

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

RAZVOJ TRGA DENARJA IN KAPITALA V REPUBLIKI  
SLOVENIJI

Ljubljana, februar 2002

KLAVDIJA JANEŽIČ

Študentka Klavdija Janežič izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Zdenka Prohaske in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne\_\_\_\_\_

Podpis:\_\_\_\_\_

## KAZALO

1. UVOD .....	1
2. FINANČNI SISTEM .....	3
2.1 Finančni trgi .....	3
2.1.1 Trg denarja .....	4
2.1.2 Trg kapitala .....	7
2.2 Finančni instrumenti .....	8
2.3 Finančne institucije .....	9
3. DENARNI TRG V SLOVENIJI .....	10
3.1 Intervencije centralne banke na denarnem trgu .....	10
3.2 Ministrstvo za finance Republike Slovenije .....	14
3.3 Medbančni denarni trg .....	16
3.3.1 Delovanje medbančnega denarnega trga .....	16
3.3.2 Struktura udeležencev medbančnega denarnega trga .....	18
3.3.3 Finančni instrumenti medbančnega denarnega trga .....	20
3.4 Denarni trg v širšem pomenu .....	21
4. TRG KAPITALA V SLOVENIJI .....	24
4.1 Primarni trg kapitala v Sloveniji .....	24
4.2 Sekundarni trg kapitala .....	29
4.2.1 Udeleženci .....	29
4.2.2 Razpoložljivost informacij .....	30
4.2.3 Pravna ureditev .....	31
4.2.4 Delovanje in organizacija .....	33
4.2.5 Likvidnost trga .....	38
4.2.6 Davki .....	41
4.2.7 Cene vrednostnih papirjev .....	42
5. SKLEP .....	45
LITERATURA .....	48
VIRI .....	49

# 1. UVOD

S politično in gospodarsko samostojnostjo smo v Sloveniji začeli postopno uvajati tržno usmerjeno gospodarstvo in s tem zahodni način razmišljanja, ki daje prednost kapitalu kot viru financiranja. Spremembam je moral slediti tudi celoten finančni sistem. Novonastele razmere v finančnem sistemu so povezane z večjim tveganjem, od udeležencev pa zahtevajo veliko znanja. Uravnotežen finančni sistem je zelo pomemben za gospodarski razvoj določenega ekonomskega prostora, ker ekonomskim subjektom omogoča, da ga uporabljajo za financiranje na eni in za investiranje na drugi strani.

Področje proučevanja diplomske naloge je finančni trg, ki predstavlja le eno od sestavin finančnega sistema. Po kriteriju ročnosti finančnih oblik delimo finančni trg na trg denarja in trg kapitala. Na trgu denarja poteka trgovanje s kratkoročnimi finančnimi oblikami z ročnostjo do enega leta, na kapitalskem trgu pa se trguje z dolgoročnimi finančnimi oblikami z ročnostjo nad enim letom. Običajna struktura denarnega trga je: operacije centralne banke, medbančni denarni trg in denarni trg v širšem pomenu. Pomen in vloge posameznih ravni so različni. Trg kapitala običajno delimo na primarni in sekundarni trg. Oba sta med seboj povezana: za učinkovito delovanje primarnega trga vrednostnih papirjev je pogoj učinkovit sekundarni trg.

Slovenski finančni trg je zaznamovan z geografsko in demografsko majhnostjo ter je še vedno v fazi razvoja. Kot v vseh tranzicijskih državah in državah z nastajajočim tržnim gospodarstvom tudi pri nas dajemo prednost likvidnemu finančnemu premoženju, med katerim prevladujejo bančne vloge. Po podatkih Banke Slovenije se varčevanje v bankah povečuje. Varčevanje je proces, s katerim se povečuje naše premoženje. Zelo pomembno je tudi za državo, kot je Slovenija, saj predstavlja osnovo za gospodarsko rast. Pripomore k povečanju obsega proizvodnega kapitala in preko njega zaposlenosti ter produktivnosti dela. Način varčevanja je odvisen od naših finančnih zmožnosti, ciljev in želja, ki jih želimo doseči. Najbolj razširjena oblika varčevanja so banke, ki so kljub obstoju kapitalskega trga še vedno najpomembnejše finančne institucije. Verjetno zato, ker so banke lahko dostopne, ponujajo enostavne programe in možnosti cele palete varčevanj, na katera smo že dolga leta navajeni. Nenazadnje predstavljajo tudi trdnost, varnost in zanesljivost. Najbolj donosna oblika varčevanja so delnice in vzajemni skladi. Ta je povezana z določenim tveganjem oz. dogodki v gospodarstvu. To sta predvsem dolgoročni obliki varčevanja. Kot smo že omenili, se varčevanje v bankah povečuje. Tega za področje investiranja v vrednostne papirje ne moremo trditi. Danes vlada v Sloveniji med investitorji nezaupanje do novih finančnih oblik. Razlog za to so prav gotovo tudi finančno-posredniška podjetja, ki so v zadnjih letih ponujale varčevalcem visoke donose, na koncu pa so propadla. Varčevalci so s tem ostali brez svojih prihrankov. Podjetja, ki potrebujejo dolgoročna sredstva za nadaljnjo rast in razvoj, izberejo raje za financiranje bančno posojilo kot izdajo vrednostnih papirjev, saj je davčna zakonodaja na denarnem trgu ugodnejša. Ljubljanska borza d.d. si že dolgo časa prizadeva, da bi se davčne omejitve sprostile ali vsaj izenačile z varčevanjem v bankah. Tudi pravne omejitve se na slovenskem finančnem trgu postopoma mehčajo, sproščeni so nakupi vrednostnih papirjev za tujce pri nas in nakupi naših investitorjev v

tujini. Na razvitih trgih so obrestne mere centralne banke signal za oblikovanje obrestnih mer na denarnem trgu in posledično na trgu kapitala. Posebnost našega denarnega trga je tudi temeljna obrestna mera, ki povsem ne predstavlja tržne referenčne obrestne mere. Tudi do pomembnejšega razvoja državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev je pri nas prišlo pozno. Obrestna mera teh vrednostnih papirjev bi lahko igrala vlogo standardne obrestne mere. Nelikviden sekundarni trg kratkoročnih vrednostnih papirjev zavira razvoj trga začasnih prodaj vrednostnih papirjev. Slednji je pomemben za učinkovito delovanje medbančnega trga. Za slovenski medbančni trg je značilno, da se likvidnostni presežki prenašajo med bankami neposredno s kratkoročnim posojanjem (za nekaj dni ali samo čez noč). Transakcije so nezavarovane, saj pri transferju sredstev ne prihaja do dejanske izročitve vrednostnih papirjev.

Namen diplomskega dela je prikazati razvoj, delovanje in posebnosti slovenskega trga denarja in kapitala ter opozoriti na določene nepravilnosti.

Cilj diplomske naloge je pokazati, da Slovenija še nima tržno usmerjenega gospodarstva, za katerega je značilna visoka stopnja razvitosti finančnih trgov. Pokazati želimo, da imamo bančno usmerjen finančni sistem, na katerem prevladujejo banke kot osrednje finančne institucije.

Diplomsko delo smo razdelili v tri poglavja; prvo je teoretično, druga dva pa prikazujeta dejanske razmere na slovenskem trgu denarja in kapitala.

V teoretičnem delu naloge bomo predstavili finančni sistem, ki ga sestavljajo tri sestavine: finančni trgi, finančni instrumenti in finančne institucije. Vse tri sestavine finančnega sistema so pogoj za njegovo brezhibno delovanje. Finančni trgi omogočajo posredovanje prihrankov od suficitnih k deficitnim gospodarskim celicam, pri čemer se kot sredstvo tega posredovanja pojavljajo finančni instrumenti. Finančne institucije pa pri tem procesu opravljajo vlogo finančnega posrednika s številnimi pomembnimi nalogami.

Drugo poglavje bomo namenili slovenskemu denarnemu trgu. Predstavili bomo preteklost delovanja štirih skupin udeležencev našega denarnega trga, in sicer Banke Slovenije kot naše centralne banke, Ministrstva za finance Republike Slovenije, poslovnih bank in nebančnega sektorja.

Tretje poglavje bomo namenili slovenskemu trgu kapitala. Ta se v primerjavi z zahodnimi trgi še razvija, kljub temu, da ima za seboj dobro desetletje obstoja, kar je za to področje financ relativno kratko obdobje. Predstavili bomo primarni in sekundarni trg. Proučili bomo udeležence, razpoložljivost informacij, pravno ureditev, delovanje in organizacijo trga, likvidnost trga, davke in gibanje cen vrednostnih papirjev.

Najpomembnejše ugotovitve pričujočega diplomskega dela bomo zbrali v sklepu.

## 2. FINANČNI SISTEM

Finančni sistem je v vsakem sodobnem, razvitem in tržnem gospodarstvu nepogrešljiv in bistven sestavni del ekonomskega sistema kot celote. Tvorijo ga tri sestavine (Košak, 1996, str. 3):

- Finančni trgi, ki predstavljajo prostor, kjer se trguje s finančnimi oblikami.
- Finančni instrumenti, s katerimi razumemo celotno paleto različnih uporabniških in dolžniških vrednostnih papirjev, bančnih vlog ipd.
- Finančni institucije, ki oblikujejo finančne instrumente, z njimi trgujejo in tudi sicer omogočajo pretok sredstev med udeleženci finančnih trgov.

### 2.1 Finančni trgi

V gospodarskih sistemih se zaradi zakonitosti nastanka stvarne oz. denarne akumulacije in zaradi različnih pogojev gospodarjenja pojavljajo na eni strani gospodarski subjekti, ki v določenem obdobju porabijo za tekoče potrebe manj, kot znaša njihov tekoči dohodek, na drugi strani pa gospodarski subjekti, katerih tekoči dohodek je premajhen glede na njihove tekoče potrebe. Prvi tako ustvarjajo prihodke, pri drugih subjektih pa lahko govorimo o nastanku negativnih prihrankov (Prohaska, 1999, str. 3). Mehanizem, ki omogoča, da se prihranki prenašajo od celic s finančnimi presežki do celic s finančnimi primanjkljaji, se imenuje finančni trg. Učinkovit mehanizem finančnega trga uravnava nasprotje med varčevalci, ki želijo prihranke obdržati v čim bolj likvidni obliki, in investitorji, ki želijo priti do dolgoročnih finančnih prihrankov. Slednji imajo investicijske priložnosti, ki bi ostale neizkoriščene, če ne bi bilo finančnega trga, preko katerega lahko pridejo do dodatnih sredstev oz. potrebnih finančnih virov.

Finančni trg ima dve funkciji (Mramor, 1993, str. 67-69):

- ekonomska funkcija – finančni trg omogoča prenos finančnih presežkov za zagotavljanje učinkovite porabe v produktivne namene; investirajo naj ekonomski subjekti, ki imajo najboljše sposobnosti in možnosti, vsi ostali naj varčujejo; in
- finančna funkcija – gre za funkcije, ki imajo posreden učinek na prenos finančnih prihrankov. Najpomembnejši sta zagotavljanje likvidnosti<sup>1</sup> in razpršitev naložb<sup>2</sup>.

Kriterijev za delitev finančnega trga je veliko (Cooper, Fraser, 1993). Po najpomembnejšem kriteriju - ročnost finančnih oblik, delimo finančni trg na trg denarja in kapitala. Na prvem poteka trgovanje s kratkoročnimi finančnimi oblikami z ročnostjo do enega leta, na drugem pa se trguje z dolgoročnimi finančnimi oblikami z ročnostjo nad enim letom. Povezava med obema

---

<sup>1</sup> Likvidnost pomeni sposobnost trga, da ublaži nenadne spremembe v obseg ponudbe in povpraševanja. Za vlagatelje pomeni večja likvidnost možnost hitrejše in cenejše spremembe njihove naložbe nazaj v gotovino.

<sup>2</sup> Razpršitev naložb pomeni razdelitev prihrankov na več različnih naložb v različnih oblikah; s tem vlagatelj zmanjša možnosti za izgubo in tveganje nevrčila naložbe.

trgoma so finančne institucije, predvsem poslovne banke, ki opravljajo tako imenovano funkcijo transformacije ročnosti<sup>3</sup> (Mramor, 2000, str. 23).

### 2.1.1 Trg denarja

V strokovni literaturi zasledimo številne definicije denarnega trga, ki so pogojene predvsem z različno širokim razumevanjem pojma denarnega trga in različno pomembnostjo posameznih segmentov za določen finančni sistem. Kot denarni trg se v Nemčiji označuje trg, na katerem kreditne institucije dnevno izravnavajo likvidnostne presežke in primanjkljaje, ki se pojavljajo kot posledica njihovega rednega poslovanja in obveznosti vzdrževanja obveznih rezerv. V tem primeru gre za ozko pojmovanje denarnega trga. Anglosaksonski avtorji opredeljujejo denarni trg kot enoten sistem za kratkoročno izmenjavo sredstev. Sestavljen je iz številnih segmentov, ki se med seboj razlikujejo po naravi uporabljenih instrumentov in vrstah udeležencev (Cooper in Fraser, 1993, str. 379-380). Po mnenju domačih avtorjev (Ribnikar, 1994, str. 79) je denarni trg del finančnega, in sicer ga tvorijo institucije, instrumenti in vsi posli, kjer gre za začasno prenašanje prihrankov ali premoženja na kratek rok. V najširšem smislu obsega denarni trg vsa kratkoročna posojila in kot kratkoročna se štejejo, če je njihova dospelost ob odobritvi (to je originalna dospelost) do enega leta. Gre za depozitne in kreditne posle, kjer je odnos med posojilodajalcem in posojilojemalcem oseben, saj skleneta kreditno pogodbo. Običajno se šteje k denarnemu trgu samo tisti del, kjer gre za izdajanje in trgovanje s kratkoročnimi vrednostnimi papirji, katerih cena se določa neosebno – glede na ponudbo in povpraševanje.

Instrumenti denarnega trga so vsa kratkoročna posojila in kratkoročni vrednostni papirji države, poslovnih bank, prvovrstnih podjetij in drugih finančnih in nefinančnih institucij. Kratkoročna posojila so običajno pogodbeno dogovorjena in se praviloma ne prodajajo na sekundarnem trgu. Za njihov obstoj sta bistveni obljubljeni obrestna mera in njihova varnost. S kratkoročnimi vrednostnimi papirji se trguje na sekundarnem trgu. Njihove cene in donosnosti so tesno povezane s tistimi, ki jih ponujajo oz. dosegaajo novoizdani instrumenti. Ti vrednostni papirji se običajno pojmujejo kot likvidna sredstva, saj zanje velja, da jih je mogoče prodati pred dospetjem za ceno, ki je blizu nakupni.

Za denarni trg so značilni nizko tvegani dolžniški vrednostni papirji. Te instrumente lahko zaradi njihove varnosti in likvidnosti imenujemo »cash equivalents«. V ZDA, kjer imajo zelo razvit sekundarni trg vrednostnih papirjev, so najpomembnejši instrumenti denarnega trga (Bodie, Kane, Marcus, 1999, str. 39-46):

---

<sup>3</sup> Transformacija ročnosti finančnih naložb je pomembna funkcija, ki omogoča, da na račun stalnega obnavljanja velikega števila pretežno kratkoročnih finančnih instrumentov (obveznosti), ki jih izdajajo finančne institucije, te nalagati v finančne naložbe z daljšo ročnostjo, kar je preferenca dolžnikov, ki izdajajo primarne finančne instrumente. S transformacijo ročnosti je zagotovljena izbira širšega spektra ročnosti finančnih oblik glede na potrebe oz. preference investorjev in dolžnikov, po drugi strani pa je omogočeno, da je oportunitetni strošek na račun daljše ročnosti manjši, kot bi bil, če ne bi bilo finančnih institucij in bi investitorji neposredno financirali suficitne celice (Jašovič, 1998, str. 842).

- *zakladne menice*<sup>4</sup>,

Zakladne menice so pomembne v ZDA pri t.i. politiki odprtega trga, kjer gre za kupovanje oz. prodajo instrumentov denarnega trga. Namen vodenja te politike je uravnavanje količine primarnega denarja v obtoku in doseganje ustrezne ravni obrestnih mer.

