (Letno statistično poročilo Budimpeštanske borze, 2003, str. 11-12).

Madžarski kapitalski trg je tudi največji srednjeevropski trg za rizični kapital. Prvo podjetje z rizičnim kapitalom je nastalo že leta 1989 in skozi leta se je njihovo število neprestano povečevalo. K temu je pripomoglo privlačno poslovno okolje, pravna urejenost in izobražena

<sup>11</sup> Delniške opcije in futures pogodbe. Te omogočajo vlagatelju višje donose ob višjem tveganju, hkrati pa ščitijo vlagatelje pred veliko volatiliteto trga.

<sup>12</sup> Na trg A so uvrščena največja madžarska podjetja t. i. blue chipi. Na trg B, ki ima nižje zahteve za uvrstitev delnic se uvrščajo manjša podjetja.

<sup>13</sup> Približno 10 mio evrov.

delovna sila. Po koncu privatizacije so se tuji investitorji preusmerili v rizična vlaganja, ki jim na Madžarskem prinašajo nadpovprečno visoke donose<sup>14</sup> (Informacijski oddelek BSE, 2004).

Leta 2002 je nova uprava določila 5 smernic za nadaljnji razvoj (Letno statistično poročilo Budimpeštanske borze, 2003, str. 2):

1. na borzo pripeljati nova podjetja,
2. spodbuditi k vlaganju domače investitorje,
3. vključitev v mednarodne finančne tokove,
4. lobiranje za sprejem novih zakonov, ki bi spodbudili razvoj kapitalnega trga<sup>15</sup>,
5. boljšo povezanost z ostalimi institucijami kapitalnega trga.

Vodstvo borze meni, da se bo zaradi svoje majhnosti BSE v prihodnosti prisiljena povezati s katero od večjih evropskih borz. Menijo, da bi za razvoj madžarskega finančnega trga bilo boljše povezovanje trgovalnih sistemov z mednarodnimi trgi kapitala in ne neposredna priključitev Madžarske borze velikim globalnim igralcem.

Leta 2003 se je prvič trgovalo preko elektronskega trgovalnega sistema Nemške borze XETRA. To je bil tudi prvi korak pri povezovanju Nemške borze z državami srednje in vzhodne Evrope. V letu 2004 so Budimpeštansko borzo, kot prvo med borzami tranzicijskih držav prevzeli tujci.

#### 4.4 Češka



Češka je bila za razliko od Madžarske in Poljske do Žametne revolucije leta 1989 še vedno trdo v Planskem gospodarstvu. To je pospešilo reforme, saj je bila politična volja po spremembah velika. Nevključenost v svetovne finančne tokove je paradoksalno v prvi fazi imela pozitiven vpliv, saj je bila država nizko zadolžena in je tako lažje vodila svojo gospodarsko politiko.

Češka velja za državo, ki je najhitreje privatizirala državno lastništvo, saj je bilo do leta 1995 v zasebnih rokah že 70 % gospodarstva (Anderson, Kegels, 1998, str. 176). Stranski produkt take privatizacije pa je tudi nujen razvoj trga vrednostnih papirjev.

Praška borza ena od organiziranih trgov na Češkem je bila prvič ustanovljena 23. 3. 1871. Zaradi razumljivih zgodovinskih razlogov je bila v vmesnem času večkrat odprta in spet zaprta, zadnjič pa so jo odprli 6. 4. 1993. (Commerzbank, 1999)

<sup>14</sup> Medtem ko je v zahodni Evropi povprečen donos na take investicije 25 %, so na Madžarskem donosi med 30 in 35 % skoraj zagotavljeni.

<sup>15</sup> Tako so dosegli ukinitve davka na kapitalne dobičke za fizične osebe.

Ponovna vzpostavitev češkega trga vrednostnih papirjev je tesno povezana s t. i. "Vouchersko privatizacijo". Ta privatizacija je vodila v veliko število trgovanih podjetij. Trg kapitala ni bil premočno reguliran, kar naj bi pripomoglo k večjemu trgovanju na sekundarnem trgu in prenosu lastništva. Tako je bilo leta 1997 na Praški borzi (PSE) trgovanih okoli 2100 podjetij s tržno kapitalizacijo okoli 30 % BDP-ja. Te številke nam na prvi pogled kažejo na najbolj razvit trg kapitala v tranzicijskih državah, kar je primerljivo z nekaterimi že dobro utečenimi zahodnoevropskimi trgi. Vendar pa so te številke nekoliko zavajajoče. Veliko podjetij na borzi je zelo nelikvidnih, državni delež podjetij na borzi, ki je v bistvu netrgovan, dosega 40 % tržne kapitalizacije, investicijski skladi imajo v svojem portfelju delnice podjetij in tako prihaja do podvajanja štetja vrednosti tržne kapitalizacije. World bank (WB) ocenjuje, da je prava številka tržne kapitalizacije okoli 14 % BDP, kar je podobno ostalim trgov v tranzicijskih državah (Nord, Rocha, 2000).

Ker je bilo veliko delnic na Praški borzi nelikvidnih, so od leta 1996 naprej začeli te delnice umikati z borze. Veliko podjetij se je zaradi poceni dolžniškega kapitala raje zadolževalo pri bankah in se umaknilo z borze. Tako je skupno število na borzo uvrščenih podjetij po tem letu začelo upadati.

Investitor v češke vrednostne papirje ima za trgovanje z delnicami na voljo 3 različne kanale. To lahko počne preko borznih posrednikov na Praški borzi, trguje neposredno preko RM<sup>16</sup> ali pa bilateralno z drugimi investitorji.

Leta 1992 je zakon dovolil ustanavljanje investicijskih skladov. Na žalost pa so ti zaradi nepopolne zakonodaje, neupoštevanja zakonov, slabih rezultatov poslovanja in nezadostnega poročanja investitorjem postali sinonim za nepoštene malverzacije. Tako so leta 1998 prenovili zakonodajo na področju investicijskih skladov in ustanovili komisijo za trg vrednostnih papirjev (SC), ki je začela ugotavljati nepravilnosti na trgu in pripomogla k boljšemu in bolj transparentnemu delovanju trga kapitala (Nord, Rocha, 2000).

Nadaljnji potrebni koraki za uveljavitev trga kapitala so (Nord, Rocha, 2000):

1. Uveljavljanje pravic manjšinskih delničarjev.
2. Obširnejše poročanje podjetij investitorjem.
3. Prenos izvršnih pooblastil z ministrstva za finance na SC itd.

Z razvojem informacijske tehnologije se je trgovanje postopoma dematerializiralo. Danes je 99 % čeških vrednostnih papirjev v dematerializirani obliki. Centralna depozitna družba je Center za vrednostne papirje v Pragi (SCP). Vse papirne delnice, s katerimi se trguje preko trgovalnega sistema UNIVYC, so deponirane pri Komerčny banki, ostale papirne delnice pa pri pooblaščenih depozitnih družbah. Trgovanje na PSE je popolnoma elektronsko in poteka preko avtomatiziranega sistema MAOS (Informacijski oddelek Praške borze).

---

<sup>16</sup> RM je računalniško voden delniški trg, na katerem se ustvari okoli 16 % vsega prometa.

Trgovanje na Praški borzi se deli na več trgov (Commerzbank, 1999):

1. Glavni trg - na njem se trguje s češkimi blue chipi.
2. Sekundarni trg - trgovanje z bolj likvidnimi vrednostnimi papirji.
3. Prosti trg - trgovanje z nelikvidnimi vrednostnimi papirji in vrednostnimi papirji izdajateljev z nezanesljivim poročanjem investitorjem.
4. Trg svežnjev – trgovanje z večjimi svežnji delnic iz privatizacijskega programa.

Leta 1998 je bil za najlikvidnejše blue chipe uveden sistem SPAD<sup>17</sup>. Ta sistem naj bi izboljšal učinkovitost trga predvsem preko cen, ki so bile v preteklosti zaradi razdrobljenega trga za isto delnico na različnih trgih različne.

Praška borza se veliko posveča tudi uvrščanju manjših in srednje velikih podjetij na trg. Dolgoročni razvoj trga kapitala je možen le ob pritegnitvi podjetij na borzo. Tako je Praška borza ustvarila sistem, ki naj bi zagotavljal investitorje za mala in srednja podjetja z velikimi razvojnimi možnostmi. Veliko podjetje (patron) zagotavlja, da se bo malo podjetje (mentoree) držalo obveznosti dobrega poslovanja in obveščanja investitorjev. Na ta način večja podjetja zastavijo svoje dobro ime za manjša perspektivna podjetja in jim omogočajo zbiranje kapitala za rast. (Commerzbank, 1999)

#### 4.5 Baltske države



Litva, Latvija in Estonija so 3 države s podobno preteklostjo in podobnimi cilji za prihodnost. Vse 3 so nastale ob razpadu Sovjetske zveze leta 1991. Baltiške države so štartale iz precej neobetavnega gospodarskega položaja.

Temu navkljub pa jim je uspelo v 10 letih dobro stabilizirati gospodarstvo. S trgov bivše Sovjetske zveze, kamor danes izvozijo le še kakih 15 % svojega izvoza, so se preusmerile na trge EU. Izvoz v EU pomeni že od 50 do 60 % vsega izvoza baltiških držav. Z deviznim tečajem, vezanim na evro v Estoniji, SDR v Latviji in USD v Litvi, jim je uspelo znižati inflacijo celo pod 3 %.

Baltiške države so z *laissez faire* ekonomsko politiko privabile veliko NTI. Pri tem prednjači Estonija, ki je tudi najrazvitejša med baltiškimi državami s 1675 evrov p.c. NTI do konca leta 1999. Približevanje EU s harmonizacijo zakonodaje, konvergenco obrestnih mer in realnega gospodarstva dodatno spodbuja investicije v baltiške države. Borze so mlade, a se hitro razvijajo in imajo velik potencial za rast. Vse 3 baltiške borze so se zaradi pocenitve poslovanja in spodbujanja investiranja povezale. Tako se je trg kapitala okreпил in postal peti največji v tranzicijskih državah. Tržna kapitalizacija je leta 2000 preseгла 5 milijard evrov (Baltic list, 2000, str. 1-2).

---

<sup>17</sup> SPAD je sistem, na katerem vsaj 2 market makerja obvezno prodajata ali odkupujeta delnice določene družbe po določeni tržni ceni.

Kaj pomeni povezovanje trgov kapitala baltiških držav za investitorje (Baltic list, 2000, str. 3)?

1. Vzpostavitev enega trgovalnega sistema bo povečala likvidnost in izbiro delnic za manjše investitorje, ki ne morejo biti prisotni na vseh posamičnih trgih.
2. Vpeljuje se sistem povezovanja depotnih družb. Cilj je zastonj prenos delnic iz ene v drugo depotno družbo.
3. Harmonizacija zakonov in pravil trgovanja.
4. Baltiška lista<sup>18</sup> zajema 15 baltskih blue chip podjetij. Poseben indeks bo investitorjem omogočal hitre in natančne informacije o njihovih investicijah.
5. Skupna internetna stran promovira skupni trg kapitala in oskrbuje investitorje s trenutnimi informacijami o najpomembnejših podjetjih.