- *potrdilo o vlogi ali CD,*

Je bančno potrdilo o deponiranju denarnih sredstev za določeno obdobje po določeni obrestni meri. Rok zapadlosti je od 14 dni do 6 mesecev ali celo več, običajno se izda po nominalni vrednosti od enega do deset milijonov ameriških dolarjev. Izdajajo jih velike banke z dobro boniteto kot kratkoročni imenski neserijski vrednostni papir. Od navadnih bančnih vezanih vlog se loči po prenosljivosti. Prenaša se z indosamentom, zato potrdilo o vlogi uvrščamo med zelo tržne in likvidne instrumente. Nastanek potrdil o vlogi je v ZDA povezan s predpisom, ki je omejeval višino obrestne mere, ki so jo banke kotirale za vezane in hranilne vloge. Prosto oblikovanje obrestne mere je bilo mogoče samo za vezane depozite v vrednosti nad 100.000 ameriških dolarjev ter z rokom dospelosti nad 14 dni. Investicijske banke in posredniške organizacije so tako hitro vzpostavile sekundarni trg.

- *komercialni zapisi,*

Uveljavili so se kot nadomestek za bančno posojilo, po vsebini pa predstavljajo posebno obliko (nezavarovanih) lastnih menic z določenim rokom dospelosti, ki ne sme biti daljši od 270 dni. Prodajajo se z diskontno vrednostjo zapisa ob zapadlosti. Izdajatelji teh zapisov so velika podjetja in finančne organizacije. V primeru, da se za izdajo komercialnih zapisov odloči podjetje, katerega boniteta ni najvišja, mora le-to ponuditi dodatna zavarovanja t.i. bančno kreditne linije, kjer za izplačilo jamči banka. Komercialni zapisi zato veljajo za zelo varno naložbo. Trg komercialnih zapisov v ZDA je po obsegu primerljiv s trgom zakladnih menic.

- *bančni akcepti,*

So kratkoročni dolžniški vrednostni papirji komercialnega značaja za financiranje mednarodnih poslov. Prenašajo se s cesijo ali indosamentom. Gre za menico, ki je trasirana na banko. Ta jo akceptira in s tem postane glavni menični dolžnik. Banka se zaveže, da bo prinosniku ob zapadlosti menico izplačala. Bančni akcept se prodaja z diskontom glede na nominalno vrednost. Trasant je prodajalec, trasat in akceptant pa banka kupca.

- *evrodolarji in*

So v bankah zunaj ZDA deponirani dolarji. Trgovanje z evrodolarskimi časovnimi depoziti predstavlja alternativo medbančnemu denarnemu trgu na podlagi Federal Funds. Razlika obeh trgov je v ročnosti poslov, Fed Funds se posojajo prek noči, evrodolarji pa za dalj časa. S Fed Funds so označena transakcije nakupa ali prodaje likvidnih sredstev, deponiranih pri Federal Reserve bank, med poslovnimi bankami. Prenos likvidnostnih presežkov zagotavlja Federal Reserve System s svojim komunikacijskim omrežjem. Članice Federal Reserve System morajo držati na računu pri centralni banki svojega okrožja določeno minimalno stanje. Trgovanje z

---

<sup>4</sup> Več v poglavju 3.2.



imetji pri centralni banki omogoča na eni strani poslovnim bankam, ki potrebujejo primarni denar, da do njega pridejo takoj, na drugi strani pa poslovnim bankam z likvidnostnimi presežki, da le-te takoj plasirajo. Trgovanje poteka neposredno med poslovnimi bankami, lahko pa tudi preko posrednikov t.i. brokerjev.

- *reodkupni sporazumi (Repurchase Agreement and Reserve REPO).*

Pri reodkupnem sporazumu gre za prodajo vrednostnih papirjev z obveznim povratnim odkupom istih vrednostnih papirjev po dogovorjeni ceni v določenem trenutku v prihodnosti ali na odpoklic. Za zavarovanje se uporabljajo vrednostni papirji prvovrstnih podjetij. Ima značilnost zavarovanega posojila, pri katerem kot zavarovanje služijo vrednostni papirji prvovrstnih podjetij. Razlika med zavarovanim posojilom medbančnega trga in repo poslom je v tem, da se pri repo poslu izvede prenos vrednostnih papirjev in jih lahko v primeru neizpolnitve obveznosti posojilodajalec takoj proda, pri zavarovanem posojilu pa vrednostni papirji niso v lasti posojilodajalca. Zapadlost teh poslov je od enega dneva, kar je običajno, do več mesecev, cena posla pa je razlika med prodajno ceno in ceno povratnega odkupa vrednostnega papirja. Obrestna mera začasne prodaje sledi s kratkoročnim zamikom obrestni meri denarnega trga (medbančni obrestni meri). Njeno gibanje pa zaznamujejo tudi kvaliteta, likvidnost in razpoložljivost vrednostnih papirjev, ki služijo za jamstvo (čim višje so, tem nižja je obrestna mera začasne prodaje). Obrestna mera začasne prodaje je praviloma malenkost nižja od medbančne. Ta instrument velja za nizko tvegan in zelo likviden kratkoročni finančni instrument. Primeren je za široko uporabo, saj ga na eni strani uporabljajo različni finančni posredniki za financiranje svojega portfelja in kritje primanjkljajev pri določenih vrednostnih papirjih, na drugi pa centralne banke za vodenje denarne politike. V ZDA je uveljavitev teh poslov povzročila veliko povečanje obsega medbančnega trgovanja, saj so se kot udeleženci lahko vključili tudi nebančni subjekti kljub temu, da nimajo rezerv pri centralni banki.

Zelo natančno delitev denarnega trga lahko zasledimo v članku »Geldmarkt und Geldmarktkonzepte (Deppe, 1880, str. 291-292). Avtor je pri tej segmentaciji denarnega trga uporabil naslednje kriterije: vrste udeležencev trga, vrste razlogov za sklepanje poslov na denarnem trgu, vrste transakcij ter območje trgovanja.

Pri prvi definiciji gre za t.i. ozko pojmovanje denarnega trga. Na tako opredeljenem trgu trgujejo banke s primarnim denarjem, centralna banka je izvzeta iz tega trgovanja. Namen trgovanja je izravnava začasnih likvidnostnih presežkov in primanjkljajev med poslovnimi bankami z neposrednim medsebojnim kreditiranjem ali z nakupi in prodajami kratkoročnih tržnih vrednostnih papirjev. Ta del trga je pogosto označen kot medbančni denarni trg.

Sledi t.i. srednje široko pojmovanje denarnega trga. Ta opredelitev zajema transakcije med poslovnimi bankami in transakcije med poslovnimi bankami in centralno banko. Ta del denarnega trga ima dva namena: medbančna izravnava likvidnosti in uravnavanje količine primarnega denarja.

Zadnja opredelitev je t.i. širše pojmovanje denarnega trga. Ta del trga vključuje vse posle denarnega trga, pri katerih so udeleženci poslovne banke in centralna banka ter vsi nebančni subjekti. Pogosto je neorganiziran ter predstavlja nasprotje kapitalskemu trgu.

### 2.1.2 Trg kapitala

Trg kapitala je del finančnega trga za dolgoročne finančne naložbe. V tržni ekonomiji opravlja predvsem naslednje funkcije (Mramor, 1998, str.1):

- omogoča in spodbuja oblikovanje čim večjega obsega prihrankov,
- usmerja zbrane prihranke v najboljše možne investicije in
- omogoča oblikovanje optimalne likvidnosti ekonomskih subjektov.

Za učinkovito opravljanje teh funkcij je potrebno na trgu zagotoviti varnost, zaupanje, transparentnost, likvidnost, stabilnost in donosnost.

Na trgu kapitala poteka trgovanje z dolgoročnimi finančnimi instrumenti, in sicer z lastniškimi vrednostnimi papirji (delnice<sup>5</sup> podjetij in finančnih institucij) in dolžniškimi vrednostnimi papirji (obveznice<sup>6</sup> podjetij, bank, države, občin, državnih institucij in skladov). Pomembno vlogo na trgu imajo tudi vzajemni skladi in vrednostni papirji pooblaščenih investicijskih družb (Mramor, 2000, str. 41).

V okviru zunanjega financiranja podjetja igra v svetu zbiranje sredstev na trgu kapitala oz. s pomočjo vrednostnih papirjev z vidika dolgoročnega financiranja pomembno in v primerjavi s kreditnim financiranjem celo dominantno vlogo. Izmed vrednostnih papirjev, ki se uporabljajo v ta namen, je v prvi vrsti treba omeniti vrednostne papirje s stalnim donosom – obveznice in vrednostne papirje s spremenljivim donosom – delnice (Prohaska, 1999, str. 55).

Trg kapitala v širšem smislu lahko razdelimo na dva enakovredna trga (Prohaska, 1999, str.11):

- trg dolgoročnih vrednostnih papirjev ali odprt trg oz. trg kapitala v ožjem smislu in
- trg dolgoročnih posojil ali pogodbeni trg.

Trg kapitala v ožjem smislu se nato deli na primarni ali emisijski trg in na sekundarni trg oz. trg kapitala v najožjem smislu, ki ga sestavljajo borze vrednostnih papirjev in trgovanje »prek okenc« (»over-the-counter« - OTC). Na primarnem trgu se trguje z novimi finančnimi oblikami. Na sekundarnem trgu poteka promet z že izdanimi finančnimi oblikami. To delitev bomo uporabili za predstavitev trga kapitala v Sloveniji.

---

<sup>5</sup> Delnice so lastniški vrednostni papir. Glasijo se na prinosnika ali ime. Izdajatelju pomenijo trajen vir sredstev, lastniku pa solastništvo v delniški družbi s trajno udeležbo pri dobičku v obliki dividend in pri povečanju vrednosti delnice.

<sup>6</sup> Obveznice so dolžniški vrednostni papir z dospelostjo do 30 let ali več, s katerimi se trguje tudi na borzah. Obveznica je pisna listina, s katero se izdajatelj zavezuje, da bo osebi, ki je navedena na njej - prinosniku obveznice, določenega dne izplačal naveden znesek. Lastniku prinaša pogodbeno določene obresti, imetnik pa nima pravice glasovanja in ni solastnik podjetja.

Na trgu kapitala se trguje z bolj tveganimi vrednostnimi papirji. Ti so v primerjavi z vrednostnimi papirji denarnega trga tudi bolj raznoliki, zato lahko po mnenju tujih avtorjev trg kapitala delimo na štiri segmente (Bodie, Kane, Marcus, 1999, str. 47-77), in sicer trg kapitala s stalnim donosom<sup>7</sup>, trg lastniških vrednostnih papirjev - delnic, trg opcij in terminski trg.

## 2.2 Finančni instrumenti

V okviru finančnega sistema morajo nastajati tudi ustrezni finančni instrumenti, da bi zadovoljili interese varčevalcev in investitorjev ter povzročili medsebojno izmenjavo finančnih prihrankov. Prav vsakodnevno nastajanje novih finančnih instrumentov v svetu kaže na to, da je področje financ eno najhitrejših gospodarskih področij. Finančni prihranki so zakoniti dogovori ali pogodbe, ki določajo velikost transakcije, plačilne pogoje in obveznosti (Prohaska, 1999, str. 14).

Prenos finančnih prihrankov od končnih varčevalcev na končne investitorje poteka na dva načina (Prohaska, 1999, str. 6):

- Neposreden prenos finančnih prihrankov, kjer končni varčevalci prenašajo finančne presežke na končne investitorje sami neposredno, kar ima za posledico nastanek neposrednega (direktnega) finančnega razmerja oz. neposrednega finančnega toka med obema subjektoma.
- Posreden prenos finančnih prihrankov, kjer končni varčevalci prenašajo finančne presežke na končne investitorje posredno s pomočjo finančnih institucij, ki jih v skladu z njihovo vlogo imenujemo finančni posredniki. S posredovanjem finančnih posrednikov pri prenosu finančnih prihrankov pride do vzpostavitve posrednega finančnega razmerja oz. finančnega toka med končnim varčevalcem in končnim investitorjem.

Finančni trg, ki ima bolj uravnoteženo strukturo med neposrednimi in posrednimi finančnimi instrumenti, so učinkovitejši in uspešnejši.

Finančni instrumenti se razlikujejo po številnih lastnostih in prav od teh je odvisno, kako se prilegajo preferencam investitorjev in izdajateljev. Najpomembnejše lastnosti finančnih oblik so: denarnost, deljivost in denominacija, reverzibilnost, denarni tok, dospelje, konvertibilnost, valuta, likvidnost, predvidljivost donosnosti, kompleksnost in davčni status. Ena izmed najpomembnejših lastnosti finančnih instrumentov za investitorje je prav gotovo denarnost. Vezani depoziti in kratkoročni državni vrednostni papirji se lahko v relativno kratkem času, ob majhnih stroških in majhnem tveganju, spremenijo v denar. Naslednja pomembna lastnost za investitorje je deljivost, ki se nanaša na najmanjšo enoto, po kateri se finančni instrument prodaja, prenaša ali likvidira. Manjša ko je enota, bolj je sredstvo deljivo. Bančni depozit je na primer neskončno deljiv, vrednostni papirji pa imajo različne stopnje deljivosti, ki so odvisne od njihove denominacije. Reverzibilnost pomeni stroške investiranja v določeno finančno naložbo

---

<sup>7</sup> Gre za vrednostne papirje ameriške državne zakladnice (notes, bonds) in ameriških (para)državnih agencij, podjetniške in komunalne obveznice ter s hipoteko zavarovane obveznice.

in izstopa iz nje. Za bančne depozite so ti stroški majhni, za finančne naložbe organiziranega trga pa so ti stroški enaki marži med nakupno in prodajno ceno, povečani za morebitne druge transakcijske stroške (provizije). Najpomembnejša lastnost finančnih instrumentov je likvidnost, od katere je odvisno, kakšno potencialno izgubo lahko utрпи investitor, ki želi takoj prodati svojo finančno naložbo, in ni pripravljen žrtvovati dodatnega časa in stroškov za iskanje najboljše ponudbe. Od davčnega statusa pa je odvisno, ali bo določen finančni instrument sploh sprejemljiv za investitorje in izdajatelje. Davčna zakonodaja pomembno vpliva na strukturo in učinkovitost finančnega sistema (Jašovič, 1998, str. 842).

### **2.3 Finančne institucije**

Finančne institucije so specializirana podjetja, ki opravljajo posle na trgih denarja in kapitala. Dejansko jih ne moremo ločevati od finančnih trgov, saj so finančne institucije največkrat tiste, ki trg ustvarijo in na njem poslujejo (Prohaska, 1999, str. 6).

Institucije finančnega trga omogočajo (Plut, 1999, str. 13):

- da se cena finančnim sredstvom oblikuje na podlagi povpraševanja in ponudbe,
- da zagotavljajo likvidnost s tem, ko investitorjem omogočajo prodajo finančnih sredstev in
- da zmanjšujejo transakcijske stroške.

Finančne institucije lahko delimo po različnih kriterijih. Po institucionalnem kriteriju finančne institucije delimo na (Prohaska, 1999, str. 7):

- finančne posrednike (depozitne institucije in institucionalni investitorji oz. investicijske finančne institucije) in
- agentske finančne institucije (brokerje ali dilerji in investicijske banke).

Depozitne finančne institucije zbirajo finančna sredstva v glavnem z depoziti in tako zbrana sredstva posredujejo največkrat v obliki posojil, delno z nakupom vrednostnih papirjev. Med njimi so najpomembnejše poslovne banke, hranilnice in kreditna združenja.

Institucionalni investitorje delimo na pogodbene finančne institucije in investicijska podjetja oz. investicijske sklade. Skupna značilnost teh institucij je zbiranje pretežnega dela finančnih prihrankov z izdajo obveznic in delnic ter tako zbrana sredstva nalagati v dolžniške ali lastniške vrednostne papirje. Med prve uvrščamo zavarovalnice in različne pokojninske sklade. Primarna naloga teh je izpolnjevanje pogodbenih obveznosti, sekundarna naloga pa jim predstavlja finančno posredništvo. V tem se razlikujejo od investicijskih skladov, ki jim predstavlja finančno posredništvo primarno nalogo. Ti varčevalcem omogočajo predvsem zmanjševanje tveganja in jim nudijo strokovno upravljanje njihovih prihrankov.