Globalizacija trgovanja z vrednostnimi papirji sili borze v povezovanja, da lahko investitorjem in izdajateljem ponujajo vedno bolj konkurenčne storitve. Baltiške borze vodijo proces približevanja borz tranzicijskih držav mednarodnim finančnim tokovom. Maja 2000 so baltiške borze podpisale namero o povezovanju s skandinavsko borzno povezavo NOREX. Tako lahko investitorji preko enega trgovalnega sistema trgujejo z delnicami sedmih držav<sup>19</sup>, kar omogoča povezavo baltiških borz z mednarodnimi trgi kapitala. Tuji investitorji lahko ceneje investirajo, saj jim skupen trg daje vtis večje varnosti njihovih naložb. Investicije v delnice so se povečale, podjetja pa imajo dostop do cenejšega kapitala. Tudi domači investitorji iz baltiških držav so na boljšem, saj lahko vlagajo v delnice več držav in tako razpršijo svoj portfelj. Do leta 2003 so v sistem HEX že povezane Estonija, Latvija in Finska. Z Estonsko borzo pa je povezana tudi Stockholmska borza.

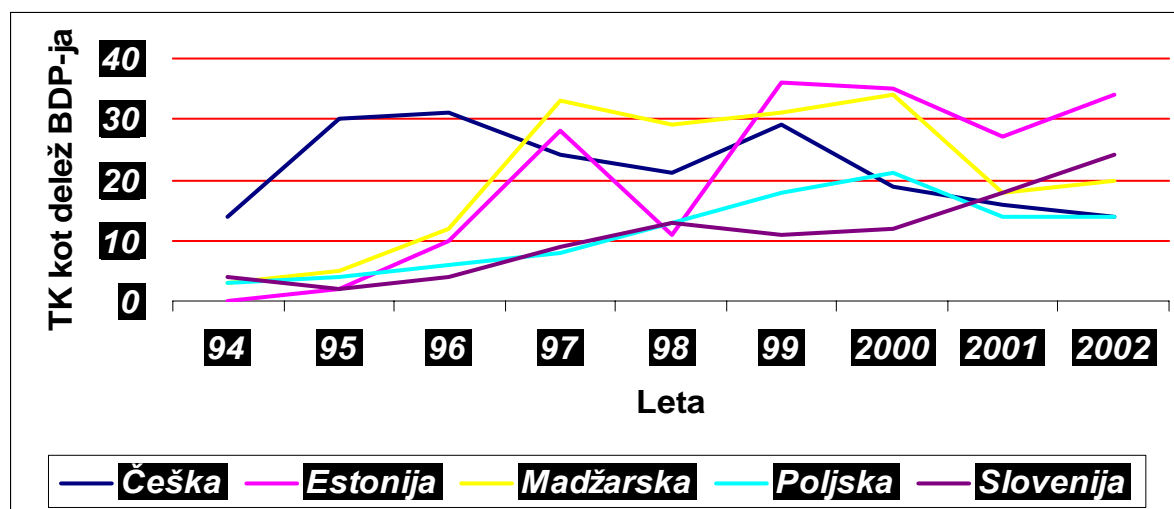
Sodelovanje baltiških borz z njihovimi sosedami je zelo zanimivo tudi za nas, saj je Ljubljanska borza verjetno premajhna, da bi preživela na dolgi rok, opisano sodelovanje pa državam omogoča ohranitev borz z njihovimi pozitivnimi eksternalijami na gospodarsko rast, hkrati pa niža stroške investiranja in izdajanja novih delnic podjetij.

---

<sup>18</sup> Baltic list. Zajema najpomembnejša podjetja baltskih držav.

<sup>19</sup> Danske, Norveške, Švedske, Finske, Estonije, Litve in Latvije.

**Slika 4: Tržna kapitalizacija kot delež BDP-ja za proučevane borze, podatki za konec posameznega leta**



Vir: Podatki zbrani pri informacijskih oddelkih posameznih borz leta 2004.

## **5 SMISELNOST SAMOSTOJNEGA RAZVOJA TRGA KAPITALA V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH**

### ***5.1 Potrebni predpogoji za razvoj trga kapitala***

Za rast lokalnega trga kapitala v pomemben mednarodni finančni center je potrebnih več dejavnikov, najpomembnejši so (Park, Essayyad, 1989, str. 83-85):

1. dolgoletna politična stabilnost države,
2. zdrava domača ekonomija,
3. nižje davčne stopnje,
4. dobra pravna ureditev finančnega trga in pravic delničarjev,
5. razvita infrastruktura (mednarodno letališče, luka, cestne in železniške povezave),
6. izobražena delovna sila,
7. dobra lokacija v perspektivni regiji,
8. človeku prijazno okolje itd.

### ***5.2 Razvoj trga kapitala v tranzicijskih državah***

Zahvaljujoč institucionalni in pravni reformi ter dobremu razvoju zasebnega sektorja se bodo borze v tranzicijskih državah še naprej razvijale. Kljub temu ne bo razen Varšavske borze verjetno nobena od teh borz v bližnji prihodnosti presegla 50 milijard evrov tržne kapitalizacije.

V nekaterih vzhodnoevropskih državah neuresničevanje predpisov, pomanjkanje institucionalnih investitorjev, počasen razvoj zasebnega sektorja in

makroekonomski problemi zavirajo razvoj trga kapitala. Kljub temu da je veliko teh ovir možno prebroditi, bodo borze v večini držav ostale majhne in ne bodo dosegle minimalnih ekonomij obsega. Tudi če se bo razvoj nadaljeval, kot je pričakovano, bo skupna tržna kapitalizacija borz dosegla samo 150 milijard EUR, kar je le 4 % svetovne tržne kapitalizacije. Tako bo večina borz le blede senca megaborz, ki nastajajo v razvitih državah. Rešitev je združevanje borz med sabo in združevanje z večjimi borzami (Claessens, Djankov, Klingebiel, 2000, str. V).

### ***5.3 Pravna ureditev trgov kapitala v tranzicijskih državah***

Ker nam zadnje empirične raziskave kažejo na vse večjo odvisnost razvoja kapitalskih trgov od dobre pravne ureditve in zaščite delničarjev, se bom v nadaljevanju tega poglavja bolj posvetil tej temi.

Shleifer in Vishny sta dokazala, da učinkovito varovanje pravic delničarjev lahko vpliva na lastniško strukturo in razvoj delniškega trga. V državah, kjer so pravice delničarjev dobro zavarovane, si lahko delničarji privoščijo vlaganje v manjšinske deleže. Rezultat tega je, da imajo podjetja razpršeno lastništvo in delnice so bolj likvidne. V državah, kjer delničarji niso zadovoljivo zaščiteni, se bo investitor pred nevšečnostmi zavaroval tako, da bo prevzel večinski delež podjetja. Na ta način dobra pravna ureditev pravic delničarjev in upnikov povečuje zanimanje za vlaganje v podjetja (Claessens, Djankov, Klingebiel, 2000, str. 9-10).

Dosedanje raziskave kažejo, da ima kvaliteta zakonov velik pojasnjevalen vpliv na razvoj finančnega trga po državah. La Porta je tako leta 1999 pokazal, da zaščita pravic delničarjev pozitivno vpliva na kapitalizacijo in likvidnost trga v 49 državah. Pistor je leta 2000 to analizo razširil tudi na tranzicijske države in presenetljivo odkril, da model v teh državah ne pojasnjuje razvoja finančnega trga. Zaščita delničarjev v teh državah je razmeroma dobra, finančni trg pa se na to ne odziva. Razlog za nepričakovane rezultate je v slabem uresničevanju zakonov v praksi. Ti se ne uresničujejo zaradi pomanjkanja moči državnih organov, korupcije in sodnih zaostankov (Claessens, Djankov, Klingebiel, 2000, str. 10).

#### ***5.3.1 Merjenje pravne zaščite vlagateljev v podjetja***

##### **1. Uveljavljanje pravnega reda**

Za proučevanje učinkovite zaščite delničarjev in upnikov podjetja so Pistor, Raiser in Gelfer razvili indeks, ki proučuje 27 dejavnikov zaščite. Te dejavnike lahko združimo v nekaj najpomembnejših. Ti so (Pistor, Raiser, Gelfer, 2000, str. 333-336):

1. Zaščita manjšinskih delničarjev pred odločitvami večinskih in zaščita upnikov v primeru bankrota.
2. Pravica manjšinskih delničarjev do sklica izredne skupščine, uvedbe revizije itd.
3. Pravica manjšinskih delničarjev do prodaje delnic.
4. Zaščita delničarjev pred menedžmentom podjetja.



5. Splošna pravila, ki skrbijo za pravilno delovanje borznega trga, ki jih uveljavlja država in neodvisne agencije.
6. Vpliv upnikov na strategijo podjetja v primeru težav.

Hitro uveljavljanje pravne zaščite je razvidno tudi iz naslednje preglednice. V njej sem strnjeno predstavil razvoj pravne zaščite v tranzicijskih državah in jih primerjal z drugimi skupinami držav. Vidimo da je razvoj pravne zaščite v tranzicijskih državah osupljiv in da so te že prehiteli ostale skupine držav. Problem je, kot bomo videli v nadaljevanju, v neupoštevanju napisanih zakonov.

**Tabela 1 : Primerjava pravic upnikov in delničarjev. Lestvica od 0-4 po LLSV\***

	Povprečje delničarskih pravic	Povprečje pravic upnikov
svetovno povprečje ( 69 držav)	3	2,3
države francoskega civilnega prava	2,33	1,58
države nemškega c.p.	2,33	2,33
države skandinavskega c.p.	3	2
tranzicijske države 1992	2,17	1,4
tranzicijske države 1998	3,13	3,23

\*LLSV je indeks, ki proučuje zaščitenost manjšinskih delničarjev in upnikov v podjetjih.

Vir: The Economics of Transition, 2000, str.337-340.

Za razvoj finančnega sektorja je učinkovito uveljavljanje pravnega reda v praksi veliko pomembnejše kot formalno sprejeti zakoni. Kljub temu da so tranzicijske države naredile veliko na področju varovanja pravic delničarjev in upnikov, same reforme očitno niso dovolj za uveljavitev učinkovitega trga.