### **3. DENARNI TRG V SLOVENIJI**

Slovenski finančni prostor je zelo majhen, možnosti za razvoj finančnih oblik pa zaradi tega otežene. Mnogi izdajatelji si skušajo na njem zagotoviti predvsem poceni sredstva, pri tem pa pozabijo na temeljna finančna načela – varnost, donosnost in predvsem likvidnost. Posledica tega je, da za večino kratkoročnih vrednostnih papirjev pri nas ni sekundarnega trga.

Finančni trg za učinkovitost potrebuje veliko število udeležencev, da zagotovijo ustrezno globino oz. likvidnost trga. Udeleženci denarnega trga v ZDA so: centralna banka; državna zakladnica; posredniki, ki trgujejo v svojem imenu in za svoj račun (t.i. dilerji) in posredniki, ki trgujejo v tujem imenu in za tuj račun (t.i. brokerji). Prav veliko število posrednikov prispeva k učinkovitosti delovanja denarnega trga. Drugi glavni igralci na trgu so tudi vladne agencije, poslovne banke, nebančne finančne organizacije, nefinančna podjetja z dobro boniteto in posamezniki, ki vlagajo v vzajemne sklade denarnega trga (Mishkin, 1997, str. 220).

V zadnjih letih je moč zaznati relativno hiter razvoj domačega denarnega trga, vendar je stopnja razvitosti še vedno sorazmerno nizka. Le-ta je posledica denarne politike centralne banke, načina nastopanja države na denarnem trgu (pasivna vloga države na denarnem trgu predvsem do leta 1998) in oblikovanja obrestnih mer.

#### **3.1 Intervencije centralne banke na denarnem trgu**

Banka Slovenije (BS) je emisijska in centralna banka (CB) Republike Slovenije (RS), ustanovljena leta 1991 z Zakonom o BS, za njene obveznosti pa jamči država. Zakon o BS določa njen položaj na področju družbenega in gospodarskega življenja. Temeljna naloga BS je skrb za likvidnost domače valute in splošno likvidnost plačevanja v državi in do tujine. Pri uresničevanju tega je neodvisna in lahko da pobudo za izdajo zakonov in drugih predpisov s področja denarnega in deviznega sistema (Zakon o Banki Slovenije, 1991, str. 52).

Glavni namen denarne politike je umirjanje stopnje rasti cen, pri čemer si je BS za bližnji cilj izbrala količino primarnega denarja v obtoku. Druge cilje, predvsem primeren tečaj tolarja in zniževanje ravni obrestnih mer, BS podpira z ustreznimi ukrepi le, če to omogoča načrtovani denarni okvir, torej doseganje primarnega cilja. V Sloveniji je vloga BS precej izpostavljena in pomembna. BS je opustila z osamosvojitvijo Slovenije stare instrumente Banke Jugoslavije in uvedla nov tržni pristop s posrednimi instrumenti monetarne politike<sup>8</sup>, kar je močno prispevalo k

---

<sup>8</sup> Delovanje posrednih instrumentov temelji na tržnih načelih. Poslovne banke se na njihovo uporabo odzivajo po svoji lastni presoji in pod vplivom trenutnih tržnih razmer na denarnem trgu. Ti instrumenti omogočajo najbolj učinkovito razporeditev primarnega denarja v bančnem sistemu in oblikovanje tržne obrestne mere. CB skrbi predvsem za uravnavanje likvidnosti bančnega sistema, ni pa se ji treba ukvarjati z razporejanjem primarnega denarja po bančnem sistemu in neposrednim nadzorom obrestnih mer, ker tržni mehanizmi to nalogo opravijo hitreje, ceneje in bolj učinkovito. Ustrezno učinkovitost uporabe posrednih instrumentov denarne politike pa je mogoče dosegati le v primeru učinkovitega delovanja medbančnega denarnega trga in denarnega trga nasploh (Košak, 1996, str. 14-15).

razvoju denarnega trga. BS kot instrumente uporablja posojila centralne banke (likvidnostna posojila<sup>9</sup>, lombardna posojila<sup>10</sup>, kratkoročna posojila<sup>11</sup>, dodatna kratkoročna posojila), minimalne rezerve (v domači in tuji valuti), blagajniške zapise z nakupnim bonom, dvodelne blagajniške zapise, začasne odkupe blagajniških zapisov in blagajniške zapise v tuji valuti. Zaradi pomanjkanja deviz in tečajne intervencije je BS izdajala blagajniške zapise, ki se glasijo na tujo in domačo valuto. Z blagajniškimi zapisi pridobljene devize je BS uporabljala za oblikovanje depozitov v tujini, za izdajanje primarnega denarja in nakupe tujih vrednostnih papirjev. Za leto 1992 so bile značilne tečajne intervencije zaradi apreciacijskih pritiskov in začasni odkupi blagajniških zapisov. Razlogi za apreciacijo so bili: presežek v tekoči bilanci v začetnem obdobju po osamosvojitvi, rast cen menjalnih dobrin je zaostajala za rastjo cen nemenjalnih dobrin, rast nominalnega tečaja je zaostajala za inflacijsko stopnjo, večji priliv kapitala kot posledica večje donosnosti portfeljskih investicij in višje domače obrestne mere, kar je vplivalo na večjo aktivnost tujih posojil, cene nekaterih produktov (npr. bencina) so bile nižje v začetnem obdobju. V letu 1993 je BS uporabila različne instrumente za nakup tuje valute. V letu 1994 je BS močno intervenirala na deviznem trgu in umikala denar iz obtoka ob pomoči različnih blagajniških zapisov. Transakcije z bankami so bile determinirane predvsem s presežno ponudbo deviz. V letih 1994 in 1995 so bila posojila bankam pogostejši instrument. Leta 1995 je bilo kreiranje instrumentov monetarne politike manj intenzivno. Med letoma 1994 in 1995 so bili instrumenti monetarne politike usmerjeni na reguliranje tečaja, primarnega denarja in obrestne mere. Po oktobru 1996 je BS uporabljala politiko odprtega trga za reguliranje primarnega denarja. V letih 1996 in 1997 je bila izražena potreba po sterilizaciji. BS ni bila sposobna nevtralizirati vseh prilivov tuje valute, še posebno če je bila ta v rokah gospodinjstev in podjetij

---

<sup>9</sup> Likvidnostna posojila so namenjena predvsem uravnavanju kratkoročne tolarske likvidnosti bančnega sistema. V letu 2000 je povprečno stanje teh posojil znašalo 190 milijonov tolarjev. Banke so črpale likvidnostna posojila na podlagi vpisanih blagajniških zapisov, posojila čez noč in posojila v skrajni sili. Prvo posojilo lahko banke črpajo za tri oz. pet delovnih dni na podlagi vpisanih 12 oz. 30 - dnevni tolarskih blagajniških zapisov. Možnost črpanja 5 - dnevnega posojila na podlagi 30 - dnevni blagajniških zapisov je bila konec marca 2000 odpravljena. Likvidnostno posojilo čez noč BS ponudi, da bi vplivala na medbančno obrestno mero ali pri neuskkljenem povpraševanju in ponudbi na medbančnem trgu. BS je ponudila to posojilo zaradi slabše likvidnosti bančnega sistema med januarjem in julijem 2000, vendar so bili posegi omejeni le na dni, ko je povečani obseg transakcij v plačilnem prometu zahteval višji znesek na poravnalnih računih (v dneh plačevanja DDV in trošarin oz. izplačevanja pokojnin). Likvidnostno posojilo v skrajni sili je bankam neprekinjeno na voljo pri nepričakovanih likvidnostnih težavah, za poravnavanje dospelih obveznosti oz. za izpolnjevanje obvezne rezerve. Uporablja se od decembra leta 1995. Banke ga lahko črpajo proti zastavi vrednostnih papirjev na podlagi odprte ponudbe po zakoniti zamudni obrestni meri. V letu 2000 so črpale to posojilo je januarja (Letno poročilo BS, 2000, str. 35).

<sup>10</sup> Lombardno posojilo je z odprto ponudbo ponujeno bankam za pet dni po obrestni meri, ki je za eno odstotno točko višja od eskontne. Ta je konec leta 2000 znašala 11%. Odstotek črpanja posojila od zneska zastavljenih vrednostnih papirjev se je gibal med 2,5 in 5,0% zaradi dodatnih možnosti zagotavljanja likvidnosti. Zaradi visokega zahtevanega pokritja z zastavljenimi vrednostnimi papirji je možnost uporabe posojila omejena. Banke so v letu 2000 največ teh posojil črpale v decembru, povprečno stanje pa je znašalo 367 milijonov tolarjev (Letno poročilo BS, 2000, str. 34-35).

<sup>11</sup> Kratkoročno posojilo je BS ponudila bankam kot posojilo za uravnavanje likvidnosti bank v okviru meseca. Prvič je bilo ponujeno novembra 1994, septembra 1995 pa je BS uvedla dodatno kratkoročno posojilo za nevtralizacijo učinka prenosa likvidnostnih presežkov proračuna v vezane vloge pri BS. BS sprejema vloge ministrstva za finance na podlagi sklepa o načinu izvajanja poslov za RS in sklenjene pogodbe. Prenos sredstev iz poslovnih bank v vezavo pri BS je nevtraliziran z dodatnim kratkoročnim posojilom, ki ga BS ponudi poslovnim bankam v primerljivem znesku in s primerno dospelostjo. V letu 2000 je bilo pri BS vezanih 6 vlog z ročnostjo do 11 dni (vse v prvi polovici leta). Povprečno dnevno stanje vlog je znašalo 421 milijonov tolarjev in je za 7 milijonov presehalo povprečje dodatnih kratkoročnih posojil (Letno poročilo BS, 2000, str. 38).

(zaradi nižje obrestne mere na posojila v tujini). Leta 1999 je BS intervenirala v korist tolarja ob depreciacijskih pritiskih, ki so bili posledica stanja v plačilni bilanci. Glede na stanje v plačilni bilanci (primanjkljaj tekoče bilance) so nastale v letu 2000 spremembe v instrumentih monetarne politike. BS je povečevala primarni denar preko tolarskih instrumentov in umikala iz obtoka preko prodaje tuje valute. Odprava dvodelnih blagajniških zapisov in zapisov z nakupnim bonom je prispevala k povečanju primarnega denarja. Izdajanje primarnega denarja je potekalo tudi preko repo zapisov, ki se glasijo na tujo valuto.

Najpomembnejša funkcija centralne banke pri vodenju denarne in tečajne politike je zagotavljanje likvidnosti bančnega sistema. Za celotno obdobje po osamosvojitvi je značilna restriktivna politika BS. Ta je zaznamovala tako razvoj finančnih instrumentov kot vloge posameznih udeležencev trga. Stalni pritiski BS na tolarsko likvidnost in občasne izdaje visokodonosnih instrumentov so v velikem obsegu onemogočali »kreiranje domačega denarnega trga« in povzročili zaostreno konkurenco poslovnim bankam.

Denarni trg je bil v letu 2000 le redko v neravnovesju. Denarna politika BS je bila ves čas restriktivna. V odvisnosti od likvidnostnih razmer na medbančnem trgu se giblje tudi medbančna obrestna mera. Ta naraste, ko je na trgu pomanjkanje likvidnosti in pade v nasprotnem primeru. Večjega nihanja obrestnih mer na medbančnem trgu v primerjavi s preteklimi leti ni bilo. Medbančna obrestna mera se je večino leta gibala okrog 7% letno zaradi relativno visokih vrednosti temeljne obrestne mere. Poslovne banke niso imele pri uravnavanju likvidnosti večjih težav. Zaradi slabih izkušenj iz preteklosti so v bankah bolje spremljali makroekonomske razmere in denarna gibanja. Leto 2000 je zaznamovalo zmanjšanje povpraševanja po aktivnih instrumentih (likvidnostna in lombardna posojila, repo blagajniški zapisi BS v tujem denarju) BS in povečanje povpraševanja po pasivnih. BS je bila pri vodenju denarne politike zelo transparentna. Racionalizirala je svoj instrumentarij. S tem si je povečala preglednost. Umaknila je več izdaj tolarskih blagajniških zapisov in spremenila ročnost posojil na podlagi začasne prodaje deviznih blagajniških zapisov. Najpomembnejšo spremembo je naredila z uvedbo instrumentov začasne prodaje in začasnega odkupa deviz za 7 dni, s katerim je bankam omogočila lažje prehajanje med tolarsko in devizno likvidnostjo. Tolarska likvidnost bančnega sistema je bila izredno odvisna od deviznih tokov. Devizna likvidnost je močno nihala in bila v primerjavi s tolarsko neenakomerno porazdeljena v bančnem sistemu. Sprememba deviznega instrumentarija je bila nujna zaradi povečane volativnosti deviznih tokov, ki je nastala z uvedbo deviznih računov pravnih oseb. Banke so po uvedbi podjetniških deviznih računov težje uravnavale svojo odprto devizno pozicijo, saj so devizni tokovi postali bolj intenzivni in nepredvidljivi.

Devizna likvidnost je bila v prvih mesecih leta zelo šibka. Povpraševanje je močno presehalo ponudbo deviz. Razloga za takšno stanje sta bila povečanje stanj na deviznih računih podjetij in stalno odlivanje deviz v tujino. Krepiti se je začelo tudi varčevanje v devizah pri prebivalstvu. Večje spremembe v strukturi varčevanja ni bilo. Banke so devizno likvidnost zagotavljale z nakupi deviz pri BS. Ta jim je poleg začasnega odkupa deviz ponudila še možnost trajnega

odkupa pod pogojem vpisovanja njenih 120 - dnevnih blagajniških zapisov v tujem denarju. Zaradi pomanjkanja deviz je bila vse do marca tudi dinamika rasti deviznih tečajev za evro precejšnja. Konec marca je BS z ostalimi bankami podpisala novo pogodbo o sodelovanju pri posegih na trgu tujega denarja in tako začela postopno upočasnjevati rast tržnih tečajev evra. Aprila sta začasni nakup blagajniških zapisov v tujem denarju za 28 dni, ki ga je BS na dnevni dražbah ponujala bankam od aprila 1994, zamenjala dva nova instrumenta, in sicer začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju za 7 dni in za 60 dni. S prvim imajo banke možnost uravnavanja likvidnosti znotraj meseca, BS pa se s spreminjanjem dnevno ponujene kvote začasnega odkupa aktivno odziva na razmere na denarnem trgu. Z drugim instrumentom BS uravnava ponudbo primarnega denarja na daljši rok. Začasna prodaja in začasni odkup deviz za 7 dni predstavlja najpomembnejšo spremembo BS, saj je bankam s tem instrumentom omogočila lažje prehajanje med tolarsko in devizno likvidnostjo. Zaradi relativno nizke cene pa so ti hitro postali pomemben vir kratkoročne tolarske likvidnosti bank. Začasni odkupi skupaj so v povprečju naraščali do aprila, nato so se do konca leta zmanjševali. Neto ponudba deviz se je pojavila aprila. Rast tečaja evra se je stabilizirala. To stanje je trajalo do junija, ko je povpraševanje po devizah naraslo in se rast tečaja EUR/SIT povečala. BS je sredi julija in konec oktobra ponovno posegla na trg tujega denarja z interventnim tečajem. Sredi julija je morala ustaviti rast tečaja, oktobra pa pospešila rast tečaja evra. Tečajni pospešek ni bil velik, vendar so se vloge podjetij v tuji valuti močno povečale. Razmere so se stabilizirale novembra. BS je do konca leta dosegla želene tečaje za evro. Rast deviznih tečajev je zaostajala za inflacijo oz. temeljno obrestno mero (Jernejčič, 2001, str. 36-38).