## 2. Učinkovito uveljavljanje sprejetega pravnega reda

Za učinkovito izvajanje na hitro prepisanih zakonov je potrebna volja ljudi in razvite državne institucije, ki izvajanje zakonov nadzirajo. Za proučevanje učinkovitosti uveljavljanja zakonov v tranzicijskih državah so Pistor, Raiser in Gelfer razvili 3 spremenljivke (Pistor, Raiser, Gelfer, 2000, str. 343):

1. oceno pravnega reda s strani zunanjih strokovnjakov iz CEER<sup>20</sup>,
2. indeks učinkovitosti gospodarskega prava v tranzicijskih državah po EBRD<sup>21</sup> transition reports,
3. anketiranje podjetij o učinkovitosti zakonov pri varovanju pravice do privatne lastnine in spoštovanju pogodb.

Rezultati so podani v tabeli št. 2. Zanimivo je, da v večini držav bivše Sovjetske zveze 75 % podjetij ne verjame, da bodo državne institucije zagotovile spoštovanje zakonov in to kljub v teoriji dobro napisanim zakonom. V Sloveniji je v varovanje pravic leta 98 verjelo 75 % podjetij. Glede ocene uveljavljanja pravnega reda je na lestvici 1-10 povprečje ocen držav nekdanje SZ le 3, povprečje ocen srednjeevropskih držav pa 7. Spoštovanje pravnega reda se

<sup>20</sup> Central European Economic Review.

<sup>21</sup> European bank for reconstructure and development.

tako med državami razlikuje precej bolj kot se med državami razlikujejo zakoni. Morda je razlog v tem, da so države sprejemale zakone v paketih po nasvetih tujih strokovnjakov in se ljudje nanje še niso navadili. Poleg tega je zakonov ogromno in le malo ljudi te zakone dobro pozna. Ob nizkih plačah v javnem sektorju se sposobni strokovnjaki zaposlujejo v velikih podjetjih in le-tim pomagajo iskati luknje v posameznih zakonih. Uspešnost podjetij pri izmikanju zakonom zbuja v ljudeh dvome v učinkovitost države.

Rešitev bi lahko bila v večjem sodelovanju domačih pravnikov pri nastajanju zakonov. Na žalost te rešitve v mnogih tranzicijskih državah do sedaj niso bile mogoče, saj so ob vključevanju v EU države pristopnice pravni red EU le sprejemati.

**Tabela 2: Učinkovitost pravne zaščite v tranzicijskih ekonomijah**

	Pravni red	Učinkovitost prava	Uveljavljanje zakonov	uveljavljanje zakonov
Država\Leto	1998	1998	1998	1995
Armenija	4,9	3	0,58	0,51
Belorusija	2,3	2	0,46	0,48
BiH	2,1	1	NP	NP
Bolgarija	5,9	4	0,58	0,59
Hrvaška	7	3	0,65	0,64
Češka	8,3	4	0,45	0,44
Estonija	8,5	4	0,77	0,61
Makedonija	5,4	4	NP	NP
Gruzija	4	3	0,62	0,39
Madžarska	8,7	4	0,71	0,76
Kazahstan	4,5	2	0,45	0,43
Latvija	7,5	2	NP	NP
Litva	7,2	3	0,35	0,39
Moldavija	4,7	3	0,26	0,33
Poljska	8,7	4	0,75	0,7
Rusija	3,7	2	0,27	0,25
Slovaška	6,4	2	0,64	0,59
Slovenija	8,4	3	0,74	0,65
Ukrajina	3,4	2	0,26	0,3

Opombe:

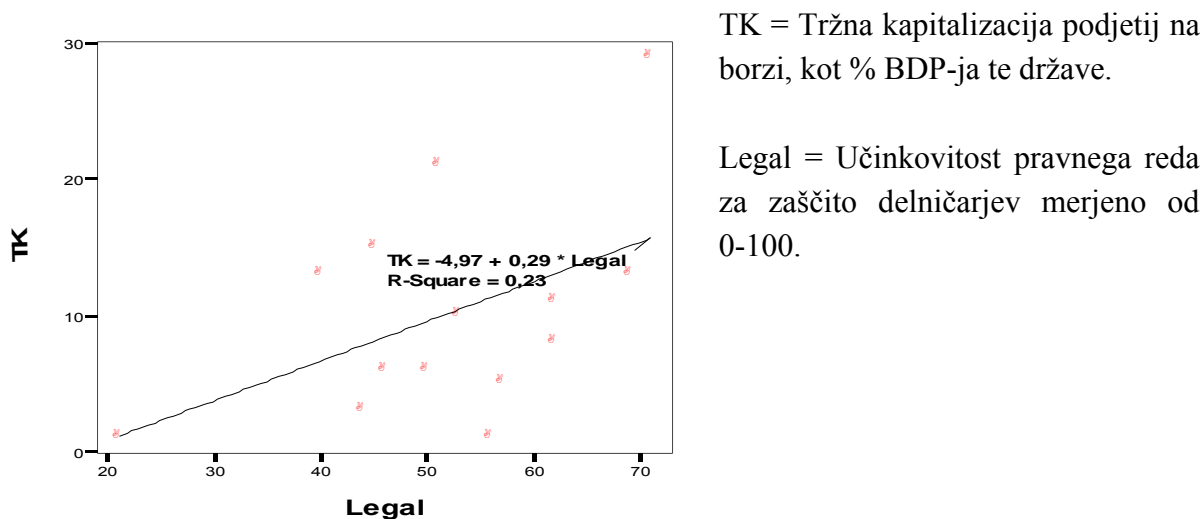
1. Pravni red, ocenjen s strani strokovnjakov revije CEER. Objavljeno v letih 1996, 1997 in 1998, ocene od 1-10.
2. Učinkovitost prava. Anketa EBRD med pravniki tranzicijskih držav, ocene od 1-4.
3. Delež podjetij, ki se strinja s trditvijo: "Verjamem, da bo pravni sistem zavaroval moje pogodbene in lastniške pravice v primeru tožb."

Vir: Pistor, Raiser, Gelfer, 2000, str..

Razkorak med zakoni in uresničevanjem le-teh nam kaže, da naj se države namesto dragemu razvoju samostojnih trgov kapitala raje posvetijo celotnemu institucionalnemu razvoju, predvsem reformam s področja prava. Te bodo tudi omogočile lažji dostop domačim podjetjem do globalnih trgov kapitala. (Klasiev, Djankov, Klingebiel, 2000, str V).

Da bi potrdil vpliv pravnega sistema na razvoj kapitalskega trga sem v svoji diplomski nalogi naredil tudi regresijo, ki kot pojasnjevalno spremenljivko tržne kapitalizacije upošteva učinkovitost pravne zaščite. Pojasnjevalna spremenljivka je delež podjetij v odstotkih, ki se strinja s trditvijo: "Verjamem, da bo pravni sistem zavaroval moje pogodbene in lastniške pravice v primeru tožb." Kot vidimo ta pojasnjevalna spremenljivka značilno pojasnjuje tržno kapitalizacijo posameznih borz.

**Slika 5: Odvisnost tržne kapitalizacije podjetij na borzi od učinkovitosti pravne zaščite delničarjev v tranzicijskih državah, podatki za leto 1998**



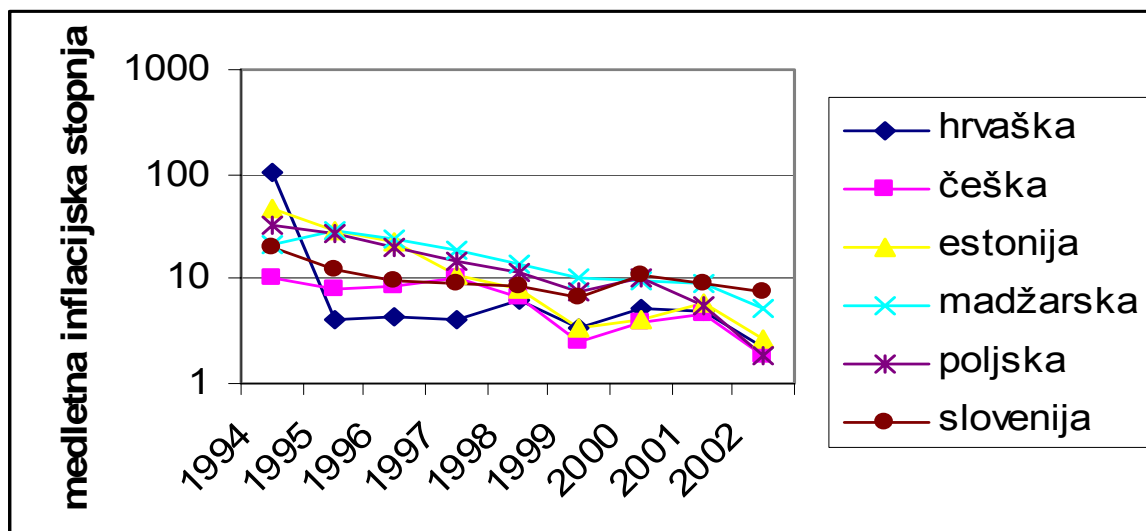
Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov borz in članka Stock Markets in Transition Economies, 2004.

## 6 PRIHODNOST BORZ V TRANZICIJSKIH DRŽAVAH

Za vsak trg sta pomembna povpraševanje in ponudba. Na trgu vrednostnih papirjev povprašujejo po denarju podjetja, ki za svoj razvoj nimajo dovolj lastnih sredstev. Prihranke pa ponujajo predvsem institucionalni vlagatelji (pokojninski skladi, investicijski skladi, vzajemni skladi in zavarovalnice). Da pa bi ponudba prihrankov zadoščala za normalen razvoj, mora država zagotavljati stabilne makroekonomske razmere. V državah z visoko inflacijo bodo investitorji svoje prihranke raje držali v tuji valuti ali investirali v tujino.

Povprečna letna inflacija je bila v obdobju 1994-99 enoštevila v samo štirih tranzicijskih državah, in sicer Hrvaški, Češki, Slovaški in Sloveniji, medtem ko je bila v mnogih državah celo večja od 100 %. Tako visoka inflacija je povzročala negativne donose delničarjem. Če smo donosnost popravili še za tveganje, ki je pri poslovanju podjetij vedno prisotno, so bili donosi na večini borz v tranzicijskih državah negativni (Claessens, Djankov, Klingebiel, 2000, str. 8).

**Slika 6: Medletne inflacijske stopnje v obdobju 1994-2002 v posameznih uspešnejših tranzicijskih državah, prikazano v logaritemski skali**



Vir: International Financial Statistics, december 2002 in International Financial statistics 1998.

Na grafu vidimo, da v vseh državah inflacija pada. Tudi drugi makroekonomski kazalci se izboljšujejo, kar še posebej velja za pristopnice v Evropsko unijo. Na dolgi rok bo to vsekakor vplivalo na rast borznega trga.

Ponudba prihrankov na trgu vrednostnih papirjev je odvisna tudi od alternativnih naložb. Tako bodo visoke obresti na državne vrednostne papirje ponudbo preusmerjale drugam<sup>22</sup>. Pomembna alternativna naložba je tudi varčevanje v bankah. Donosi na bančne prihranke so bili v tem obdobju v 18 od 20 držav večji od donosov na borzi<sup>23</sup>. Samo madžarski in ruski borzni trg sta investitorjem prinesla višje donose, kot vloge vezane v bankah. Nižje obrestne mere ob vključitvi v EU že vplivajo na pritek svežega kapitala na borze. (Claessens, Djankov, Klingebiel, 2000, str. 8).

Dosedanje raziskave manj razvitih trgov kapitala kažejo, da so donosnosti delnic na teh trgih izjemno predvidljive in hkrati izredno šibko povezane z donosnostmi delnic na razvitih trgih. Delnice s prej omenjenimi lastnostmi predstavljajo za institucionalne investitorje iz razvitih držav izredno zanimive naložbe. Z vidika njihovega premoženja so namreč manj tvegane in nadpovprečno donosne. Poleg drugih prednosti so trgi tranzicijskih držav zelo perspektivni. vzhodna Evropa bo po napovedih IMF za leto 2004-2006 s 5 % letno v povprečju rastla hitreje od vseh drugih gospodarstev sveta. Tuji institucionalni investitorji se zato že usmerjajo tudi na trge tranzicijskih držav.

<sup>22</sup> Temu pojavu v literaturi pravimo tudi problem izrinjanja privatnih investicij. Država mora zaradi povečanega zadolževanja ponujati investitorjem vse večje obresti na svoje dolgove in tako prihranke preusmerjati iz produktivnega zasebnega sektorja v javni sektor.

<sup>23</sup> Donosi, prilagojeni za tveganje. Če tveganja ne bi upoštevali, bi bili donosi višji tudi v Sloveniji.

Borze tranzicijskih držav se bodo razvijale tudi zaradi izboljšave pravnih okvirjev in vse večjega razmaha institucionalnih vlagateljev<sup>24</sup>.

V spodnji tabeli prikazujem velikost finančnih sredstev institucionalnih investorjev. Vidimo da so sredstva institucionalnih investorjev v tranzicijskih državah veliko nižja od sredstev le-teh v zahodni Evropi. Ker so domači institucionalni vlagatelji v tranzicijskih državah razmeroma nov pojav, je v prihodnosti upravičeno pričakovati njihovo rast, del vloženih sredstev pa bo gotovo prišel tudi na domače borze.

**Tabela 3: Finančna sredstva institucionalnih investorjev (v % BDP-ja), za leta 1992-2000**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Češka	n.p.	22,8	17,3	17,8	21,4	19	16,8	20,3	n.p.
Madžarska	2,5	2,8	3,9	4,4	6,1	7,5	8,9	10,7	12,8
Poljska	0	0,6	1,9	1,5	2	2,6	3,2	4,2	5,4
Nemčija	34	38,9	41,3	45,3	50,6	58,7	66,1	76,8	79,7
Španija	21,9	29,3	32,3	33,4	44,3	56	66,5	65,4	62,1
Portugalska	18,3	27,5	29,8	38,3	43,2	53,4	48,7	50,8	n.p.

Vir: The future of Eastern European Capital Markets, 2002, str. 124.

Za dolgoročni obstoj je pomembna tudi velikost trga. Na malem trgu bo za uvrstitev na borzo zainteresiranih manj podjetij, tako bodo stroški samostojnega borznega trga sorazmerno visoki in podjetja se bodo raje zadolževala ali izdajala delnice tam, kjer bodo do denarja prišla ceneje.

Želja udeležencev trga po nižjih stroških ni le značilnost podjetij, uvrščenih na male trge kapitala v tranzicijskih državah, temveč je to ob pospešeni globalizaciji in elektronski podpori trgovanju tudi želja, ki se odraža na razvitih zahodnih trgih. Primer je združitev Londonske borze, Nemške borze in Nasdaq-a<sup>25</sup>. Če se zaradi nižanja stroškov združujejo tudi tako velike in pomembne borze, se male borze iz tranzicijskih držav upravičeno bojijo za svojo prihodnost. Združevanje velikih borz in stroški reorganizacije borz v luči tehnoloških sprememb so opazno dvignili minimalno velikost učinkovitega borznega trga. Tako je prostora za male regionalne trge navidezno vse manj.

<sup>24</sup> Dobro vodeni institucionalni skladi lahko veliko pripomorejo k likvidnosti. Vpliv institucionalnih vlagateljev je v tranzicijskih državah zelo majhen, saj seštevek vseh njihovih sredstev v povprečju dosega le 7 % BDP. Samo v 3 državah z najrazvitejšimi trgi kapitala, Madžarski, Češki in Poljski njihova sredstva dosegajo 18 % BDP. V tranzicijskih državah so razviti predvsem investicijski in vzajemni skladi. Investicijski skladi so nastajali predvsem ob postopku kuponske privatizacije, vzajemni skladi pa so začeli nastajati pred kratkim in so se v nekaterih državah že razvili. Pokojninski skladi so se šele začeli ustanavljati, zavarovalnice pa so razen na Češkem zanemarljivi akterji kapitalnega trga.

<sup>25</sup> Povezava se zaradi razlik v poslovnih navadah udeležencev ni izkazala za preveč uspešno.

## 7 POMEMBNOST POSAMEZNIH FAKTORJEV ZA RAZVOJ BORZNIH TRGOV

### 7.1 Opredelitev faktorjev za razvoj borznega trga

V teoriji in drugih empiričnih študijah se razvoj borznega trga in njegova pomembnost za gospodarstvo neke države meri s tržno kapitalizacijo na borzo uvrščenih podjetij in letnim ali mesečnim prometom borze. Ob proučevanju tranzicijskih držav se tu soočimo s problemom. Države, ki so se odločile za masovno privatizacijo podjetij bodo imele na borzo uvrščenih več podjetij in posledično večjo tržno kapitalizacijo borze. To kviri realnost naših ocen, zato je za proučevanje razvoja trga v tranzicijskih državah boljši kazalec letni promet na borzi. Z razvojem borz se ta problem manjša, saj se mnoga podjetja, ki so bila uvrščena na borzo ob masovni privatizaciji z borze umikajo. Zato bom v naši raziskavi uporabljal tudi tržno kapitalizacijo, kot merilo zbiranja kapitala podjetij na borzi.

Glede na literaturo in druge empirične študije na tržno kapitalizacijo in letni promet na borzi vplivajo mnoge pojasnjevalne spremenljivke. Najpomembnejše so:

1. **Višina inflacije.** Višja ko je inflacija, manjši je realni donos vrednostnih papirjev. Učinek je iz makroekonomije poznan kot Fischerjev efekt. Višja inflacija naj bi negativno vplivala na razvoj trga.
2. **Višina BDP p.c..** Višji ko je BDP p.c., večji delež dohodka lahko suficitne gospodarske celice namenijo varčevanju. Ena od oblik varčevanja je seveda tudi vlaganje v investicijske sklade in delnice podjetij. Vpliv dohodka na razvoj borze naj bi bil pozitiven.
3. **Realna rast BDP.** Realna rast vpliva na tržno kapitalizacijo na 2 načina. V obdobju višje gospodarske rasti so pričakovanja o donosnosti višja, kar vpliva na rast cen delnic in ker je tržna kapitalizacija le zmnožek količine delnic in njihove tržne vrednosti tržna kapitalizacija naraste. Drugi razlog, ki vpliva na rast tržne kapitalizacije, je izdajanje novih delnic za potrebe prevzemov in potreb po kapitalu za rast podjetij. Podjetja na rastočem borznem trgu lažje financirajo prevzeme in rast z izdajo novih delnic, investitorji pa raje vlagajo v delnice, ki hitro rastejo. Kljub temu da bi racionalen investitor in podjetje morali kupovati delnice ali prevzemati podjetja, ko so njihove delnice poceni, se v praksi izkaže, da naj bi rast realnega BDP vplivala na tržno kapitalizacijo.<sup>26</sup>
4. **Pravna zaščita delničarjev.** Dobra zaščita delničarjev pred večinskimi delničarji ali menedžmentom podjetja naj bi pozitivno vplivala na tržno kapitalizacijo.
5. **Sredstva, ki jih posedujejo institucionalni investitorji.** Institucionalni investitorji so po eni strani veliki povpraševalci po delnicah, kar že samo po sebi zvišuje njihovo vrednost. Po drugi strani v njih delujejo tehnično dobro podkovani strokovnjaki, ki neprestano iščejo priložnosti na borznih trgih. Po zakonu morajo institucionalni

<sup>26</sup> V naši raziskavi nismo opazili te relacije.

investitorji poslovati čim manj tvegano, zato ponavadi razpršijo svoj portfelj na več podjetij z različnih geografskih območij. Tako institucionalni investitorji vplivajo tudi na povečanje prometa z delnicami, saj neprestano kupujejo in prodajajo zanimive vrednostne papirje. Ker je za nekatere tranzicijske države težko dobiti podatke o vrednosti sredstev institucionalnih investitorjev, bom kot približek uporabil vrednost tujih portfolio naložb za posamezno državo. Tuje portfolio naložbe v te države so večinoma izvedene s strani tujih institucionalnih investitorjev. Na ta način žal ne zajamemo vrednosti vseh institucionalnih investitorjev. Kot smo že omenili, so domači institucionalni investitorji v večini držav še manjši igralci, poleg tega pa naj bi bili njihovi motivi podobni motivom tujih institucionalnih vlagateljev. Glavni motiv institucionalnih vlagateljev naj bi bilo ustvarjanje vrednosti za svoje delničarje ob razpršenem tveganju. Ob vstopu 10 novih kandidat v EU bodo tudi domači institucionalni investitorji lahko vlagali svoja sredstva v druge države, zato ima predpostavka o podobnosti motivov domačih in tujih skladov še večjo veljavo.

Da bi ocenil pomen spremenljivk na razvoj borz v tranzicijskih državah sem izračunal spodaj predstavljene regresijske modele.

## ***7.2 Odvisnost tržne kapitalizacije in prometa na borzi od pojasnjevalnih spremenljivk od pojasnjevalnih spremenljivk***

### ***7.2.1 Odvisnost tržne kapitalizacije od pojasnjevalnih spremenljivk***

Na osnovi teorije in drugih modelov ocenjujem, da moramo kot odvisno spremenljivko v model vzeti koren<sup>27</sup> tržne kapitalizacije. V regresijo sem vključil pojasnjevalne spremenljivke za tuje portfolio naložbe, logaritem BDP p.c. ter dve dummy spremenljivki za inflacijo. Stopnja inflacije je obenem približek za makroekonomske stabilnost države. Ker je v teoriji višina inflacije vsekakor pomembna za tržno kapitalizacijo borze in ta v normalni obliki ni imela nobenega vpliva na tržno kapitalizacijo, sem inflacijo preoblikoval v tri razrede. Letna inflacija do 10 % ponazarja stabilne makroekonomske razmere, inflacija med 10-50 % predstavlja slabše razmere, inflacija nad 50 pa predstavlja nestabilne makroekonomske razmere

V sledeči tabeli je prikazan prvi model, ki nam prikazuje odvisnost tržne kapitalizacije od pojasnjevalnih spremenljivk.