V državah z urejenim finančnim sistemom so obrestne mere osrednje banke signal za oblikovanje obrestnih mer na denarnem trgu in posredno na trgu kapitala. Pri nas ni tako. Ključni obrestni meri, kot sta eskontna in lombardna, nimata na obrestno mero medbančnega trga praktično nobenega vpliva. Bolj odločilna je implicitna obrestna mera pri reodkupnih sporazumih, ki se bolj ali manj določa tržno (Jernejčič, 1997, str. 35). Razhajanje med gibanjem medbančne obrestne mere in obrestne mere začasnih prodaj vrednostnih papirjev oz. deviz je bilo v letu 1995 mogoče opaziti le v maju in juniju. Najverjetnejši razlog za odstopanje je, da so banke, kljub začetku objavljanja temeljne obrestne mere kot veljavne revalorizacijske stopnje še vedno uporabljale rast drobno prodajnih cen v preteklem mesecu. Konec leta 1995 in v začetku leta 1996 je bila obrestna mera poslov začasne prodaje pod medbančno obrestno mero. To pomeni, da je bilo zadolževanja na medbančnem trgu dražje kot zadolževanje pri BS. Večje razhajanje med obrestnima merama je bilo moč zabeležiti tudi v obdobju od marca do novembra 1996, kar je verjetno posledica stečaja Komerzialne banke Triglav in zmanjšanja zaupanja v medbančni trg. Od tedaj dalje je bila povprečna tehtana obrestna mera medbančnega trga po večini nižja od veljavne stopnje revalorizacije (TOM-a), obrestna mera začasnih prodaj pa se je gibala nad veljavno revalorizacijo. V obdobju od februarja 1997 do septembra 1998 se je ponovno pojavila velika razlika med obrestnima merama. Pomladi 1999 je večina bank zaradi ugodne donosnosti instrumentov centralne banke vpisala preveč blagajniških zapisov BS. Pojavile so se likvidnostne težave. Medbančna obrestna mera za najem z ročnostjo preko noči se je dvignila nad 10% letno, kar je zaradi nizke vrednosti temeljne obrestne mere precej preseгла



obrestno mero, ki so jo banke plačevale za depozite z ročnostjo nad eno leto. Po opozorilu BS, da zaradi želje po višji donosnosti likvidnosti bank ne sme in ne more biti ogrožena, se je stanje na medbančnem trgu stabiliziralo. Obrestne mere so se do konca leta 1999 in v celotnem letu 2000 gibale med 7 in 8 odstotki letno.

### **3.2 Ministrstvo za finance Republike Slovenije**

RS se z izdajanjem vrednostnih papirjev zadolžuje na kapitalskem (obveznice) in denarnem (zakladne menice) trgu. Zakladne menice so kratkoročni državni vrednostni papir, ki se izdajajo z namenom zagotavljanja sredstev za uravnavanje likvidnosti proračuna in kvalitetnega upravljanja z dolgovi in terjatvami države. Imajo fiksno obrestno mero izraženo v obliki diskonta. So prvovrstni kratkoročni vrednostni papirji, saj za njihovo izplačilo jamči država. Obresti in glavnica so v celoti izplačane ob dospelosti zakladnih menic v višini nominalne vrednosti. Zakladne menice kupujejo predvsem velika podjetja in finančne institucije. Pravna podlaga za izdajo kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev je vsakoletni Zakon o proračunu, Zakon o izvrševanju proračuna in preostali zakonski in podzakonski akti.

Do leta 1998 se je državna zakladnica kot organizacijska enota Ministrstva za finance, ki skrbi za upravljanje s finančnim premoženjem države, odločala predvsem za izdajo dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev, na denarni trg pa je posegala občasno. Prve zakladne menice so bile na denarnem trgu izdane leta 1992, in sicer eno-, tri- in šestmesečne. Država jih je izdajala le občasno. Izdane so bile v serijah, in sicer v tolarjih in ECU-jih. Glasile so se na ime oz. prinosnika. Prenašale so se s cesijo (1. izdaja) oz. so bile prosto prenosljive. Prodaja je potekala preko avkcij, na katerih so lahko sodelovale le banke, pozneje zavarovalnice in institucionalni investitorji. Obrestna mera za te zakladne menice je bila relativno nizka zaradi dobre likvidnosti proračuna. Prodaja je bila skromna. Leta 1996 je Ministrstvo za finance ustavilo izdajo zakladnih menic, vendar se je leta 1997 zopet pojavila potreba po kratkoročnem zadolževanju zaradi nihanja likvidnosti proračuna. Ministrstvo za finance je začelo izdajati zadolžnice. To je neprenosljiv vrednostni papir, po svoji vsebini je enak klasičnemu kreditnemu poslu, ki je zaradi svoje togosti neprimeren za aktivno upravljanje z likvidnostjo. Maja 1998 je državna zakladnica začela izdajati nematerializirane, imenske, serijske trimesečne zakladne menice. S tem je prevzela vlogo pri razvoju denarnega trga. Z rednimi mesečnimi izdajami zakladnih menic lahko izdajatelj uresniči naslednje dolgoročne cilje (Ferjančič, Albreht, 1998, str. 9):

- razvoj denarnega trga z ustrezno širino in globino,
- oblikovanje standardne obrestne mere kot osnove za določanje ostalih obrestnih mer glede ročnosti in trajanja,
- zadovoljevanje zakonske potrebe institucionalnih investitorjev po vlaganju v kratkoročne državne vrednostne papirje,
- možnost bankam uporabe kratkoročnih vrednostnih papirjev kot oblike naložbe (predvsem kot instrument za zagotavljanje likvidnosti),
- uporaba zakladnih menic pri instrumentih Banke Slovenije za vodenje politike odprtega trga in

- možnost začasnih prodaj kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev.

Trgovanje z zakladnimi menicami poteka vsak dan na sekundarnem trgu, in sicer na borzi in na medbančnem trgu. Izdaja zakladnih menic poteka po principu avkcije, vsak četrti torek v mesecu. Pravico sodelovanja na avkciji imajo le pooblaščen primarni vpisniki, ki imajo sklenjeno pogodbo z Ministrstvom za finance in Ljubljansko borzo. Zakladne menice so izdane v apoenih po 100.000 tolarjev. Vsak pooblaščen ponudnik lahko sodeluje s poljubnim številom ponudb. Sprejete ponudbe na avkciji določajo dejansko nominalno vrednost izdaje posamezne emisije. Nominalna vrednost je v obliki tečaja izražena v višini 100%, ponudba pooblaščenih vpisnikov pa v odstotkih te vrednosti. Pooblaščen vpisniki dajo ponudbo na podlagi želene letne stopnje donosa menice. Ob koncu avkcije se vse prispele ponudbe razporedijo po vrsti od ponudbe z najvišjo do ponudbe z najnižjo ceno. Sprejete so vse ponudbe do skupnega nominalnega zneska izdaje, če so le-te enake ali višje od izhodiščne cene. Ministrstvo za finance je določilo za izhodiščno obrestno mero trimesečnih zakladnih menic obrestno mero 60 - dnevnih blagajniških zapisov BS, povečano za 0,5 odstotne točke. V primeru, da BS ne izda teh vrednostnih papirjev, se kot obrestna mera upošteva povprečje sedmih največjih slovenskih bank glede na bilančno vsoto za depozite pravnim osebam od 91 do 180 dni (Mramor, 2000, str. 28).

Odziv udeležencev denarnega trga pri prodajah zakladnih menic je pri nas tradicionalen. V največjem obsegu investirajo v zakladne menice banke, nekaj institucionalni investitorji. Zadnji imajo potrebo po zagotavljanju likvidnosti v več segmentih ročnosti do enega leta. V zakladne menice investirajo, vendar z namenom ostati lastnik do dospelja. Prebivalstvo in podjetja so zvesti bankam. Trgovanja na sekundarnem trgu praktično ni. Z zakladnimi menicami do sedaj še ni dosežen prvotni cilj, s katerim bi tržni udeleženci uravnavali svojo likvidnost. Vzrok za takšno stanje je verjetno tudi to, da naš sekundarni trg udeležencem ne omogoča uravnavanje dnevne likvidnosti z začasnimi ali dokončnimi prodajami oz. nakupi zakladnih menic z nizkimi stroški.

Glede na skromen promet s kratkoročnimi vrednostnimi papirji ne moremo trditi, da je bil glavni namen zagotoviti sredstva za uravnavanje likvidnosti proračuna. Gre predvsem za poskus uvajanja novih finančnih instrumentov in s tem razvoja domačega trga. Kratkoročni vrednostni papirji so danes predvsem naložbena politika bank. Pojavlja se vprašanje, kako preseliti zakladne menice iz okolja finančnega posredništva na denarni trg. Po mnenju Darka Bohnec-a obstajata dva scenarija (Bohnec, 2001, str. 1). Po prvem naj bi banke kot finančni posrednik zakladne menice še naprej jemale kot naložbo. V tem primeru bodo izrinjene s tega trga zaradi priložnosti cenovnega arbitriranja, ki ga bodo izkoristili drugi udeleženci. Po drugem scenariju lahko banke kot udeleženke trga vrednostnih papirjev spremenijo odnos do zakladnih menic in jih jemljejo kot instrument denarnega trga, prek katerega bi vsem zainteresiranim omogočile nakup ali prodajo tega instrumenta, namesto z bančno maržo pa bi zaslužile na račun razlike med prodajno in nakupno ceno. Glede na tradicionalno obnašanje udeležencev denarnega trga in njihovo skromno znanje o vrednostnih papirjih je sedaj glavna naloga bank, da z aktivnim trženjem predstavijo in ponudijo ta instrument tistim, ki se ukvarjajo s problemom usklajevanja finančnih tokov.

### 3.3 Medbančni denarni trg

Medbančni trg je po obsegu eden največjih in najpomembnejših delov slovenskega denarnega trga. Vse večji pomen tega trga kaže naraščajoči promet, kar pomeni, da banke svojo likvidnost vedno bolj uravnavajo preko tega trga (glej Tabela 1). Zaznamovan je z majhnostjo našega finančnega prostora, politiko CB in predpisi glede izdajanja in trgovanja z vrednostnimi papirji. To vpliva na strukturo udeležencev, obseg trgovanja in njegovo delovanje ter finančne instrumente, ki jih bomo opredelili v nadaljevanju.

Tabela 1: Promet slovenskega medbančnega trga od leta 1994 do leta 2000 (v mio SIT)

LETO	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Promet v letu	628.979	847.365	998.460	717.686	940.302	1.207.512	1.448.303

Vir: Kalan, 2001, str. 52.

#### 3.3.1 Delovanje medbančnega denarnega trga

Delovanje medbančnega trga je odvisno njegove razvitosti. Na stopnjo razvitosti vplivajo mnogi dejavniki. Zaviralno na razvoj tega segmenta denarnega trga lahko vplivajo (Plut, 1999, str. 15):

1. Država, ki uzakoni obdavčevanje finančnih transakcij in transakcij z vrednostnimi papirji, kar lahko banke v precejšnji meri odvrča od poslov na medbančnem trgu.
2. Centralna banka, ki omogoča bankam enostaven dostop do posojil pri centralni banki, po možnosti po nizki obrestni meri, določa nizke kazni za neizpolnjevanje obvezne rezerve in omejuje višino obrestnih mer na medbančnem trgu.
3. Drugi vzroki, kot so:
  - slabo razvit finančni sistem v celoti, slabo razvit denarni trg,
  - slabo razvit trg vrednostnih papirjev ali deli tega trga,
  - neregulirano poslovanje na medbančnem trgu, ki lahko pomeni večje tveganje,
  - preveč reguliran finančni sistem, v katerem se podrejene institucije zanašajo na odločitve avtoritativnih institucij in same postanejo nesamoiniciativne,
  - neprimerna infrastruktura poravnave transakcij in
  - kulturni razlogi, kot na primer v Turčiji, kjer izposojanje od druge banke pomeni znak šibkosti, CB pa ima zaradi tega vlogo posrednika (brokerja).

Delovanje medbančnega trga ločimo glede na naslednje lastnosti, ki lahko nastopajo v različnih kombinacijah (Plut, 1999, str. 15):

1. odnos med posojilodajalcem in posojilojemalcem, ki je lahko bilateralen ali multilateralen,
2. prisotnost finančnih posrednikov (prenos likvidnosti je lahko izveden prek finančnih posrednikov ali neposredno),

3. zavarovanje (posli so lahko zavarovani ali ne),
4. regulacija (trgovanje je lahko regulirano ali ne) in
5. instrumenti za prenos likvidnosti (ločimo posojila, repo posle in dokončne transakcije).

Prvi način prenosa je izravnavna likvidnosti neposredno s kratkoročnim posojanjem za nekaj dni ali samo čez noč. Transakcije so nezavarovane, saj pri transferju sredstev ne prihaja do dejanske izročitve vrednostnih papirjev. Odnos med strankama je osebni. Banka s presežnimi rezervami se dogovori z banko, ki ima primanjkljaj, za preknjižbo ustrezne višine sredstev na njen račun, kar po nalogi suficitne banke opravi CB, ki pri tem ne igra vloge finančnega posrednika. Posojila so po večini dana brez kakršnekoli pogodbe. Banke sklenejo t.i. »gentleman's agreement«, ki je odvisen od tega, kako dobro partnerja poznata drug drugega in kako dolgo poslujeta drug z drugim. Kljub temu ta trg deluje dokaj učinkovito, saj si banka s tem, ko pomaga drugim bankam, pridobi pozitivno podobo na trgu in pričakuje pomoč drugih bank ob njenih likvidnostnih težavah. Poslovanje ni strogo ali sploh ni regulirano. Drugi način je uporaba kratkoročnih vrednostnih papirjev, predvsem vrednostni papirji izdajateljev z visoko boniteto. Kreditno in likvidnostno tveganje bank posojiljemalk ni ogroženo. Pri tej različici medbančne organizacije so transakcije zavarovane, odnos med bankami je pa prav tako bilateralen in brez finančnih posrednikov. Obstaja možnost, da sodelujejo finančni posredniki, ki dajejo in najemajo kratkoročna posojila v svojem imenu in na svoj račun (t.i. dilerji) ali v imenu in na račun nekoga drugega (t.i. brokerji). Prednost take organizacije medbančnega trga je v koncentraciji aktivnosti na enem mestu, vendar pa je obenem odzivni čas pri denarnih transakcijah zaradi posrednika daljši. Neosebna in konkurenčna narava tega trga pomaga pri izoblikovanju realne cene skozi proces ponudbe in povpraševanja.

Za slovenski medbančni trg je značilno, da se likvidnostni presežki prenašajo med bankami neposredno s kratkoročnim posojanjem (za nekaj dni ali samo čez noč), brez posrednikov. Transakcije so nezavarovane, saj pri transferju sredstev ne prihaja do dejanske izročitve vrednostnih papirjev. Instrument zavarovanja poslov je bianco menica, ki ne predstavlja zagotovljenega jamstva. Velik problem medbančnega trga je, da je še vedno dogovorni trg, torej podlaga za trgovanje niso kakovostni kratkoročni vrednostni papirji, temveč bilateralni kreditni odnosi. Bilateralni krediti so precej manj likvidni in fleksibilni kot začasne prodaje vrednostnih papirjev. Posli niso regulirani, obstajajo le neformalna pravila, ki jim banke sledijo po lastni presoji. Posledica tega je večja negotovost na trgu in njegova zmanjšana sposobnost za učinkovito medbančno prenašanje prostih likvidnih sredstev. To je z vidika CB in poslovnih bank najpomembnejši razlog za obstoj medbančnega trga. CB in državna zakladnica neposredno pri trgovanju ne sodelujeta. BS se le občasno prek instrumenta likvidnostno posojilo čez noč vključi na večerni medbančni trg, medtem ko dnevno zbira podatke o danih in tedensko o prejetih posojilih in o obrestnih merah. Na osnovi teh podatkov izračunava tehtano povprečno obrestno mero medbančnega trga. To omogoča vsaj delni pregled nad delovanjem trga. Preglednost trga bi se izboljšala, če bi banke sporočale zneske danih in prejetih posojil ločeno po ročnosti posojil in obrestne mere za vsako dano in prejeto posojilo.

Sklepanje poslov med bankami poteka na enostaven način. Samo trgovanje se odvija po telefonu in telefaksu. Banka z likvidnostnim presežkom ponudi sredstva po obrestni meri, ki jo določi po lastni presoji na podlagi tržnih razmer, banki z likvidnostnim primanjkljajem. Preknjižbo sredstev opravi CB. Previsokih obrestnih mer ne more ponuditi. Omejitveni dejavnik je CB, saj ta lahko deficitni celici posodi primanjkljaj tolarjev. Zakonska zamudna obrestna mera likvidnostnega posojila izhoda v sili predstavlja zgornjo mejo, obrestna mera, po kateri banke vpisujejo dvodnevne tolarske blagajniške zapise pa spodnjo mejo širokega razpona, znotraj katerega se gibljejo obrestne mere medbančnega trga. Kot orientacija pri določanju cene za presežke likvidnosti lahko služi banki obrestna mera lombardnega ali likvidnostnega posojila na podlagi tolarskih blagajniških zapisov BS, pa tudi obrestna mera začasne prodaje blagajniških zapisov v tujem denarju.