---

<sup>27</sup> V prilogi št. 1 je model, kjer odvisna spremenljivka ni pod korenem. Graf ostankov v odvisnosti od tržne kapitalizacije in teorija nam priporoča model, kjer je odvisna spremenljivka pod korenem. To bi lahko tudi dokazal, a se bomo raje držali teorije in je prejšnji model tu le za primer.

**Tabela 4: Ocene koeficientov med pojasnjevalnimi spremenljivkami in odvisno spremenljivko Korenom tržne kapitalizacije (v % BDP), podatki 1994-2002**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti		Sig.
		B	se	Beta	t	
1	Konstanta	-3,950*	1,070		-3,690	0,000
	portfolio	1,926*	0,303	0,455	6,364	0,000
	logbdp	0,050*	0,011	0,304	4,577	0,000
	D1inf	-0,319	0,238	-0,092	-1,337	0,184
	D2inf	-0,817*	0,375	-0,165	-2,178	0,031

Opombe:

1. odvisna spremenljivka = koren tržne kapitalizacije.

\* statistično značilni koeficienti pri stopnji značilnosti 5 %.

Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov 15 tranzicijskih držav zbranih med leti 1994 in 2002.

Naša enačba na podlagi izračunanih koeficientov je:

$$TK_{koren_i} = -3,950 + 1,926Portfolio_i + 0,05logbdp_i - 0,319 D1inf_i - 0,817 D2inf_i$$

$$t = \quad (-3,690) \quad (6,364) \quad (4,577) \quad (-1,337) \quad (-2,178)$$

$R^2$  popravljen = 0,478

F = 31,50 sig F = 0,000

kjer je:

TK<sub>koren</sub> = koren tržne kapitalizacije delnic na borzi, izražene relativno kot odstotek vrednosti BDP-ja te države.

Portfolio = vrednost tujih portfolio investicij, izražena relativno kot odstotek BDP-ja.

Logbdp = logaritem BDP p.c.

D1inf = dummy spremenljivka za inflacijo. 1 za inflacijo med 10-50 % letno, 0 za ostale.

D2inf = dummy spremenljivka za inflacijo. 1 za inflacijo večjo od 50 % na leto, 0 za ostale.<sup>28</sup>

Negativna konstanta v tem primeru nima ekonomskega pomena, saj negativna tržna kapitalizacija ne obstaja.

Na osnovi rezultatov ocenjenih regresijskih koeficientov lahko zavrnem  $H_0$ , da so vsi regresijski koeficienti hkrati enaki 0<sup>29</sup>. To pomeni, da nam vsaj nekateri pojasnjujejo vpliv na tržno kapitalizacijo.

<sup>28</sup> Z uporabo dveh dummy spremenljivk za inflacijo sm razdelil države na 3 skupine po vrednosti inflacije. Države lahko z leti prehajajo skozi skupine odvisno od ravni inflacije.

<sup>29</sup>  $H_0: b_1 = b_2 = b_3 = b_4 = 0$

$H_1$ : Vsaj en  $b_i$  ni enak 0.



Večina koeficientov je značilna pri stopnji značilnosti 5 %. To pomeni da lahko pri majhni stopnji tveganja zavrnilo  $H_0$ , da posamezen koeficient nima vpliva na tržno kapitalizacijo borz. Obstajajo značilni vplivi tujih portfolio naložb, višine BDP p.c. in visoke inflacije na tržno kapitalizacijo. Vpliv zmerne inflacije ni statistično značilen. Razlika med nizko in zmerno inflacijo ne pojasnjuje tržne kapitalizacije.

### **1. Testiranje multikolinearnosti**

Do multikolinearnosti pride, če je ena ali več pojasnjevalnih spremenljivk v modelu odvisna od drugih. V praksi nas zanima moč kolinearnosti (Gujarati, 1999, str. 313-336).

Za preizkus sem napravil regresije pojasnjevalnih spremenljivk z ostalimi pojasnjevalnimi spremenljivkami. Dokazi so v prilogi št. 3.

V enačbi je opažena določena stopnja multikolinearnosti. Tako imamo statistično značilen koeficient, na podlagi katerega lahko pri 0,2 % tveganju zavrnilo  $H_0$ , da ne obstaja multikolinearnost med portfolio investicijami in ostalimi pojasnjevalnimi spremenljivkami. Prav tako lahko pri zanemarljivi stopnji tveganja zavrnilo  $H_0$ , da ne obstaja multikolinearnost med logaritmom BDP p.c. in ostalimi pojasnjevalnimi spremenljivkami.

Težava ni kritična, saj nas zanima predvsem vpliv na povprečno vrednost odvisne spremenljivke.

### **2. Testiranje heteroskedastičnosti ( priloga št. 4)**

Ker smo v osnovnem modelu opazili tudi heteroskedastičnost, ki jo je povzročala pojasnjevalna spremenljivka tuje portfolio investicije, smo enačbo prilagodili in heteroskedastičnost izločili. Na žalost nam je to zmanjšalo statistično značilnost koeficientov in tudi pojasnjevalno moč modela. Naš namen je bil dobiti statistično bolj značilne koeficiente. Odpravljanje heteroskedastičnosti nam je te koeficiente pokvarilo in odločil sem se za navaden model. Zavedam se problema, ki je nastal zaradi uporabe panelnih podatkov.

### **3. Proučevanje vpliva inflacije na pojasnjevalne spremenljivke**

Proučeval sem tudi vpliv makroekonomske stabilnosti merjene s stopnjo inflacije na portfolio tuje investicije in logaritem BDP p.c.

**Tabela 5: Ocene koeficientov med produkti pojasnjevalnih spremenljivk z dummy spremenljivkama in odvisno spremenljivko korenem tržne kapitalizacije (v % BDP), podatki 1994-2002**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti		Sig.
		B	se	Beta	t	
1	Konstanta	-5,467*	1,485		-3,680	0,000
	portfolio	0,026	0,015	0,157	1,757	0,081
	D1inf	3,105	2,139	0,896	1,452	0,149
	D2inf	0,463	3,246	0,094	0,143	0,887
	logbdp	2,435*	0,421	0,575	5,788	0,000
	d2port	-0,024	0,083	-0,021	-0,291	0,772
	d1port	0,056*	0,022	0,256	2,552	0,012
	d2bdp	-0,399	1,066	-0,242	-0,375	0,709
	d1bdp	-1,166	0,628	-1,125	-1,857	0,066

Opombe:

1. odvisna spremenljivka = koren tržne kapitalizacije.
2. d2port = zmnožek dummy2 spremenljivke in portfolio naložb.
3. d1port = zmnožek dummy1 spremenljivke in portfolio naložb.
4. d2bdp = zmnožek dummy2 spremenljivke in BDP p.c..
5. d1bdp = zmnožek dummy1 spremenljivke in BDP p.c..

\* statistično značilni koeficienti pri stopnji značilnosti 5 %.

Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov držav, 1994-2002.

Z množenjem dummy spremenljivke z ostalimi pojasnjevalnimi spremenljivkami smo ločili opazovanja glede na makroekonomske razmere. Tako smo poskušali zavrniti ničelno hipotezo, da makroekonomske razmere ne vplivajo na pojasnjevalni spremenljivki logaritem BDP in tuje portfolio investicije.

Vidimo, da so koeficienti, ki naj bi to prikazovali, statistično neznačilni. Edini statistično značilen koeficient pri oceni tveganja 1,2 % je, da inflacija med 10 in 50 % pozitivno vpliva na portfolio investicije. Tega koeficienta ni možno pojasniti z ekonomsko teorijo, zato se v enačbah nisem več ukvarjal z vključevanjem teh vplivov.

Razlog, da ne moremo zavrniti ničelne hipoteze, bi lahko bila množična privatizacija. Ta je v države prinesla velike količine tujih investicij neodvisno od gospodarskega položaja in različne štartne pozicije držav.

### **7.2.2 Odvisnost letnega prometa na borzi od pojasnjevalnih spremenljivk**

Glede na omenjen problem masovne privatizacije sem za razvoj kapitalskih trgov kot odvisno spremenljivko uporabil še letni promet na borzi.

Teorija in druge empirične študije mi predlagajo, da kot odvisno spremenljivko v model vzamem koren letnega prometa<sup>30</sup>. Letni promet je zaradi primerljivosti med državami merjen kot odstotek tržne kapitalizacije.

**Tabela 6: Odvisnost med korenem letnega prometa na borzi in pojasnjevalnimi spremenljivkami**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	Konstanta	-3,134	2,348		-1,335	0,184
	portfolio	0,059*	0,028	0,178	2,120	0,036
	logbdp	2,345*	0,706	0,279	3,321	0,001

Opombe:

1. Odvisna spremenljivka = koren letnega prometa na borzi

\* statistično značilni koeficienti pri stopnji značilnosti 5 %.

Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov 15 tranzicijskih držav zbranih med leti 1994 in 2002.

$R^2$  popravljen = 0,121

F = 10,146 sig F = 0,000

Enačba na podlagi izračunanih koeficientov je:

$$\text{prometkoren}_i = -3,134 + 0,059\text{Portfolio}_i + 2,345\text{logbdp}_i$$

$$t = \quad \quad (-1,335) \quad (2,120) \quad \quad (3,321)$$

kjer je:

prometkoren = Koren letnega prometa delnic na borzi, izražene relativno kot odstotek vrednosti tržne kapitalizacije.

Portfolio = Vrednost tujih portfolio investicij, izražena relativno kot odstotek BDP-ja.

Logbdp = Logaritem BDP p.c.

Za napovedovanje letnega prometa na borzi sem uporabil iste pojasnjevalne spremenljivke, kot pri napovedovanju tržne kapitalizacije<sup>31</sup>, a nam dummy spremenljivke ne pojasnjujejo letnega prometa. Sprejel sem sklep, da inflacija ne vpliva na letni promet. Koren iz letnega prometa na borzi je bolje pojasnjen z le dvema pojasnjevalnima spremenljivkama. Ta model tudi prikazujem v zgornji tabeli. F statistika nam kaže, da lahko z zanemarljivo stopnjo značilnosti zavrnamo ničelno hipotezo  $H_0$ , da so vsi koeficienti hkrati enaki nič.

Oba koeficienta sta statistično značilna. Lahko zavrnamo  $H_0$  da koeficienta ne pojasnjujeta odvisne spremenljivke pri stopnji značilnosti manjši od 5 %. Višje portfolio investicije in BDP p.c. večajo letni promet na borzi

<sup>30</sup> V prilogi št. 7 je predstavljen tudi model z letnim prometom, kot odvisno spremenljivko.

<sup>31</sup> Model je v prilogi št. 8.

### 1. Testiranje multikolinearnosti v modelu

Multikolinearnost med pojasnjevalnima spremenljivkama je statistično značilna a šibka. Tako nizka multikolinearnost ne škodi našemu modelu. Dokazi multikolinearnosti so v prilogi št. 9.

### 2. Testiranje heteroskedastičnosti

Ker smo v modelu ugotovili heteroskedastičnost pri pojasnjevalni spremenljivki logaritem BDP p.c., smo izpeljali regresijo tehtanih najmanjših kvadratov, pri čemer smo tehtali s korenem logaritma BDP p.c.<sup>32</sup> Koeficienti novega heteroskedastičnosti očiščenega modela se niso veliko spremenili, tako da opazovana heteroskedastičnost ni močno vplivala na naš model. Odpravljanje heteroskedastičnosti nam je celo zmanjšalo statistično značilnost koeficientov. Ker je bil naš namen dobiti statistično bolj značilne koeficiente, smo heteroskedastičnosti očiščen model izpustili.

### 3. Proučevanje vpliva inflacije na pojasnjevalne spremenljivke

Slabe makroekonomske razmere bi lahko vplivale tudi na ostale pojasnjevalne spremenljivke. Preveril sem ali lahko visoka inflacija vpliva na pojasnjevalni vpliv tujih portfolio naložb in BDP p.c. na letni promet na borzi. Regresija nam ne kaže statistično značilnih vplivov visoke inflacije. Rezultati so predstavljeni v sledeči tabeli. Koeficienti, ki naj bi prikazovali vpliv makroekonomskih razmer na pojasnjevalne spremenljivke d2port, d1port, d2bdp in d1bdp so statistično neznačilni, zato se v enačbah nisem več ukvarjal z vključevanjem teh vplivov.

**Tabela 7: Ocene koeficientov med produkti pojasnjevalnih spremenljivk z dummy spremenljivkama in odvisno spremenljivko korenem letnega prometa na borzi (v % tržne kapitalizacije), podatki 1994-2002**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	Konstanta	2,654	3,857		0,688	0,493
	portfolio	0,026	0,038	0,080	0,688	0,493
	D1inf	-8,400	5,554	-1,220	-1,513	0,133
	D2inf	-12,093	8,427	-1,234	-1,435	0,154
	logbdp	0,790	1,092	0,094	0,723	0,471
	d2port	2,402	1,630	1,167	1,473	0,143
	d1port	3,250	2,767	0,992	1,175	0,242
	d2bdp	0,044	0,057	0,101	0,773	0,441
	d1bdp	0,417	0,216	0,182	1,933	0,055

Opombe:

1. odvisna spremenljivka = koren letnega prometa na borzi
2. d2port = zmnožek dummy2 spremenljivke in portfolio naložb.
3. d1port = zmnožek dummy1 spremenljivke in portfolio naložb.
4. d2bdp = zmnožek dummy2 spremenljivke in BDPp.c.
5. d1bdp = zmnožek dummy1 spremenljivke in BDPp.c.

Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov držav, 1994-2002.

<sup>32</sup> V prilogi št. 10.

## 8 SKLEP

Na osnovi naših modelov ugotavljam, da bosta tržna kapitalizacija in promet na borzi v tranzicijskih državah naraščala z rastjo BDP p.c.. Tudi tuje portfolio investicije, ki bodo zaradi vstopa držav v EU vedno večje, bodo pozitivno vplivale na razvoj borz.

Kljub temu bo v večini držav težko ustvariti tako razvite kapitalske trge, da bodo ti učinkovito opravljali svoje poslanstvo, ki je zagotavljanje dolgoročnih virov financiranja za podjetja. Po mnenju OECD-ja bi bila optimalna rešitev trga vrednostnih papirjev za države novinke v EU centralizacija trgovanja in decentralizacija nudenja storitev. To bi pomenilo, da bi se ustvaril enotni trg vrednostnih papirjev za vse te države, hkrati pa bi vlagatelji na ta trg še vedno dostopali preko lokalnih borz.

Center sistema bi bila skupna trgovalna platforma, ki bi omogočala dobro likvidnost delnic in nižje stroške delovanja. Lokalne borze bi bile preko tega sistema povezane, hkrati pa bi ohranjale samostojnost in na lokalnem področju zagotavljale storitve podjetjem, borznim posrednikom in vlagateljem. To bi pripomoglo k zniževanju stroškov trgovanja, po drugi strani pa bi se konkurenca preselila na področje zagotavljanja storitev podjetjem, vlagateljem in posrednikom. Model razvoja, kot ga zagovarja OECD in mnogi ekonomisti, bi prispeval k uskladitvi in poenotenju trga. Podjetja bi na enotnem evropskem trgu kapitala bila v različnih državah podvržena enakim zahtevam.

Da bi se zagotavljala konkurenca tudi na področju trgovalnih sistemov, bi morali v EU imeti vsaj 2 ali 3 take centre, ki bi z medsebojno konkurenco vodili razvoj. Seveda bi lahko bili taki trgovalni sistemi tudi povezani med seboj in odprti za ostale alternativne sisteme, kar bi omogočalo možnost vstopa novih konkurentov. Vsi ti teoretični sistemi pa so zaenkrat še daleč od uveljavitve in zato morajo borze tranzicijskih držav najti nove rešitve.

Ena od možnosti je, da se vsaka borza razvija po svoje. Predvsem Varšavska, Praška in Budimpeštanska borza so dovolj velike za zagotavljanje likvidnosti domačim institucionalnim vlagateljem. Ti so, kot že omenjeno, tudi najpomembnejši akter na borzah tranzicijskih držav in zato bo ob potencialnih spremembah treba upoštevati tudi njihov glas. Vendar pa so tranzicijske države premajhne in premalo razvite, da bi se lahko hitro razvijale brez tujih vlagateljev, te pa pri investiranju na borzi motijo predvsem različni trgovalni sistemi posameznih borz in različne ter pogosto nejasne zahteve glede uvrstitve delnic na borzo in obveznosti poročanja delniških družb.

Rešitev so nekatere borze našle v povezavah s tujimi partnerji. Baltiške borze so že medsebojno povezale trgovalne sisteme in se priključile na trgovalni sistem štirih skandinavskih borz. To domačim investitorjem omogoča vlaganja na razvite trge, tujim pa možnost vlaganja na hitro rastoče trge treh baltiških držav. Tudi Varšavska in Praška borza se

kljub svoji velikosti povezujeta z večjo Londonsko borzo, Budimpeštanska borza pa nudi možnost trgovanja na skupnem trgovalnem sistemu z Nemško borzo. Posledice avstrijskega prevzema te borze v letošnjem letu še niso jasne. Navkljub nekaterim prednostim so v povezovanju tudi nekatere pasti. Majhne borze ne bodo imele veliko besede v partnerstvu z velikimi tujimi borzami in tudi problem različnih trgovalnih sistemov ostaja.

Najboljša rešitev bi bila ustanovitev nekakšne enotne borze tranzicijskih držav, organizirane okoli enotne trgovalne platforme. Ta bi lahko bila povezana z mednarodnimi borzami in imela pri tem veliko močnejšo pogajalsko moč. Tudi vrednostni papirji bi bili precej bolj prepoznavni in zanimivi kot pri katerikoli drugi rešitvi. Rešitev bi bila ugodna tudi za vse akterje, ki delujejo na teh trgih. Podjetja in domači institucionalni investitorji bi še vedno imeli domač trg in relativno nizke stroške v primerjavi s stroški mednarodnih transakcij. Mednarodni vlagatelji bi imeli enotno trgovalno platformo in jasna ter enotna pravila delovanja na teh trgih. Cela regija in tudi posamezne države bi bile na boljšem zaradi višjih vlaganj v njihova gospodarstva. Ustanovitev enotne borze in posledični razvoj trga kapitala bi na trg privabil tudi nove investitorje in podjetja in tako bi se na srednji rok povečala tudi tržna kapitalizacija in promet.

V letu 2000 je Dunajska borza poskusila izpeljati projekt NEWEX. Njegov namen je bil združiti trgovanje z najlikvidnejšimi delnicami iz srednje in vzhodne Evrope na enem mestu. Vrednostni papirji so bili lahko uvrščeni na trg brez vednosti ali celo proti volji izdajateljev. Projekt je propadel v manj kot letu dni (Syrovatka, 2003, str. 35). Na kratki rok se zdi združitev vseh borz tranzicijskih držav utopično. Po drugi strani pa bi verjetno že povezovanje 3 največjih borz v en trgovalni sistem ustvarilo dovolj velik trg, da bi se nanj sčasoma priključile tudi ostale manjše borze. Ob vstopu v EU in sprejemu enotnih pravil tudi na finančnem področju je zato le še vprašanje volje, ali se bodo borze držav novink odločile za racionalen korak v smeri proti večjemu združevanju. Ker je tak projekt nacionalnega pomena in ker imajo v naših ekonomijah države še vedno pomembno vlogo, bi se lahko za tak projekt dogovorili tudi na medvladni ravni in tako pripomogli k boljšemu razvoju trga kapitala v vseh državah srednje in vzhodne Evrope.

## LITERATURA

1. Anderson Ronald W., Kegels Chantal: Transition Banking. Oxford : Clarendon press, 1998. 300 str.
2. Claessens Stijn, Djankov Simeon, Klingebiel Daniela: Stock Markets in Transition Economies. Financial Sector Discussion paper, B.k. : World bank, 2000, 5, 24 str.
3. Deželan Silva: Učinkovitost trgov kapitala. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 103 str.
4. Deželan Silva: Efficiency of the Slovenian Equity market. Economic and Business review, Ljubljana, 2000, 2, str. 61-83.
5. Gujarati Damodar: Essentials of Econometrics, 2. Singapur : McGraw-Hill, 1999, 534 str.
6. Haugen Robert A.: Modern Investment Theory. B.k. : Prentice-Hall, 1986. 541 str.
7. Koke Jens, Schroder Michael: The future of Eastern European capital markets. EIB papers, B.k., 7 (2002), 1, str. 117-138.
8. Mramor Dušan: Kapitalski trgi v tranzicijskih gospodarstvih: preteklost in prihodnost. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 7-8, str. 1-2.
9. Park Yoon S., Essayad Musa: International Banking and Financial Centers. B.k. : Kluwer Academic Publishers, 1989. 271 str.
10. Pistor Katharina, Raiser Martin, Gelfer Stanislaw: Law and finance in transition economies. The Economics of Transition, Oxford : Blackwell publishers, 8(2000), 2, str. 329-340.
11. Pniewski Pawel: Finančni trg na Poljskem. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 7-8, str. 61-65.
12. Revell Jack: The changing face of European Banks and Securities Markets. Wiltshire : The Macmillan press, 1994. 285 str.
13. Ribnikar Ivan: Denarni sistem in denarna teorija. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1992. 322 str.
14. Schindele Ibolya, Perotti Enrico C.: Pricing Initial Public Offerings in Premature Capital Markets: The case of Hungary. Fondazione Eni Enrico Mattei. [URL: [http://www.feem.it/web/attiv/\\_wp.html](http://www.feem.it/web/attiv/_wp.html)], december 2002.
15. Syrovatka Jan: Finančni trg na Češkem. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 7-8, str. 33-39.
16. Veselinovič Draško: Finančni trg v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 7-8, str. 107-111.