Delovanje medbančnega trga poteka na t.i. dnevnem trgu in t.i. večernem trgu. Dnevni trg zajema transakcije, ki jih banke sklepajo med seboj v času delovnega dne, večerni trg pa transakcije po zaključni večerni obravnavi v plačilnem prometu in transakcije med CB in bankami v primeru, da se CB vključi na večerni trg. V zadnjih letih se je moral prilagoditi razmeram na denarnem trgu tudi večerni trg kot sklepna faza uravnavanja likvidnosti bank. V letih 1998 in 1999 ni bilo večjih odstopanj obrestnih mer na dnevnem in večernem trgu. Konec leta 2000 pa so bila ta odstopanja že vidna. Plasmaji na večernem trgu postajajo vse bolj alternativa slabo donosnemu stanju sredstev na poravnalnem računu bank in v vse manjšem obsegu instrumentov uravnavanja likvidnosti bank. Konec leta 2000 so banke sklenile dogovor o novem izvajanju večernega medbančnega trga. Značilnosti novega dela so (Veselinovič, 2001, str. 35):

- Večerni trg poteka vsak dan ob istem času od 16.15 do 17. 00, če katera od bank ali BS iz utemeljenih razlogov ne zahteva predstavitev ali podaljšanja delovanja trga.
- Osnova za izvajanje večernega trga niso več informacije o dokončnem stanju pozicij bank pri Agenciji za plačilni promet po končanih dnevnih obravnavah, ampak takrat dosegljivi podatki o stanju pozicij pri APP in končno stanje poravnalnega računa banke (stanja pozicij pri APP ob 16. uri ne odstopajo bistveno od dokončnih stanj, saj se zaradi učinkov prenosa plačilnega prometa na banke čas obdelav v APP skrajšuje in vse bolj približuje zaključku blizu 16. ure).
- Podatke o predvidenem vključevanju sredstev ministrstva za finance v pozicije bank zagotavlja bankam vsakodnevno ministrstvo samo.
- Banke v času izvajanja večernega trga zagotavljajo prisotnost dežurnih delavcev v bankah, kar omogoča tudi, da vsaka banka sama opravlja poravnavo sklenjenih poslov po SWIFT-u na način, ki je praktično enak tistemu, ki velja čez dan.
- Novo uradno poimenovanje večernega trga je zaključna faza medbančnega trga.

### 3.3.2 Struktura udeležencev medbančnega denarnega trga

Slovenski medbančni trg sestavljajo poslovne banke, hranilnice in hranilno kreditne službe. Število bank se na slovenskem finančnem trgu od leta 1994 postopno znižuje. Razlog za to je vse

večja konkurenca, ki vodi v spojitve, pripojitve in oblikovanje bančnih skupin kot prvi korak k združevanju. Leta 1994 smo imeli 33 bank, konec leta 2000 pa 25, od tega štiri hčerinske banke tujih bank in ena podružnica tuje banke. Prav tako se znižuje število hranilnic, ki se je v letu 2000 v primerjavi z letom poprej prepolovilo in sedaj znaša tri, ter hranilno kreditnih služb, teh imamo 66. Trend združevanja se bo nadaljeval tudi v prihodnje, saj je število bank za slovenski trg še vedno preveliko. Na trgu bo poslovalo manjše število bank, ki bodo sposobne ponuditi celotno paleto storitev komitentom. Konkurenca se bo izrazito povečala. Tako domače kot tuje banke se bodo potegovale za čim večji tržni delež, na trg pa bodo začeli vstopati številni nebančni konkurenti.

Od 25 delujočih bank jih je bilo konec leta 2000 v popolni domači lasti deset, v popolni ali večinski lasti tujcev šest, devet pa jih je bilo v večinski domači lasti, vendar pa delež tujih delničarjev pri šestih bankah ni presegal 1%. Vse hranilnice so v lasti domačih oseb s pretežno zasebnim lastništvom.

Za analizo prenosa likvidnostnih presežkov so zanimive tiste banke, ki pri tem aktivno sodelujejo. Banke lahko uvrstimo med sodelujoče in nesodelujoče. Sodelujoče pa nadalje delimo glede na to, ali se pojavljajo na strani ponudbe ali na strani povpraševanja. Na strani povpraševanja je trg izrazito oligopolen, če ne celo monopolen. Od januarja 1995 do sredine 1999 so 50% likvidnosti v povprečju dobile ena do tri banke, 80% pa štiri od devet bank. Manj kot enoodstotni tržni delež na strani povpraševanja je imelo od 10 do 18 bank, ki jim je skupaj pripadalo med 2,8 in 8,2% trga. Koncentracija trga se je skozi čas spreminjala predvsem zaradi različnega obsega aktivnosti najaktivnejše banke.

Na strani ponudbe je bil v opazovanem obdobju trg precej manj oligopolen. Prvih štiri do šest bank je ponujalo 50% vse likvidnosti na medbančnem trgu. Znotraj 80% pa smo leta 1995 našli 18 bank, leta 1996 12, v zadnjih treh letih pa je v povprečju po enajst bank. Manj kot enoodstotni tržni delež je imelo tri od devet bank, katerih skupni deleži so se gibali med 1,1 in 5,3%.

Povprečna letna stanja na podlagi dnevniških podatkov so pokazala, da so v opazovanem obdobju najbolj aktivne posojilodajalke črpale posojila pri BS redko, nekatere pa v posameznih letih sploh nikoli. Po drugi strani pa so iste banke pogosto vpisovale blagajniške zapise BS v tolarjih, kar pomeni, da so likvidnostne presežke, do katerih niso prišle z jemanjem posojil pri CB, delno plasirale v BS, delno pa na medbančni trg.

Obnašanje najaktivnejših posojilojemaljev na medbančnem trgu lahko razdelimo v tri glavne skupine. Prvo skupino predstavljajo banke, ki so svoje likvidnostne potrebe pokrivala hkrati z izposojanjem pri CB in z izposojanjem od drugih bank. To so banke, ki so črpale največ posojil pri BS in hkrati imele delež prejetih posojil na medbančnem trgu najvišji. Sem je uvrščena med drugimi tudi največja dolžnica, ki je v letih 1995 in 1996 svoje likvidnostne potrebe pokrivala hkrati z izposojanjem na medbančnem trgu in s črpanjem posojil pri BS. V naslednjih dveh letih je v povprečju pri BS črpala manj posojil, primanjkljaje pa pokrivala s sredstvi z medbančnega

trga. Leta 1998 je bil njen delež prejetih posojil na medbančnem trgu in obseg črpanih posojil pri BS najnižji v opazovanem obdobju. V opazovanem obdobju je največja dolžnica vpisala 30 - dnevne tolarske blagajniške zapise, na podlagi katerih je imela možnost črpanja likvidnostnega posojila pri CB. Za drugo skupino bank je značilno, da so si v opazovanem obdobju na medbančnem trgu sredstva predvsem izposojale, pri BS pa likvidnostnih kreditov niso črpale. Te banke so likvidnostne primanjkljaje pokrivala v glavnem s sredstvi na medbančnem trgu. Tretjo skupino predstavljajo banke, ki so v letih, ko so v povprečju črpale največ posojil pri BS, na medbančnem trgu izposojale najmanj, imele pa so najvišje deleže danih posojil na medbančnem trgu. V letih, ko so v povprečju pri BS črpale manj posojil, so si na medbančnem trgu v povprečju izposojale več in posojale manj. To pomeni, da te banke svojo likvidnost uravnavajo bodisi z aktivnostjo na medbančnem trgu, bodisi z instrumenti centralne banke (Plut, 1999, str. 25-32).

### 3.3.3 Finančni instrumenti medbančnega denarnega trga

Osnovna oblika medbančnega trgovanja so likvidnostna posojila, v zadnjem času se pojavljajo tudi medbančni depoziti. Ti se sicer vsebinsko od likvidnostnih posojil ne razlikujejo, temveč gre le za delitev po ročnosti sredstev. Depoziti so likvidnostna posojila z rokom vračila daljšim od 31 dni. Temu ustrezno je nekoliko višja tudi obrestna mera (Prohaska, 1999, str. 37). Medbančni trg likvidnostnih posojil je pri tekočem uravnavanju likvidnosti zelo velikega pomena. Gre za izjemno fleksibilen trg, ki je v prvi vrsti namenjen pokrivanju dnevnih primanjkljajev oz. plasiranju trenutnih presežkov. Specifičen način izpolnjevanja predpisane obvezne rezerve sili banke v dnevno izravnavanje svoje tolarske pozicije na medbančnem trgu. Likvidnost za banko v zaostrenih razmerah nima cene, zato je ta trg izredno volatilen, višina obrestnih mer pa se giblje in prilagaja v skladu z razmerami na denarnem trgu. Pri tem je še posebno občutna vloga BS z vodenjem njene denarne politike. Dnevne obrestne mere odsevajo volatilnost, gibanje mesečnih ponderiranih obrestnih mer pa je zvečine posledica vpliva monetarne politike oz. splošne tolarske likvidnosti bančnega sistema.

Največji problem slovenskega medbančnega trga je, da podlaga za trgovanje med bankami niso kvalitetni kratkoročni vrednostni papirji, ampak bilateralni kreditni odnosi. Ti predstavljajo nelikvidno obliko finančnega trgovanja, saj so posojila običajno zelo kratkega roka. Banka s presežnimi sredstvi lahko sredstva plasira banki s primanjkljajem sredstev le, če je popolnoma prepričana, da teh sredstev ne bo potrebovala. V Sloveniji je mogoče delno regulirati zapadlost likvidnosti posojil in depozitov. Glede na denarne tokove in potrebe po denarju si banka sama izbere ustrezen datum vračila. Pravila trgovanja na trgu potekajo po načelu samoreguliranja. Določajo jih banke same in tehnična pravila Združenja bank.

Ko na finančnem trgu veljajo negotove razmere, se trg zelo skrči. Banke, ki imajo presežna sredstva in na medbančnem trgu aktivno sodelujejo, se ob takih razmerah umaknejo s trga, ali pa se njihov obseg trgovanja zmanjša. V razmerah negotovosti se veliko bank zateče v plasmaje pri BS. Razlog za to so nezavarovana posojila med bankami. Spremembe, ki bi bile potrebne in dobrodošle na medbančnem trgu, so uvedba možnosti zavarovanja poslov. To bi povzročilo

spremembo vodenja denarne politike BS. Sedaj se likvidnostna sredstva stekajo prek BS. Iniciativa je na strani BS. To pa do določene mere zavira razvoj medbančnega trga.

Na razvitejših medbančnih trgih imajo pomembno vlogo za zavarovanje posojil blagajniški zapisi v tujem denarju, blagajniški zapisi v tolarjih in državni vrednostni papirji. Vsak izmed teh vrednostnih papirjev ima določene prednosti in pomanjkljivosti. Zastava blagajniških zapisov v tujem denarju ne povzroča nikakršnih stroškov, saj za zastavo na račun blagajniških zapisov BS v tujem denarju za zavarovanje (RVZP) Banka Slovenije ne zaračunava provizije. Verjetno bi veljalo enako tudi za zastavo blagajniških zapisov v tolarjih, katerih račun bi bil, enako kot za blagajniške zapise v tujem denarju, pri BS. V primeru državnih vrednostnih papirjev se bi pojavili stroški Klirinško-depotne družbe (KDD) za preknjižbo vrednostnih papirjev in strošek dosežen s prodajo vrednostnih papirjev na borzi, ko bi se posojilodajalec želel poplačati s prodajo papirja zaradi neizpolnjevanja obveznosti posojilojemalca. Pri blagajniških zapisih v tujem denarju se pojavlja v primeru poplačila iz tega papirje problem valute, v kateri so papirji nominirani. V primeru tolarskih blagajniških zapisov in državnih vrednostnih papirjev ta problem odpade, saj banka upnica dobi sredstva v domači valuti. Problem valute lahko reši BS tako, da pod posebnimi pogoji ali s posebnim instrumentom odkupi papir v domači valuti. Ker v Sloveniji nimamo dobro razvitega sekundarnega trga vrednostnih papirjev, bi bila možnost prodaje le-teh otežena. Pojavilo se bi veliko likvidnostno tveganje in še večji stroški. Tudi ročnost vrednostnega papirja vpliva na njegovo likvidnost. Vrednostni papirji s krajšimi ročnostmi so bolj likvidni v primerjavi z vrednostnimi papirji z daljšim rokom dospelja. Na zavarovanje posojil na medbančnem trgu vpliva tudi obseg papirjev. Z analizo v obdobje od leta 1995 do sredine leta 1999 je bilo ugotovljeno, da je vrednost prostih in za zavarovanje primernih vrednostnih papirjev nihala, vendar niso bila nikoli manjša od 50 milijard tolarjev. Stanje prostih vrednostnih papirjev je bilo ves čas nad potencialnim stanjem medbančnih posojil. Blagajniški zapisi v tujem denarju, tudi ob upoštevanju določil sklepa o deviznem minimumu<sup>12</sup>, so predstavljali največji delež prostih in za zavarovanje primernih vrednostnih papirjev.

### **3.4 Denarni trg v širšem pomenu**

Ta zajema posle bank, v katerih se te pojavljajo bodisi kot upnik bodisi kot dolžnik do nebančnega sektorja – prebivalstva in gospodarstva. V prvem primeru gre za aktivni, v drugem pa za pasivni posel denarnega trgovanja. Pri pasivnem poslu banka zbira z različnimi metodami prosta denarna sredstva nebančnega sektorja po določeni obrestni meri, ki jo je pripravljena plačati za ustrezno ročnost plasmaja. Depozite lahko delimo po različnih kriterijih. Najpogostejša delitev, ki je tudi s poslovno - organizacijskih vidikov za bančno prakso najbolj uporabna, je delitev depozitov na vpogledne in na vezane depozite (Bober, 1989, str. 87). Prve depozite lahko vsak trenutek dvignemo. Denarna sredstva na teh računih so zelo gibljiva, zato predstavljajo določeno ogrožanje likvidnosti bank. Med te depozite uvrščamo: žiro račune pravnih oseb, žiro in tekoče račune ter vpogledne in hranilne vloge fizičnih oseb. Pomembne so za izvajanje

---

<sup>12</sup> Banke so morale imeti od decembra 1996 30% deviznega minimuma v obliki blagajniških zapisov v tujem denarju, od marca 1997 40%, od junija 1997 50%, od septembra 1997 pa 60%.



brezgotovinskega plačilnega prometa. Druge depozite banke vežejo za dogovorjeno časovno obdobje in si s tem pridobijo kvalitetnejša denarna sredstva, katera lahko zanesljivo plasirajo v posojila, likvidnost bank pa s tem ni ogrožena. Banke želijo imeti čim več daljše vezanih depozitov, za te ponudijo tudi višjo obrestno mero. Kreditno poslovanje uvrščamo med aktivne bančne posle. Banke kreditirajo predvsem pravne, v manjšem obsegu pa tudi fizične osebe, ki zaprosijo za kredit zaradi dnevnega uravnavanja prilivov in odlivov, premagovanja likvidnostnih težav, financiranja obratnih sredstev za tekoče poslovanje. Podjetje se z najetjem posojil obveže, da bo ob zapadlosti povrnilo banki znesek kredita z obrestmi in drugimi stroški.

Po letu 1994 so naraščali tolarski depoziti. Na začetku so banke spodbujale varčevanje v tolarjih s ponujanjem visokih obrestnih mer. Viden je premik iz deviznih v tolarske prihranke. Rast varčevanja prebivalstva ni bila toliko odvisna od dohodkov, ampak od druge oblike aktive prebivalstva in predvsem od konverzije hranilnih vlog iz tuje valute v tolarsko hranilne vloge. Dodatna enota dohodka je prispevala k povečanju varčevanja le za 0,6 enote (Festić, 2001, str. 6-11). Prebivalstvo kot sektor, ki razpolaga z največjim deležem (neto) finančnega premoženja, si kratkoročno likvidnost zagotavlja v obliki domače in tuje gotovine ter v obliki bančnih vlog v različnih ročnosti. To ni nikakršna slovenska posebnost. Tako stanje je značilno tudi za druge tranzicijske države ali za države z nastajajočim tržnim gospodarstvom (Jurančič, 2000, str. 20-21). Podjetja so sektor, ki se v ekonomskem okolju neto financira. Kljub tej značilnosti v okviru upravljanja finančnih tokov v zelo kratkem obdobju podjetja razpolagajo z začasnimi finančnimi presežki. Te nalagajo povečini v banke v obliki tolarskih vlog in vlog v tujem denarju. Porabo gospodinjstev so močno podprla posojila, medtem ko je bil podjetniški sektor manj podprt s posojili. Ugodnejši krediti, namenjeni sektorju prebivalstva, so spodbudili naraščanje domačega povpraševanja. Podjetja so najemala posojila v tujini, ker so bila le-ta v tujini cenejša. V drugi polovici leta 1997 se je povečalo kreditiranje podjetij, enak trend je bil opazen v kasnejših letih

Tabela 2: Obveznosti poslovnih bank do domačega nedenarnega sektorja v obdobju od leta 1994 do leta 2000 v mio SIT

Leto	Sektor-podjetja/prebivalstvo	Tolarske vpogledne vloge	Tolarske hranilne vloge	Tolarske vezane vloge	Vpogledne vloge v tuji valuti	Hranilne vloge v tuji valuti	Vezevloge v tuji valuti
konec leta 1994	podjetja	49.491	/	133.667	5.739	/	1.183
	prebivalstvo	34.661	41.893	69.674	44.002	55.231	125.662
konec leta 1995	podjetja	58.836	/	167.448	4.016	/	671
	prebivalstvo	45.263	54.676	89.287	59.927	85.335	163.622
konec leta 1996	podjetja	70.223	/	209.687	5.706	/	463
	prebivalstvo	57.198	65.159	130.472	62.248	115.019	182.158
konec leta 1997	podjetja	86.218	/	252.493	5.065	/	605
	prebivalstvo	65.141	79.059	218.442	60.673	117.202	201.994
konec leta 1998	podjetja	102.931	/	286.704	4.324	/	960
	prebivalstvo	89.061	99.660	294.042	61.476	126.572	220.252
konec leta 1999	podjetja	109.544	/	278.438	27.417	/	4.020
	prebivalstvo	127.463	124.482	326.345	68.659	142.907	243.612
konec leta 2000	podjetja	116.402	/	276.084	44.427	/	28.812
	prebivalstvo	147.070	147.961	423.907	71.315	147.429	355.761

Vir: Bilten Banke Slovenije, avgust 2001, str. 29-32.

Tabela 3: Terjatve poslovnih bank do domačega nedenarnega sektorja v obdobju od leta 1994 do leta 2000 v mio SIT

Leto	Sektor-podjetja/prebivalstvo	Tolarska posojila	Posojila v tuji valuti
konec leta 1994	podjetja	214.658	76.329
	prebivalstvo	91.556	/
konec leta 1995	podjetja	327.749	69.476
	prebivalstvo	160.475	/
konec leta 1996	podjetja	400.183	71.386
	prebivalstvo	207.203	/
konec leta 1997	podjetja	466.365	65.751
	prebivalstvo	240.807	/
konec leta 1998	podjetja	574.290	100.320
	prebivalstvo	302.695	/
konec leta 1999	podjetja	626.703	154.733
	prebivalstvo	435.947	/
konec leta 2000	podjetja	723.373	221.609
	prebivalstvo	491.842	/

Vir: Bilten Banke Slovenije, avgust 2001, str. 28-30.

## 4. TRG KAPITALA V SLOVENIJI

Slovenski trg kapitala je glede na mednarodne razmere majhen in nepomemben. V primerjavi z zahodnimi trgi se še razvija. Za seboj ima dobro desetletje obstoja, kar je za to področje financ relativno kratko obdobje. Zelo je odvisen od lokalnih dogodkov in lokalnega poslovanja podjetij. Poleg majhnosti in kratkega obdobja delovanja kapitalski trg zaznamuje tudi vpliv lastninskega preoblikovanja in prilagajanja zakonodaje smernicam Evropske unije. V letu 1999 smo dobili pomembne spremembe v zakonodaji pri poslovanju z vrednostnimi papirji, in sicer nov Zakon o deviznem poslovanju (ZDP), Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih in Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1).

### 4.1 Primarni trg kapitala v Sloveniji

Zakon o trgu vrednostnih papirjev razmejuje primarni in sekundarni trg. Primarni trg pomeni prvotne oz. prve izdaje ali emisije vrednostnih papirjev. Namen izdajatelja pri tem je, priti do določenih finančnih sredstev, interes kupca vrednostnega papirja pa je, da donosno naloži svoje finančne presežke, pri čemer je zelo pomembna tudi varnost naložbe (Veselinovič, 1995, str. 22).

Dejavnosti primarnega trga so (Prohaska, 1999, str. 110):

- sprejemanje odločitev glede izdaje, kjer se odloča o vrsti vrednostnih papirjev, o načinu ponudbe, o obsegu izdaje, o dolžini obdobja pridobitve finančnih sredstev, o ceni vrednostnega papirja, itd.,
- odločitev o javni<sup>13</sup> ali zasebni ponudbi<sup>14</sup>,
- tiskanje vrednostnih papirjev,
- prevzem primarne izdaje - underwriting, kjer izdajatelj zaupa prodajo nove izdaje prevzemniku, saj sam nima razvitega prodajnega omrežja. Prevzemnik odkupi celotno ali le del izdaje po nižji ceni in jo nato prodaja širšemu krogu investitorjev in
- vpisovanje vrednostnih papirjev s strani vlagateljev, ki poteka pri borzno posredniških hišah in bankah, ki jih je pooblastil izdajatelj.

Primarni trg kapitala ima v Sloveniji kratko, a pestro preteklost. Njegov razvoj lahko z vidika pravne ureditve in nadzora razdelimo v štiri obdobja:

#### *1. obdobje od leta 1989 do novembra 1991;*

Od leta 1989 je vrednostne papirje na ozemlju bivše Jugoslavije opredeljeval Zakon o trgu vrednostnih papirjev. Država v tem obdobju še ni dobro obvladovala svoje vloge na trgu kapitala (npr. ni zahtevala dovoljenja za javno ponujene vrednostne papirje). Za to fazo je značilno, da je

---

<sup>13</sup> Javna ponudba je na nedoločen krog oseb naslovljeno javno objavljeno vabilo k vpisu vrednostnih papirjev ob prvi javni prodaji oz. nadaljnji prodaji.

<sup>14</sup> Zasebna ponudba je ponudba vnaprej znani manjši skupini investitorjev, ki se zavežejo, da bodo odkupili celotno izdajo. S tako odkupljenimi vrednostnimi papirji se na borzi ne sme trgovati, izdelava prospekta pa tudi ne potrebna.

splošnemu navdušenju nad vrednostnimi papirji sledila vrsta izdaj vrednostnih papirjev podjetij, obveznice pa je izdajala tudi država.

## *2. obdobje od novembra 1991 do marca 1994;*

V tem obdobju je funkcijo urejanja primarnega trga kapitala prevzelo Ministrstvo za finance. Vedno bolj je postajalo jasno, da je vloga države zaščita malih investitorjev, ki jo lahko doseže z zahtevo po razkritju vseh pomembnih podatkov in informacij o vrednostnem papirju, ponujenem javnosti, in o njegovem izdajatelju v obliki prospekta, ki je na voljo potencialnim kupcem.

V obdobju od novembra 1991 do julija 1993 je Ministrstvo za finance izdalo 13 dovoljenj za drugo in nadaljnjo izdajo delnic ter obveznic. Vrednost izdaj je znašala 315 milijonov DEM. Največji delež kupnine so z izdajo obveznic prevzele železarne, ostala podjetja so na primarnem trgu prejela 66 milijonov DEM, banke pa 38 milijonov DEM. Po sprejetju sklepa BS o kapitalskih pogojih za polno bančno licenco je Ministrstvo za finance od julija 1993 do marca 1994 odobrilo 11 dovoljenj za izdajo bančnih vrednostnih papirjev v višini 90 milijonov DEM in eno izdajo podjetniških vrednostnih papirjev v znesku 90.000 DEM (Patevs, 1994, str. 20).

Leta 1992 smo dobili Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij. S tem zakonom so se podjetja z družbeno lastnino preoblikovala v podjetja z znanimi lastniki. Zakon je določil sedem načinov preoblikovanja podjetij (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 44): prenos navadnih delnic na sklade (10% družbenega kapitala na Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja, 10% družbenega kapitala na Odškodninski sklad in 20% družbenega kapitala na Sklad za razvoj z namenom nadaljnje razdelitve pooblaščenim investicijskim družbam), interna razdelitev delnic, notranji odkup delnic, prodaja delnic podjetja, prodaja vseh sredstev podjetja, preoblikovanje podjetja z večanjem lastniškega kapitala in prenos delnic na Sklad Republike Slovenije za razvoj. Lastninsko preoblikovanje je po uredbi o pripravi programa preoblikovanja in o izvedbi posameznih načinov lastninskega preoblikovanja podjetij zajelo predvsem finančno zdrava podjetja, ki niso potrebovala novih sredstev in so imela jasno določene smernice nadaljnjega razvoja. Po končanem lastninjenju bi morala podjetja postati odprte delniške družbe in zadostiti pogojem za javno razkritje podatkov in informacij. Primarni trg kapitala se je uporabil le za olastninjenje večine družbenih podjetij, ki na ta trg ne sodijo. Ker pri lastninskem preoblikovanju ni prišlo do prenosa finančnih presežkov od suficitnih do deficitnih gospodarskih celic, ne moremo govoriti o pravem primarnem trgu. Investitorji niso ponujali svojih finančnih presežkov, ampak le certifikate, ki jih je dala država. Velik delež naložb prebivalstva in države v delnice je posledica takšnega načina lastninjenja.

S procesom lastninskega preoblikovanja so se pojavile pooblašcene investicijske družbe<sup>15</sup> (PID-i). PID je pravzaprav posebna oblika investicijske družbe, prilagojena postopkom lastninskega

---

<sup>15</sup> PID-i so nekakšna mešanica investicijskih družb in vzajemnih skladov (Mramor, 2000, str. 94). Investicijska družba je delniška družba ustanovljena izključno za javno zbiranje denarnih sredstev in investiranje tako zbranih sredstev v prenosljive vrednostne papirje po načelu omejevanja in razpršitve tveganja. Je zaprt investicijski sklad. Delničarji od same družbe ne morejo zahtevati odkupa delnic. Investicijska družba se ne sme upravljati sama, ampak mora skleniti pogodbo o upravljanju s pooblaščno družbo za upravljanje. Vzajemne sklade uvrščamo med odprte

preoblikovanja v Sloveniji. Njihova oblika je predhodna, saj se bodo PID-i morali preoblikovati in prilagoditi pogojem, ki veljajo za prave investicijske sklade. Delničarji PID-ov se bodo lahko odločili za preoblikovanje v holding, v vzajemne sklade ali pa za likvidacijo in razdelitev premoženja (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 64, 266). PID-i so bili ustanovljeni z namenom zbiranja lastninskih certifikatov in nalaganja tako zbranih sredstev v delnice, ki jih je prodajal Sklad RS za razvoj (sedaj Slovenska razvojna družba-SRD). Kmalu je postalo jasno, da vseh zbranih certifikatov ne bodo mogli zamenjati za deleže v podjetjih. Te neizkoriščene lastninske certifikate danes imenujemo privatizacijska luknja ali primanjkljaj. V letu 2000 je bila dinamika zamenjave certifikatov za realno premoženje hitrejša kot v letih poprej, kar je posledica javnega razpisa SRD. Delež neizkoriščenih lastninskih certifikatov je konec leta 2000 znašal 32,13% vseh sredstev, kar je bilo bistveno manj kot npr. konec leta 1999 (51,15%).

### *3. obdobje od marca 1994 do leta 1999; in*

S sprejetjem ZTVP so pristojnosti za izdajo vrednostnih papirjev prešle z ministrstva za finance na Agencijo za trg vrednostnih papirjev. Značilnosti te faze so: nadaljevanje lastninjenja družbenih podjetij, izdaja državnih obveznic z namenom sanacije finančnega sistema in poplačila denacionalizacijskih odškodnin, izdaja delnic in obveznic bank ter izdaja obveznic SRD in Stanovanjskega sklada. Dolgoročnih izdaj vrednostnih papirjev podjetij, pri katerih s prodajo priteče v podjetja nov kapital, praktično ni bilo. Veliko število vrednostnih papirjev je posledica predvsem ukrepov države, medtem ko podjetja v tem obdobju na primarnem trgu niso pridobila skoraj nič novega kapitala.

### *4. Obdobje od leta 1999.*

ZTVP-1 iz leta 1999 opredeljuje vrednostne papirje primarnega trga. Ti so delnice, obveznice in drugi serijski vrednostni papirji, ki jih izdajatelj izda istočasno in iz katerih izhajajo enake pravice in obveznosti. Zakon nadalje loči tržne in netržne vrednostne papirje. S prvimi se trguje na borzi, vsi ostali pa so netržni. Vrednostni papirji lahko postanejo tržni na tri načine:

- izdajatelj lahko že ob izdaji vrednostnega papirja izvrši postopek javne ponudbe vrednostnih papirjev (prva javna prodaja),
- izdajatelj lahko vrednostne papirje istega razreda ob kasnejši izdaji izda po postopku javne ponudbe in
- v primeru, da so ob izdaji vrednostne papirje kupili vnaprej znani investitorji brez javne ponudbe, mora izdajatelj za organizirano trgovanje pridobiti dovoljenje APP. V tem primeru govorimo o nadaljnji javni prodaji vrednostnih papirjev.

Prva prodaja se mora opraviti skozi postopek javne ponudbe, ki zahteva razkritje vseh informacij. Te informacije so zajete v prospektu za javno ponudbo<sup>16</sup>, ki vsebuje vse relevantne

---

investicijske sklade. Prihranke zbirajo tako, da varčevalci kupijo njihove delnice oz. investicijske kupone. Obseg izdanih delnic oz. investicijskih kuponov ni omejen in se jih vsak dan izda toliko, kolikor je po njih povpraševanja.

<sup>16</sup> Prospekt za javno ponudbo je pisni dokument, ki vsebuje podatke, kateri omogočajo kupcu vrednostnih papirjev vpogled v pravni položaj, njegov finančni položaj, poslovne možnosti in pravice, ki izhajajo iz vrednostnega papirja.

podatke, za investitorje. Pred objavo javne ponudbe mora izdajatelj na podlagi pisne zahteve<sup>17</sup> pridobiti dovoljenje od APP. Ob pisni zahtevi mora izdajatelj priložiti še dodatne listine<sup>18</sup>. Postopek javne ponudbe loči med vpisovanjem in vplačevanjem vrednostnih papirjev. Delnice se prevzamejo z vpisnico, to je izjava o vpisu delnice. Vpisovanje poteka le pri borzno posredniških družbah in bankah, ki jih pooblasti izdajatelj, vplačevanje pa le pri bankah ali organizacijah za plačilni promet. Po zakonu je javna ponudba uspešna, če je vpisanih in vplačanih vsaj 80% vseh ponujenih vrednostnih papirjev. V primeru neuspešne prodaje, ko vrednostni papirji niso vpisani, se vsi vplačani zneski vrnejo. Pri uspešni javni ponudbi mora izdajatelj izdati nalog za izdajo vrednostnih papirjev v nematerializirani obliki KDD in posredovati prospekt borzi ter borzno posredniškimi družbam. Borza po prejemu obvestila KDD o izdaji javno ponujenega vrednostnega papirja uvrsti vrednostni papir na prosti trg.

Tabela 4: Število javnih ponudb vrednostnih papirjev v Sloveniji od leta 1994 do leta 2000

Leto	IZDAJA DELNIC		IZDAJA DOLŽ. VP	
	Bančne	Nebančne	Bančni	Nebančni
1994	6	0	5	1
1995	5	3	7	2
1996	2	1	8	1
1997	0	2	5	1
1998	0	1	3	1
1999	0	2	3	3
2000	0	1	4	1
SKUPAJ	13	10	35	10

Vir: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, julij 2001, str. 8.

<sup>17</sup> Pisna zahteva mora obsegati: firmo, sedež in matično številko izdajatelja, razen v primeru ustanovitve delniške družbe; vrednost celotne izdaje; in zneske, na katere se glasijo vrednostni papirji, in pravice, ki iz vrednostnih papirjev izvirajo.