## VIRI

1. Nord, Rocha: Report on the Observance of standards and codes Czech Republic: Securities Market. [ URL:<http://www.imf.org/external/np/rosc/cze/securit.htm>], julij 2000.
2. Socha: Development of the regulated capital market in Poland. Washington : KPWG, 2003. 16 str.
3. Baltic list. [URL: <http://www.baltic-exchanges.com/doc/balticpie.pdf>], april 2004
4. The best practices committee: Best practices in public companies in 2002. [URL: <http://www.wse.com.pl/zrodla/gpw/pdf/bestpract.pdf>], 4.9.2002.
5. The Capital Market. [ URL: <http://www.poland.gov.pl/?page=1050800001>], 2000
6. The Czech Capital Market. [URL:[http://www.commerzbank.cz/custody/en/custody/market/en\\_intro.htm](http://www.commerzbank.cz/custody/en/custody/market/en_intro.htm)], junij 1999
7. Emerging Stock Markets, Factbook 1998. Washington : IFC, 1998. 348 str.
8. Informacijski oddelki borz tranzicijskih držav, 2004
9. International Financial Statistics. Washington : International Monetary Fund, 1998. 961 str.
10. International Financial Statistics. Washington : International Monetary Fund, december 2002. 965 str.
11. Letno statistično poročilo Budimpeštanske borze. [URL:<http://www.bse.hu/onlinesz/10003264.html?uio=4LONG83AOIHK2004Q05D275Q21250052RNSUKXM05guest>], 28.2.2003.
12. Letno statistično poročilo Ljubljanske borze. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/BorznInf/Publikac/letno2002.pdf>], 12.4.2004.
13. The Polish capital market. WSE Fact Book 2004. Varšava, 2004, str. 11-12.



# PRILOGA št. 1: ODVISNOST MED TRŽNO KAPITALIZACIJO IN POJASNJEVALNIMI SPREMENLJIVKAMI

**Tabela 1: Odvisnost tržne kapitalizacije od pojasnjevalnih spremenljivk.**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti	t	Sig.
		B	se	Beta		
1	Konstanta	-24,032*	7,177		-3,349	0,001
	portfolio	0,336*	0,074	0,336	4,556	0,000
	logbdp	9,590*	2,029	0,376	4,727	0,000
	D1inf	-1,335	1,598	-0,064	-0,835	0,405
	D2inf	-2,543	2,514	-0,085	-1,011	0,314

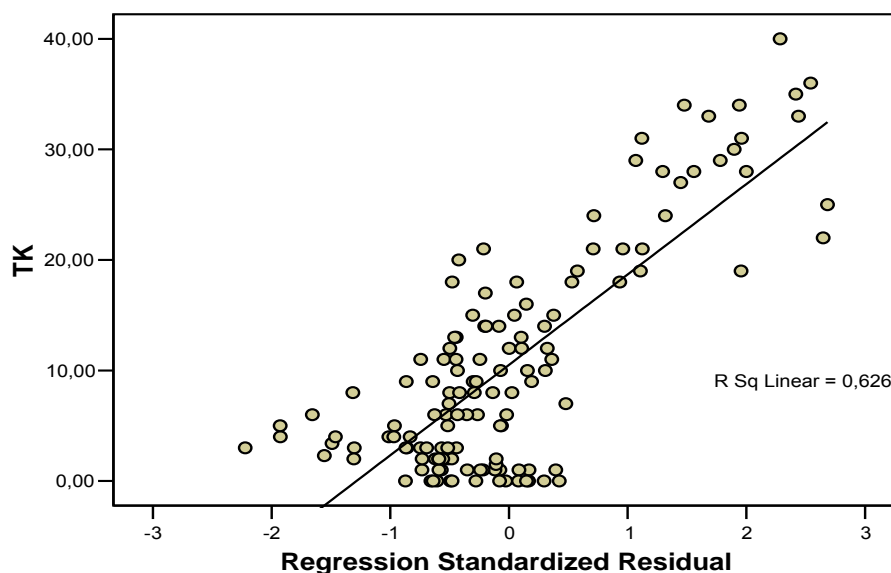
Opombe:

1. odvisna spremenljivka = tržna kapitalizacija
  2. portfolio = tuje portfolio investicije
  3. logbdp = logaritem BDP p.c.
  4. D1inf = dummy spremenljivka za inflacijo med 10 in 50 %
  5. D2inf = dummy spremenljivka za inflacijo nad 50 %
- \* Statistično značilni koeficienti pri stopnji značilnosti 5 %.

Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov 15 tranzicijskih držav zbranih med leti 1994 in 2002.

$R^2$  popravljen = 0,355  
 $F = 19,78$  sig  $F = 0,000$

**Slika 1: graf ostankov v odvisnosti od tržne kapitalizacije**



Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov 15 tranzicijskih držav zbranih med leti 1994 in 2002.

## PRILOGA št. 2: ODVISNOST MED KORENOM TRŽNE KAPITALIZACIJE IN POJASNJEVALNIMI SPREMENLJIVKAMI

**Tabela 2: Odvisnost korena tržne kapitalizacije od pojasnjevalnih spremenljivk**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti	t	Sig.
		B	se	Beta		
1	Konstanta	-3,950*	1,070		-3,690	0,000
	portfolio	1,926*	0,303	0,455	6,364	0,000
	logbdp	0,050*	0,011	0,304	4,577	0,000
	D1inf	-0,319	0,238	-0,092	-1,337	0,184
	D2inf	-0,817*	0,375	-0,165	-2,178	0,031

Opombe:

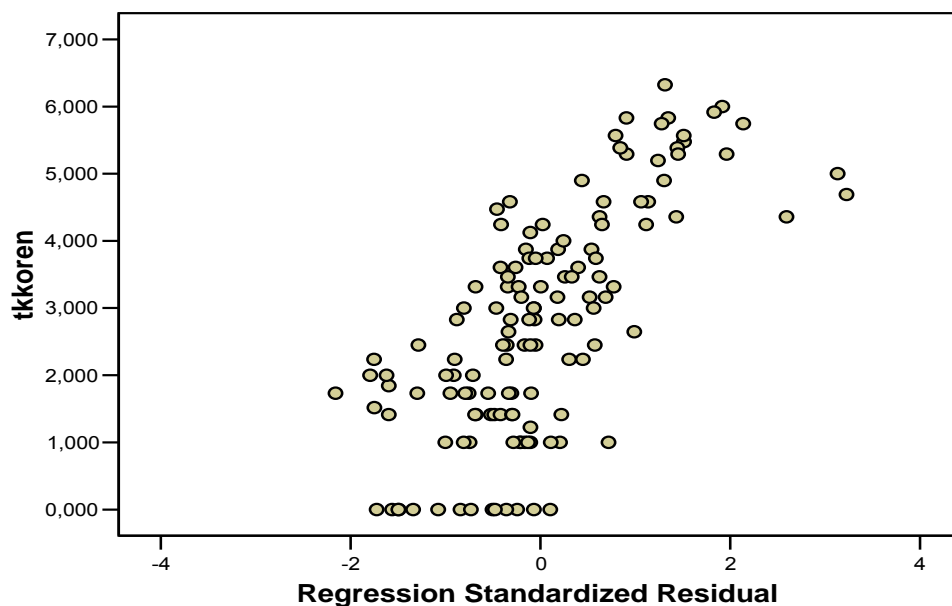
1. Odvisna spremenljivka = koren tržne kapitalizacije

\* Statistično značilni koeficienti pri stopnji značilnosti 5 %.

Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov 15 tranzicijskih držav zbranih med leti 1994 in 2002.

$R^2$  popravljen = 0,478  
 $F = 31,50$  sig  $F = 0,000$

**Slika 2: graf ostankov v odvisnosti od korena tržne kapitalizacije**



Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov 15 tranzicijskih držav zbranih med leti 1994 in 2002.

### PRILOGA št. 3: TESTIRANJE MULTIKOLINEARNOSTI

**Tabela 3: Odvisnost tujih portfolio investicij od ostalih pojasnjevalnih spremenljivk**

Model	R	R <sup>2</sup>	popravljen R <sup>2</sup>	Std. Napaka ocen	Statistike sprememb				
					Sprememba R <sup>2</sup>	F sprememba	df1	df2	Sig. F sprememba
1	0,332	0,110	0,090	9,71679	0,110	5,362	3	130	0,002

Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov 15 tranzicijskih držav zbranih med leti 1994 in 2002.

**Tabela 4: Odvisnost logaritma BDP p.c. od ostalih pojasnjevalnih spremenljivk**

Model	R	R <sup>2</sup>	popravljen R <sup>2</sup>	Std. Napaka ocen	Statistike sprememb				
					Sprememba R <sup>2</sup>	F sprememba	df1	df2	Sig. F sprememba
1	0,482	0,232	0,214	0,35354	0,232	13,094	3	130	0,000

Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov 15 tranzicijskih držav zbranih med leti 1994 in 2002.

### PRILOGA št. 4: TESTIRANJE HETEROSKEDASTIČNOSTI ZA ODVISNOST KORENA TRŽNE KAPITALIZACIJE OD POJASNJEVALNIH SPREMENLJIVK

#### Glejserjev test:

**Tabela 5: Odvisnost absolutnih odmikov od logaritma BDP p.c. (logbdp)**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti		Sig.
		B	se	Beta	t	
1	Konstanta	1,148	0,578		1,984	0,049
	logbdp	-0,071	0,170	-0,036	-0,415	0,679

Opombe:

1. Odvisna spremenljivka = absE

Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov 15 tranzicijskih držav zbranih med leti 1994 in 2002.

**Tabela 6: Odvisnost absolutnih odmikov od korena logaritma BDP p.c. (logbdpkoren)**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti		Sig.
		B	se	Beta	t	
1	Konstanta	1,367	1,118		1,222	0,224
	logbdpkoren	-0,250	0,609	-0,036	-0,410	0,683

Opombe:

1. Odvisna spremenljivka = absE

Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov 15 tranzicijskih držav zbranih med leti 1994 in 2002.

Glejserjev test nam ne kaže, da bi spremenljivka logaritem BDP p.c. povzročala heteroskedastičnost v našem modelu.