<sup>18</sup> Te so: dva izvoda osnutka prospekta za javno ponudbo z vsebino; poročilo o revidiranih letnih računovodskih izkazih izdajatelja za zadnja tri leta poslovanja oz. za krajše obdobje, če je bil izdajatelj ustanovljen kasneje, nerevidirane računovodske izkaze, ki ne smejo biti starejši od treh mesecev; poročilo o revidiranih konsolidiranih letnih računovodskih izkazih izdajatelja za zadnja tri leta poslovanja, če je izdajatelj to dolžan po določbah Zakona o gospodarskih družbah ali na podlagi računovodskih standardov; veljaven sklep o izdaji vrednostnih papirjev; statut v obliki notarsko overjenega prepisa, če je izdajatelj delniška družba; izpisek iz sodnega registra, razen če gre za izdajo delnic sukcesivne ustanovitve delniške družbe; osnutek izvlečka prospekta z vsebino; osnutek javnega poziva za vpisovanje in vplačevanje; drugo dokumentacijo, iz katere izhaja, da je zahtevek za izdajo dovoljenja utemeljen.

Tabela 5: Število nadaljnjih javnih ponudb vrednostnih papirjev v Sloveniji od 1994 do 2000

Leto	IZDAJA DELNIC		IZDAJA DOLŽ. VP	
	Bančne	Nebančne	Bančni	Nebančni
1994	0	2	0	0
1995	0	0	0	0
1996	0	0	1	1
1997	0	4	2	1
1998	0	6	2	0
1999	0	5	2	1
2000	1	4	3	1
SKUPAJ	1	21	10	4

Vir: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, julij 2001, str. 9.

Iz tabel 4 in 5 sklepamo, da je primarni trg kapitala slabo razvit. Število novih izdaj delnic in obveznic se iz leta v leto zmanjšuje. V obdobju od leta 1994 do konca leta 2000 je bilo opravljenih 68 primarnih izdaj delnic in obveznic, pri čemer prednjačijo izdaje bančnih obveznic. Vidno vlogo na trgu imajo predvsem banke, ki nastopajo kot pooblaščenih udeleženci in zbiratelji svežih sredstev in si tako krepijo svojo kapitalsko strukturo. Ob dejstvu, da vrednostne papirje z javno ponudbo izdajajo predvsem banke, so možnosti za občutnejši razvoj primarnega trga zelo skromne. Tako zbrana sredstva bodo uporabile za izboljšanje strukture ročnosti bančnih virov. Pravih podjetniških izdaj vrednostnih papirjev, katerih namen je pridobiti dodatna sredstva za širitev obsega poslovanja, praktično ni.

Razlogi za slabo razvit primarni trg kapitala v Sloveniji so:

- Pri nas še ni zaživel underwriting - odkup celotne emisije vrednostnih papirjev z namenom nadaljnje javne prodaje, čeprav je to v razvitih državah ena izmed glavnih funkcij investicijskega bančništva. Investicijsko bančništvo bi v večji meri organiziralo posamezne primarne izdaje vrednostnih papirjev. Managerji podjetij bi s sodelovanjem z investicijskim bankirjem lažje izvedli javno ponudbo vrednostnih papirjev, saj imajo ti dolgoletne izkušnje in znanje o trženju vrednostnih papirjev tako na primarnem kot sekundarnem trgu, dobro poznajo ponudbo in povpraševanje trga in imajo dostop do večjih investitorjev.
- Lastninsko preoblikovanje družbenih podjetij in veliko število lastninskih vrednostnih papirjev, ki preprečujejo izdajanje pravih lastniških vrednostnih papirjev za gotovino.
- Bančništvo je pri nas tradicionalna finančna dejavnost, medtem ko se trg vrednostnih papirjev šele razvija.
- Znanja o vrednostnih papirjih primanjkuje.
- Davčna politika.
- Na trgu kapitala ni stabilnega dolgoročnega domačega povpraševanja. To gre v precejšni meri pripisati razmeroma nizki stopnji varčevanja, ki je predvsem kratkoročno, ter odsotnost večjih institucionalnih investitorjev. Finančniki veliko pričakujejo od pokojninske reforme oz. dodatnega pokojninskega zavarovanja, saj naj bi le to prineslo

veliko svežega in kakovostnega dolgoročnega kapitala, ki bo zagotovo okreplil delniški trg. Izkušnje držav, ki so že uvedle pokojninsko reformo, so pokazale, da se je likvidnost kapitalskega trga povečala od 2,5 do 5-krat (Petavs, 2000, str. 14). Ob tem se nam zastavlja vprašanje, kakšno strategijo bodo imeli institucionalni investitorji (pokojninski skladi, zavarovalnica) in kako spodbudno bodo vplivali na razvoj kapitalskega trga. Ker je naš finančni trg majhen in ker bodo morali poslovati v skladu z interesi svojih delničarjev, bodo morali kupovati tudi tuje vrednostne papirje.

- Če primerjamo postopek za javno ponudbo in postopek za pridobitev bančnega posojila, je prvi relativno zahtevnejši. Visoki standardi poročanja in nadzora, priprava prospekta, sklepanje pogodb s KDD, pridobitev soglasja ATVP, itd. so dolgotrajni in zapleteni. To pa odvrta izdajatelje od izdaj vrednostnih papirjev.
- Znano je, da se v svetu z izdajo vrednostnih papirjev financirajo velika podjetja, srednja in mala, ki prevladujejo pri nas pa preko bančnega sistema.

## 4.2 Sekundarni trg kapitala

Za razvoj finančnega sistema je Slovenija potrebovala organiziran, transparenten, varen in likviden trg kapitala, ki bi deloval z nizkimi stroški, omogočal dodatne finančne storitve in usmerjal naraščajoče tokove kapitala v produktivne naložbe (Mramor, 1996b, str. 1). Začetek delovanja sekundarnega trga predstavlja ustanovitev Ljubljanske borze d.d. leta 1989 (Jugoslovanska borza vrednostnih papirjev) in začetek njenega poslovanja leta 1990.

### 4.2.1 Udeleženci

Delovanje, razvoj in učinkovitost trga kapitala so odvisni od števila in znanja njegovih udeležencev. To so investitorji, ki nalagajo svoje prihranke v podjetja, katera izdajajo in prodajajo vrednostne papirje na primarnem trgu, ter finančne institucije, ki sodelujejo pri prenosu prihrankov prek trga kapitala. Te so banke, investicijski skladi in njihovi upravljalci ter borzno posredniške družbe (Deželan, 1996, str. 61). Konec leta 2000 je imelo dovoljenje ATVP 34 finančnih institucij, in sicer 11 bank in 23 borzno posredniških družb.

Poleg Ljubljanske borze d.d. nastopajo na trgu kapitala še dve pomembni instituciji, in sicer ATVP in KDD. Prva je zadolžena za urejanje in nadzor trga kapitala, naloga druge pa je vodenje centralnega registra vrednostnih papirjev in denarna poravnava opravljenih poslov z vrednostnimi papirji preko borznega informacijskega sistema.

Slovenski finančni prostor je majhen, saj obsega komaj dva milijona prebivalcev. Praktično je nemogoče zagotoviti potrebno kritično maso investitorjev. Majhnost trga povzroča, da se na eni strani ne morejo omogočiti razmere za dovolj veliko ponudbo, ki bi zagotavljala dovolj veliko razpršenost naložb, na drugi pa razmere za dovolj veliko povpraševanje po vrednostnih papirjev, ki bi zagotavljalo ustrezno tržnost naložb. Tudi znanje udeležencev trga je skromno, saj se šele učimo poslovanja z vrednostnimi papirji. Znani lastnosti Slovencev pri financah sta tudi



konzervativnost in nezaupanje. Varnost naložbe je za nas najpomembnejša. Finančne institucije so v preteklih letih prebivalstvo vabile, naj jim prodajo svoje privatizacijske delnice. Za širjenje znanja o vrednostnih papirjih in spodbujanje varčevanja v vrednostnih papirjih niso naredile veliko. Nizka stopnja zaupanja v kapitalski trg je posledica hujših kršitev (manipulacij donosov) pri upravljanju vzajemnih skladov v preteklih letih.

Te razmere se bodo spremenile ob vstopu Slovenije v EU. Ker naša država ni posebno privlačen trg, bi bilo potrebno sedaj veliko vložiti v njegovo trženje. Potrebno bi bilo investitorje prepričati, da smo politično in pravno stabilna država, in da ima naša ekonomija dobre možnosti za ekspanzijo na področje bivše Jugoslavije.

#### 4.2.2 Razpoložljivost informacij

»Ustrezna stopnja pretoka informacij in obveščenosti udeležencev na trgu je ključni kazalec razvitosti posameznega trga vrednostnega papirja in omejujoči dejavnik njegovega razvoja« (Klemenc, 1999, str. 10).

Podjetje, katerega vrednostni papirji kotirajo na borzi, mora točno, korektno in pravočasno posredovati informacije (obveščati in poročati) javnosti, borzi in investitorjem. Le tako je vsem investitorjem zagotovljen enakopravni položaj in preprečeno trgovanje na podlagi notranjih informacij. Podjetja s tem pridobi pozitivno podobo v javnosti, kar zviša njegovo privlačnost in igra pomembno vlogo pri vrednotenju cene delnice. Obveščanje in poročanje izdajateljev vrednostnih papirjev je opredeljeno z določili borze, katerih namen je čim boljše zaščititi posameznega udeleženca trga in s tem dvigniti zaupanje v celoten trg kapitala. Glavne informacije, ki morajo biti razkrite javnosti so (Klemenc, 1998, str. 3): nerevidirani in revidirani letni računovodski izkazi, polletni računovodski izkazi, sklici skupščin delničarjev in predlogi sklepov, objave podatkov o transakcijah, ki jih z vrednostnimi papirji izdajatelja opravi management, razkritje deležev pomembnih delničarjev (5% ali več), ostale cenovno občutljive informacije in med njimi tudi zanikanje ali potrditev različnih govoric ter komentar nenavadnih tržnih gibanj.

Informacije o dogajanju na borzi lahko dobimo v tiskanih in elektronskih medijih, na tiskovnih konferencah, preko sporočil za javnost, itd.

Empirična analiza o (ne)odzivanju delnic na informacije ekonomista Vladimirja Boleta je pokazala, da veliki delničarji naših podjetij z lastniškimi deleži nad petimi odstotki s svojo politiko ne dajejo informacij oz. zgleđa drugim vlagateljem. Manjši vlagatelji so običajno slabše obveščeni in se v tujini pri svojih odločitvah pogosto zgleđujejo po velikih vlagateljih. Pri nas so ti povsem pasivni. Na trgu imajo ključno vlogo vlagatelji, ki imajo v lasti približno 0,1 odstotka posameznega podjetja. Vlagatelji nimajo komu slediti in ne morejo pričakovati vsako leto določen znesek dividend. S pomočjo voditeljev trga oz. t.i. market makerjev, ki znajo dobro oceniti in napovedati prihodnost poslovanja podjetij, bi se zaupanje malih vlagateljev na borzi povečalo (Patevs, 2001, str. 27-28).

Natančna in stroga zakonodaja, ki opredeljuje dolžnosti obveščanja in poročanja oz. takojšnjo objavo vseh pomembnih informacij, ter določa za kršitelje stroge kazni, je nujna za tako majhno državo kot je Slovenija. To smo dobili leta 1999. Ker pa je pretok informacij pri nas zelo hiter, je težko preprečiti poslovanje na podlagi notranjih informacij.

#### 4.2.3 Pravna ureditev

Pravno je bilo področje kapitala izredno slabo urejeno vse do začetka leta 1994, ko je bil sprejet Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list Republike Slovenije, št. 6/94). Ta je med drugim podrobneje določil pooblašcene udeležence trga vrednostnih papirjev, njihove pravice in obveznosti, poslovno skrivnost, delovanje borze vrednostnih papirjev in trgovanje z vrednostnimi papirji izven nje. Določil je način poravnave obveznosti na podlagi sklenjenih poslov in hrambe vrednostnih papirjev. Te storitve opravlja KDD. Omogočil je izdajo vrednostnih papirjev v nematerializirani obliki. S tem zakonom je bila ustanovljena tudi ATVP.

Leta 1999 so bili sprejeti novi zakoni za področje trga kapitala, ki harmonizirajo to področje z veljavnim pravom EU. Najpomembnejši med njimi so nov Zakon o vrednostnih papirjih, Zakon o bančništvu, Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih in Zakon o deviznem poslovanju. Poslovanje na trgu vrednostnih papirjev pravno urejajo še naslednji zakoni: Zakon o obligacijskih razmerjih, Zakon o gospodarskih družbah, Zakon o čeku, Zakon o menici in Zakon o Banki Slovenije.

Nova zakonodaja ureja trgovanja s standardiziranimi finančnimi instrumenti (opcije, termenske pogodbe, itd.) in pooblašča ATVP za področje termenskega trgovanja. To področje bo v prihodnje zahtevalo sprejetje največ podzakonskih aktov.

Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih je zamenjal uredbo o nematerializiranih vrednostnih papirjih. Zakon ureja izdajo in prenos vrednostnih papirjev, način zamenjave že izdanih nematerializiranih vrednostnih papirjev z nematerializiranimi vrednostnimi papirji ter pogoje in omejitve dostopa do podatkov o imetnikih nematerializiranih vrednostnih papirjev. Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih je ponovno predpisal obveznost delniškim družbam, da izročijo delnice vplačnikom, saj nekatere delniške družbe, ki so se lastnile prek javne prodaje delnic, vplačanih delnic niso razdelile njihovim plačnikom. Te osebe so prejele le potrdilo o lastništvu. Izročitev delnic bi delniška družba morala opraviti v 15-ih dneh od konca vpisovanja delnic, in sicer z izdajo naloga KDD za vknjižbo delnic na račune vplačnikov. Ko so delnice nakazane na račun vplačnika, lahko ta z njimi prosto razpolaga brez kakršnegakoli možnega vpletanja delniške družbe.

Zakon določa, da lahko dejavnosti v zvezi s storitvami na trgu vrednostnih papirjev opravljajo zgolj za to pooblašcene borzno-posredniške družbe in banke. Opredeljene so tudi dolžnosti v zvezi s spoštovanjem pravil o obvladovanju tveganj ter pravila o varnem in skrbnem poslovanju. ATVP je dana pristojnost glede nadzora nad preprečevanjem nepooblaščenega opravljanja

dejavnosti. Ta ima na voljo neposredne ukrepe za preprečevanje tovrstnih pojavov tako nad pravnimi kot fizičnimi osebami.

Za borzo je najpomembnejša novost predvsem v zvezi s »podelitvijo« javnega pooblastila v zvezi z izdajatelji vrednostnih papirjev, ki kotirajo na borzi in na prostem trgu. Na podlagi novega razmerja lahko borza črpa širša pooblastila v svojem ravnanju nasproti izdajateljem vrednostnih papirjev, ki ne spoštujejo njenih pravil predvsem v povezavi z dolžnostjo poročanja.

Spremenjen je tudi koncept enakomernega delničarstva borze, po katerem lahko ima delničar največ 10% delnic borze, delničarji pa so lahko še naprej samo člani borze. S to rešitvijo se bo skušal urediti tudi problem bivših članov borze, ki so še zmeraj zakoniti imetniki dela njenih delnic, hkrati pa na borzi ne poslujejo več.

Zakon določa pogoje in ukrepe, ki naj bi omogočili varnost sredstev investitorjev in tudi celotnega finančnega sistema. Zakon natančneje opredeljuje dolžnost poročanja javnih družb o cenovno občutljivih informacijah v razmerju nasproti podatkom, ki se štejejo za poslovno skrivnost družbe, in računovodskih izkazih. Zmanjšalo naj bi se število sklepanj poslov izven borze. To bi bilo omogočeno s hitrim prehodom javne družbe na organiziran trg, kar bi povečalo transparentnost in varnost poslovanja. Zakonska regulativa zagotavlja tudi trgovanje s prosto prenosljivimi serijskimi vrednostnimi papirji, javnost trgov in dostopnost vsakomur, redno in po vnaprej znanih pravilih trgovanje. Zakon določa ukrepe v zvezi s preprečevanjem trgovanja na podlagi notranjih informacij, ki lahko povzroči negativne vplive na cene vrednostnih papirjev.