**Tabela 7: Odvisnost absolutnih odklikov od tujih portfolio investicij (portfolio)**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti		Sig.
		B	se	Beta	t	
1	Konstanta	0,709	0,087		8,154	0,000
	portfolio	0,022?	0,006	0,288	3,449	0,001

Opombe:

1. Odvisna spremenljivka = absE

\* Statistično značilni koeficienti pri stopnji značilnosti 5 %.

Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov držav.

## PRILOGA št. 5: ODPRAVLJANJE HETEROSKEDATIČNOSTI V MODELU

**Tabela 8: Odvisnost med korenem tržne kapitalizacije in pojasnjevalnimi spremenljivkami.**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti		Sig.
		B	se	Beta	t	
1	Konstanta	-4,270*	1,370		-3,116	0,002
	portfolio	0,025*	0,010	0,192	2,403	0,018
	logbdp	0,109	0,269	0,034	0,404	0,687
	D1inf	-1,111	0,661	-0,140	-1,680	0,096
	D2inf	2,114*	0,376	0,476	5,631	0,000

Opombe:

1. Odvisna spremenljivka = koren tržne kapitalizacije

2. Tehtani najmanjši odkloni

\* Statistično značilni koeficienti pri stopnji značilnosti 5 %.

Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov 15 tranzicijskih držav zbranih med leti 1994 in 2002.

Vidimo, da se koeficienti spremenijo in so vsi statistično manj značilni.

**PRILOGA št. 6: VPLIV MAKROEKONOMSKE STABILNOSTI NA TUJE PORTFOLIO INVESTICIJE IN BDP p.c.**

**Tabela 9: Proučevanje vpliva inflacije na ostale pojasnjevalne spremenljivke**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti	t	Sig.
		B	se	Beta		
1	Konstanta	-5,467*	1,485		-3,680	0,000
	portfolio	0,026	0,015	0,157	1,757	0,081
	D1inf	3,105	2,139	0,896	1,452	0,149
	D2inf	0,463	3,246	0,094	0,143	0,887
	logbdp	2,435*	0,421	0,575	5,788	0,000
	d2port	-0,024	0,083	-0,021	-0,291	0,772
	d1port	0,056*	0,022	0,256	2,552	0,012
	d2bdp	-0,399	1,066	-0,242	-0,375	0,709
	d1bdp	-1,166	0,628	-1,125	-1,857	0,066

Opombe:

1. Odvisna spremenljivka = koren trzne kapitalizacije

\* Statistično značilni koeficienti pri stopnji značilnosti 5 %.

Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov 15 tranzicijskih držav zbranih med leti 1994 in 2002.

**PRILOGA št. 7: ODVISNOST MED LETNIM PROMETOM NA BORZI IN POJASNJEVALNIMI SPREMENLJIVKAMI**

**Tabela 10: Odvisnost med letnim prometom na borzi in pojasnjevalnimi spremenljivkami**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti	t	Sig.
		B	se	Beta		
1	Konstanta	-26,047	40,401		-0,645	0,520
	portfolio	16,550	11,421	0,142	1,449	0,150
	logbdp	0,731	0,416	0,160	1,759	0,081
	D1inf	4,506	8,999	0,047	0,501	0,617
	D2inf	9,226	14,152	0,068	0,652	0,516

Opombe:

1. Odvisna spremenljivka = letni promet na borzi

Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov 15 tranzicijskih držav zbranih med leti 1994 in 2002.

$R^2$  popravljen = 0,017

F = 1,564 sig F = 0,188

Na osnovi gornjega regresijskega modela ne moremo zavreči  $H_0$ , da so vsi koeficienti hkrati enaki 0. Model ne pojasnjuje odvisnosti prometa na borzi od pojasnjevalnih spremenljivk.

## PRILOGA št. 8: ODVISNOST MED KORENOM LETNEGA PROMETA NA BORZI IN POJASNJEVALNIMI SPREMENLJIVKAMI

**Tabela 11: Odvisnost med korenem letnega prometa na borzi in pojasnjevalnimi spremenljivkami**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti	t	Sig.
		B	se	Beta		
1	Konstanta	-2,686	2,770		-0,970	0,334
	portfolio	2,211*	0,783	0,263	2,823	0,006
	logbdp	0,055	0,028	0,166	1,922	0,057
	D1inf	0,323	0,617	0,047	0,523	0,602
	D2inf	-0,607	0,970	-0,062	-0,625	0,533

Opombe:

1. Odvisna spremenljivka = koren letnega prometa na borzi

\* Statistično značilni koeficienti pri stopnji značilnosti 5 %.

Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov 15 tranzicijskih držav zbranih med leti 1994 in 2002.

$R^2$  popravljen = 0,115

F = 5,314 sig F = 0,001

Ker nam dummy spremenljivke ne pojasnjujejo odvisne spremenljivke sem jih iz modela izločil.

**Tabela 12: Odvisnost med korenem letnega prometa na borzi in pojasnjevalnimi spremenljivkami**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti	t	Sig.
		B	se	Beta		
1	Konstanta	-3,134	2,348		-1,335	0,184
	portfolio	0,059*	0,028	0,178	2,120	0,036
	logbdp	2,345*	0,706	0,279	3,321	0,001

Opombe:

1. Odvisna spremenljivka = koren letnega prometa na borzi

\* Statistično značilni koeficienti pri stopnji značilnosti 5 %.

Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov 15 tranzicijskih držav zbranih med leti 1994 in 2002.

$R^2$  popravljen = 0,121

F = 10,146 sig F = 0,000

Zadnji model nam najbolje pojasnjuje povezavo med pojsnjevalnimi in odvisnimi spremenljivkami.

## PRILOGA št. 9: TESTIRANJE MULTIKOLINEARNOSTI MODELA 2

**Tabela 13: Odvisnost tujih portfolio investicij od logbdp**

Model	R	R <sup>2</sup>	popravljen R <sup>2</sup>	Std. Napaka ocen	Statistike sprememb				
					Sprememba R <sup>2</sup>	Sprememba F	df1	df2	Sprememba sig. F
1	0,249	0,062	0,055	0,38774622	0,062	8,737	1	132	0,004

Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov 15 tranzicijskih držav zbranih med leti 1994 in 2002.

## PRILOGA št. 10: TESTIRANJE IN ODPRAVLJANJE HETEROSKEDASTIČNOSTI ZA ODVISNOST KORENA LETNEGA PROMETA OD POJASNJEVALNIH SPREMENLJIVK

### Glejserjev test za logaritem BDPp.c.

**Tabela 14: Odvisnost absolutnih odmkov od logaritma BDPp.c. (logbdp)**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti		Sig.
		B	se	Beta	t	
1	Konstanta	5,884*	1,396		4,215	0,000
	logbdp	-1,019*	0,411	-0,211	-2,479	0,014

Opombe:

1. Odvisna spremenljivka = absolutni odmiki od korena iz letnega prometa

\* Statistično značilni koeficienti pri stopnji značilnosti 5 %.

Vir: Lastni izračuni

**Tabela 15: Odvisnost absolutnih odmkov od korena logaritma BDPp.c. (logbdpkoren)**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti		Sig.
		B	se	Beta	t	
1	Konstanta	9,101*	2,699		3,372	0,001
	logbdpkoren	-3,630*	1,470	-0,210	-2,470	0,015

Opombe:

1. Odvisna spremenljivka = absolutni odmiki od korena iz letnega prometa

\* Statistično značilni koeficienti pri stopnji značilnosti 5 %.

Vir: Lastni izračuni

Po Glejserjevem testu lahko zavrnemo ničelno hipotezo in sprejmemo sklep, da spremenljivka logaritem BDPp.c. povzroča heteroskedastičnost v našem modelu.

## Glejserjev test za tuje portfolio investicije

**Tabela 16: Odvisnost absolutnih odmikov od tujih portfolio investicij (portfolio)**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti	t	Sig.
		B	se	Beta		
1	Konstanta	2,173	0,221		9,820	0,000
	portfolio	0,030	0,016	0,160	1,864	0,065

Opombe:

1. Odvisna spremenljivka = absolutni odmiki od korena iz letnega prometa

Vir: Lastni izračuni

**Tabela 17: Odvisnost absolutnih odmikov od korena tujih portfolio investicij (korenport)**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti	t	Sig.
		B	se	Beta		
1	Konstanta	2,126	,286		7,429	,000
	korenport	,131	,095	,119	1,377	,171

Opombe:

1. Odvisna spremenljivka = absolutni odmiki od korena iz letnega prometa

Vir: Lastni izračuni

Po Glejserjevem testu ne moremo zavrni ničelne hipoteze, da tuje portfolio investicije ne vplivajo na heteroskedastičnost v našem modelu.

## ODPRAVLJANJE HETEROSKEDATIČNOSTI V MODELU

**Tabela 18: Odvisnost med korenem letnega prometa na borzi in pojasnjevalnimi spremenljivkami**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti	t	Sig.
		B	se	Beta		
1	Konstanta	-3,397	2,393		-1,420	0,158
	portfolio	0,056*	0,027	0,170	2,033	0,044
	logbdp	2,431*	0,714	0,285	3,403	0,001

Opombe:

1. Odvisna spremenljivka = koren letnega prometa na borzi.

2. Tehtani najmanjši odkloni. Tehtano s korenem logaritma BDP p.c.

\* Statistično značilni koeficienti pri stopnji značilnosti 5 %.

Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov 15 tranzicijskih držav zbranih med leti 1994 in 2002.

$R^2$  popravljen = 0,121

F = 10,145 sig F = 0,000



**PRILOGA št. 11: VPLIV MAKROEKONOMSKE STABILNOSTI NA TUJE PORTFOLIO INVESTICIJE IN BDP p.c.**

**Tabela 19: Vpliv inflacije na koren letnega prometa preko tujih portfolio investicij in BDP p.c.**

Model		Nestandardizirani Koeficienti		Standardizirani Koeficienti	t	Sig.
		B	se	Beta		
1	Konstanta	2,654	3,857		0,688	0,493
	portfolio	0,026	0,038	0,080	0,688	0,493
	D1inf	-8,400	5,554	-1,220	-1,513	0,133
	D2inf	-12,093	8,427	-1,234	-1,435	0,154
	logbdp	0,790	1,092	0,094	0,723	0,471
	d2port	2,402	1,630	1,167	1,473	0,143
	d1port	3,250	2,767	0,992	1,175	0,242
	d2bdp	0,044	0,057	0,101	0,773	0,441
	d1bdp	0,417	0,216	0,182	1,933	0,055

Opombe:

1. Odvisna spremenljivka = koren letnega prometa na borzi

Vir: Lastni izračuni na podlagi podatkov informacijskih oddelkov proučevanih borz, statističnih publikacij IMF in OECD ter statističnih uradov 15 tranzicijskih držav zbranih med leti 1994 in 2002.