Področje poslovanja med rezidenti in nerezidenti ter poslovanja s tujimi plačilnimi sredstvi je bilo do leta 1999 urejeno v ločenih zakonih. Poslovanje s tujino sedaj urejajo Zakon o deviznem poslovanju, Zakon o kreditnih poslih s tujino, Zakon o tujih vlaganjih in deloma Zakon o zunanjetrgovinskem poslovanju. Nov devizni zakon prinaša številne spremembe na področju kapitalnega trga. Temeljni cilj zakona je na enem mestu podati celovito ureditev poslovanja med rezidenti in nerezidenti kot tudi poslovanja med rezidenti, če se le-to odvija v tujem denarju, hkrati pa celovito urediti vsa plačila in prenose med rezidenti in nerezidenti ter preko meja, ki so posledica izpolnjevanja poslov, ali pa so samostojni (enostranski prenosi premoženja). Zakon definira tudi pooblaščen banko in pooblaščenega udeleženca trga vrednostnih papirjev, ki je lahko borzoposredniška družba ali banka ali njena podružnica, ki ima dovoljenje za opravljanje dejavnosti ATVP. Rezidenti RS lahko kupujejo in prodajajo tuje vrednostne papirje le preko pooblaščenega udeleženca. Za naložbe nerezidentov v vrednostne papirje v RS zahteva zakon vpisovanje, vplačevanje, nakup in prodajo preko pooblaščenega udeleženca. Ta mora BS poročati o tovrstnih naložbah nerezidentov.

S sprejetjem zakona o deviznem poslovanju je Slovenija naredila pomemben korak pri prilagajanju domačega finančnega okolja razmeram EU. Čeprav kapitalski tokovi prek državne meje še niso povsem liberalizirani, so se naložbene možnosti vendarle razširile. Poleg osnovne izbire med finančnimi instrumenti, kot so depoziti, obveznice in delnice, daje naložbenemu

spektru zdaj dodatno možnost še odločitev, na katerem trgu oz. v kateri valuti naložiti premoženje. S finančnim odpiranjem meje smo tudi Slovenci dobili možnost, da svoje prihranke vlagamo tam, kjer pričakujemo, da jih bomo najboljše oplemenitili.

Pravna ureditev in nadzor naj bi omogočila ustrezno zaščito investorjev in njihovih interesov. Varnost investorjev v veliki meri zmanjšujejo organizirane manipulacije s cenami vrednostnih papirjev, katere je pravno izredno težko dokazati. Verjetno lahko obstoj manipulacij na manj razvitih trgih kapitala prištejemo prisotnosti špekulativnega kapitala, ki ima cilj v kratkem času doseči čim višje donose. Ozki in nelikvidni trgi z nerazvitim sistemom nadzora špekulantom ne omogočajo zgolj špekulacij, ki so legalne transakcije, pač pa tudi manipulacij s cenami na trgu. Če so investorji, ki s svojimi akcijami pomembno vplivajo na gibanje cen delnic na trgu, organizirani v neformalne skupine, ni dvoma, da tudi do manipulacij s cenami vrednostnih papirjev prihaja. Prav teh investorjev se mora bati tudi slovenski kapitalni trg. Pri delnicah, ki ne kotirajo na borzi, je bilo to že dokazano, na organiziranem trgu pa je to zelo težko.

V novem zakonu so precej pomešani elementi angloameriške in evropske kontinentalne ureditve. Samo po sebi to ni nič narobe, če je namen tovrstnih rešitev predvsem dvig učinkovitosti in pravne urejenosti trga kapitala. Ali bo ta namen tudi v resnici dosežen, bo pokazala šele bodoča praksa na tem področju.

#### 4.2.4 Delovanje in organizacija

Dobro delovanje sekundarnega trga praviloma omogoči dobro delovanje primarnega trga, ki je pri nas slabo razvit, zato je razvoj prvega vprašljiv.

Po tehnični plati je trgovanje na sekundarnem trgu dobro organizirano (Deželan, 1996, str. 65). V letu 1993 je Ljubljanska borza zaradi naraščanja tečajev prek deset odstotkov dnevno uvedla mehanizem maksimalne dnevne rasti cene vrednostnih papirjev, ki je znašal 10%. Konec leta 1993 je borza uvedla elektronski borzni informacijski sistem (BIS), ki omogoča avtomatizacijo borznega poslovanja. Od takrat obstaja en enotni tečaj za določen vrednostni papir ne glede mesto sklenitve posla. Istega leta je borza pričela dnevno objavljati svojo tečajnico, tako da je trgovanje postalo transparentnejše. Promet po novih tečajnicah od 1. januarja 1994 štejejo in objavljajo enojno. Istega leta je borza začela objavljati slovenski borzni indeks SBI. Leta 1999 je BIS zamenjal borzno trgovalni sistem (BTS). Borzno trgovalni sistem je računalniško podprt informacijski sistem, ki omogoča predvsem vnos, spreminjanje in odstranitev naročil, sklenitev borznih poslov ter pregledovanje naročil o trgovanju z vrednostnimi papirji, ki kotirajo na borzi. Takšen sistem prinaša boljšo preglednost trga vrednostnih papirjev tako za borzne posrednike kot za investitorje in boljše obvladovanje stroškov poslovanja. Ljubljanska borza je s prenovo informacijskega sistema vstopila v krog borz, ki razpolagajo z lastnim trgovalnim sistemom. Nov trgovalni sistem je za našo borzo strateškega pomena, saj z njim postaja enakovrednejši partner pri integracijah v svetovne trge s samo avtomatizacijo poslovanja.

Sekundarni oz. organizirani trg je razdeljen na borzni in izvenborzni (prosti) trg, poseben segment trgovanja pa predstavlja trgovanje s kratkoročnimi vrednostnimi papirji. Borzni trg je v osnovi namenjen le najboljšim in največjim podjetjem, ki izpolnjujejo kriterije za borzno kotacijo. Za ostale izdajatelje vrednostnih papirjev pa obstaja izvenborzni trg, kjer so pogoji za sprejem precej milejši.

Z vsemi vrednostnimi papirji se trguje v lotih, ki predstavljajo količinsko enoto za trgovanje. Pri obveznicah je kot najmanjši apoen posamezne obveznice, pri delnicah pa je lot kar ena delnica. Obveznice kotirajo v odstotkih glede na osnovo za kotacijo, ki je lahko kar nominalna vrednost obveznice.

Struktura organiziranega trga vrednostnih papirjev se je s 1. januarjem 2001 spremenila, saj sta se borzni kotaciji A in B združili v enotno borzno kotacijo. Z združitvijo obeh kotacij v eno se je preglednost na borzi samodejno povečala. Posledica združitve je sprememba kriterijev za sprejem novih vrednostnih papirjev v borzno kotacijo, določenih s Pravili Ljubljanske borze d.d., z dne 21. junija 2000. Za sprejem novih vrednostnih papirjev na borzo je pristojen Odbor za sprejem članov in vrednostnih papirjev na borzo, ki ga sestavljajo zunanji pravni in finančni strokovnjaki in borze.

Tabela 6: Primerjava kriterijev za sprejem delnic v borzno kotacijo A, B in enotno borzno kotacijo na Ljubljanski borzi d.d.

KRITERIJI ZA SPREJEM DELNIC	BORZNA KOTACIJA A	BORZNA KOTACIJA B	(ENOTNA) BORZNA KOTACIJA
1. Leta poslovanja	3	1	3
2. Realnost in objektivnost računovodskih izkazov – revidirani računovodski izkazi za:	3 leta	2 leti*	3 leta
3. Velikost kapitala	1.000mio SIT	500 mio SIT	500 mio SIT
4. Minimalna velikost razreda delnic	400 mio SIT	200 mio SIT	200 mio SIT
5. Razpršenost razreda v javnosti	vsaj 25% (min. 100 mio SIT)	vsaj 10% (min. 20 mio SIT)	vsaj 25%
6. Število imetnikov razreda	vsaj 300	vsaj 150	vsaj 150

\*2 leti oz. 1 leto, če družba še ne obstaja 2 leti

Vir: [www.ljse.si](http://www.ljse.si)

Prednosti kotacije na borzi so naslednje: zagotavljanje likvidnosti, možnost hitrejše konsolidacije lastniške strukture po izvedeni masovni privatizaciji, večji ugled in publiciteta podjetja, spremljanje dnevnega vrednotenja vrednostnih papirjev (pridobitev povratnih informacij glede ocenjevanja kvalitete poslovanja podjetja), financiranje (olajšan dostop do dodatnega kapitala), večja tržna stabilnost vrednostnih papirjev, večja zaščita pred manipulacijami, boljša

informiranost o spremembah lastniške strukture kapitala, zmanjšanje pritiskov na izplačila dividend, prednosti pred konkurenco, večji interes zaposlenih in možnost kotacije na tujih borzah.

Iz tabele 7 lahko ugotovimo, da se je tržna kapitalizacija delnic in s tem pomen trga začela povečevati od leta 1996, ko so se začele uvrščati na Ljubljansko borzo prve delnice iz naslova lastninskega preoblikovanja. Konec leta 1996 je tržna kapitalizacija delnic znašala 124.990 milijonov tolarjev (70,5% celotne tržne kapitalizacije). Zaradi prihoda novih delnic na organizirane trge je bilo povečanje tržne kapitalizacije delnic značilno tudi v letu 1997. Konec leta 1997 je ta znašala 315.945 milijonov SIT oz. 79,1% celotne tržne kapitalizacije, kar je za 152,8% več glede na prejšnje leto. Najpomembnejši vpliv na povečanje tržne kapitalizacije delnic sta predstavljali tržni kapitalizaciji dveh novouvrščenih družb, in sicer Krke d.d. in Petrola Ljubljana d.d. Konec leta 1998 je tržna kapitalizacija celotne borze znašala 710.252 milijonov tolarjev. To je za 77,8% več kot leto poprej. Tržna kapitalizacija delnic je konec tega obdobja dosegla vrednost 483.037 milijonov SIT oz. 68 % celotne tržne kapitalizacije borze. To stanje je bilo posledica začetka kotacije delnic pooblaščenih investicijskih družb. Konec leta 1999 je celotna tržna kapitalizacija borze znašal 919.692 milijonov SIT in leta 2000 1.138.431 milijonov SIT, kar je za 23,7% več kot leta 1999. V letu 2000 je tržna kapitalizacija narasla na vseh segmentih trga, razen na prostem trgu rednih delnic in nakupnih bonov. Najbolj sta se povečali tržna kapitalizacija delnic borzne kotacije, za 33,9%, ter tržna kapitalizacija delnic investicijskih družb, za 36,9%. Tržna kapitalizacija delnic v borzni kotaciji je konec leta 2000 znašala 50,9% tržne kapitalizacije vrednostnih papirjev na borzi ter 82,2% kapitalizacije vseh delnic. Tržna kapitalizacija vseh delnic na borzi je konec leta 2000 znašala 705,093 milijonov SIT.

Tabela 7: Tržna kapitalizacija na vseh trgih Ljubljanske borze d.d. v obdobju od leta 1994 do leta 2000 v mio SIT

LETO	SKUPAJ	BORZNI TRG	PROSTI TRG	DELNICE	PID	OBVEZNICE
1994	75.579			27.642	-	47.937
1995	100.701	95.071	5.630	40.477	-	60.224
1996	177.183	140.101	37.081	124.990	-	52.192
1997	399.345	337.086	62.258	315.945	-	83.400
1998	710.252	524.334	185.918	483.037	82.106	145.108
1999	919.692	635.850	283.842	566.462	132.468	220.763
2000	1.138.432	808.009	330.422	705.093	178.324	255.015

Vir: [www.ljse.si](http://www.ljse.si)

Struktura prometa po vrstah vrednostnih papirjev prikazana v tabeli 9 se je od leta 1994 do leta 2000 zelo spremenila. Na začetku je bilo veliko trgovanja z obveznicami in kratkoročnimi vrednostnimi papirji. Blagajniški zapisi z nakupnim bonom, ki jih je izdala BS v letu 1994 zaradi lažjega vodenja denarne in tečajne politike, so postali zanimivi za mnoge investitorje. Naložbe v kratkoročne vrednostne papirje so narasle. Razmere so se umirile že v naslednjem letu. Promet na borzi se je v naslednjih letih povečeval na račun delnic olastninjenih podjetij, ki so začela

uvrščati svoje delnice na borzo. Decembra 1995 je bila v borzno kotacijo B sprejeta kot prva delnica na borzi iz procesa lastninskega preoblikovanja podjetij delnica Kolinske. Promet z obveznicami in predvsem kratkoročnimi vrednostnimi papirji je padel. V letu 1997 je BS sprejela sklep o načinu opravljanja plačilnega prometa s tujino. Sklep BS iz februarja je določal, da mora pooblaščen banko vse prilive iz tujine, namenjene za naložbe v vrednostne papirje ali druge oblike portfeljskih naložb, knjižiti na skrbniške račune tuje osebe. To je povzročilo manjše trgovanje z vrednostnimi papirji. V istem letu je začel veljati Zakon o dohodnini, po katerem so kapitalski dobički od poslovanja z vrednostnimi papirji za fizične osebe obdavčljivi, če je bil vrednostni papir prodan prej kot v treh letih od nakupa. To je povzročilo znižanje interesa za poslovanje z vrednostnimi papirji s strani fizičnih oseb. V letu 1998 je promet na borzi znašal 173,4 milijarde tolarjev. To leto je zaznamovalo padanje domačih pasivnih obrestnih mer v bankah, kar je povzročilo povečanje dolgoročnega povpraševanja na račun kratkoročnega. Rast prometa je bila predvsem posledica aktivnega trgovanja domačih investorjev, prihoda prvih institucionalnih investorjev na trg in odprodaje državnega premoženja v družbi Petrol in Istrabenz. Tuji investitorji niso veliko kupovali in prodajali. Zmanjšanje aktivnosti tujcev je posledica tudi finančne krize v Aziji in Rusiji. V letu 1998 je bilo formalno zaključeno množično lastninjenje podjetij v družbeni lasti. Sledila so številna povezovanja in združevanja podjetij, kar močno vpliva na razvoj trga kapitala. Na promet v letu 1999 so vplivali tudi nekoliko slabši poslovni rezultati nekaterih večjih podjetij z delnicami, katerih se trguje na organiziranih trgih. Spomladi 1999 je bil sprejet predlog zakona o prvem pokojninskem skladu RS. Država je v javnost dala seznam podjetij, ki jih bo namenila za pokrivanje privatizacijske vrzeli. To je povzročilo povečanje prometa s PID-i. Vrednostni obseg prometa prikazan v tabeli 8 na vseh trgih Ljubljanske borze je v letu 2000 dosegel 269,6 milijarde SIT, kar je le za 1,5% več kot v letu 1999. Promet v letu 1999 glede na leto 1998 pa se je povečal za 53,2%. V letu 2000 je bilo kot v vseh letih poprej največ sklenjenih poslov v decembru, 53,1 milijarde SIT. To pa predstavlja 19,7% skupnega prometa. Decembra podjetja s pomočjo delnic po tradiciji »frizirajo« svoje bilance. Če primerjamo promet v letu 2000 glede na 1999 vidimo, da je stagniral, saj je bilo opravljenih komaj za 1,5% več poslov. V strukturi vrednostnega obsega prometa v letu 2000 so največji delež dosegle delnice, 53,9% oz. 77,2%, če se vključi še delež trgovanja z delnicami PID, sledijo delnice investicijskih družb z 20,9% in obveznice 20,9%. Delež prometa s kratkoročnimi vrednostnimi papirji je bil 1,2%, s pokojninskimi boni pa 0,7%.

Tabela 8: Obseg prometa z vrednostnimi papirji v milijardah tolarjev na Ljubljanski borzi d.d. v obdobju od leta 1994 do leta 2000

LETO	OBSEG PROMETA (V MRD SIT)						
	Delnice	PID	Obveznice	Pokoj.boni	Dolg.VP	Krat.VP	Skupaj
1994	53,4	0,0	33,0	0,0	86,4	26,5	112,8
1995	45,2	0,0	22,7	0,0	67,9	20,1	88,1
1996	67,1	0,0	13,2	0,0	80,3	6,7	87
1997	87,6	0,0	11,5	0,0	99,1	9,2	108,3
1998	133,8	10,0	22,1	0,0	165,9	7,5	173,4
1999	168,4	53,8	35,3	1,7	259,2	6,4	265,6
2000	145,3	62,8	56,4	1,9	266,4	3,2	269,6

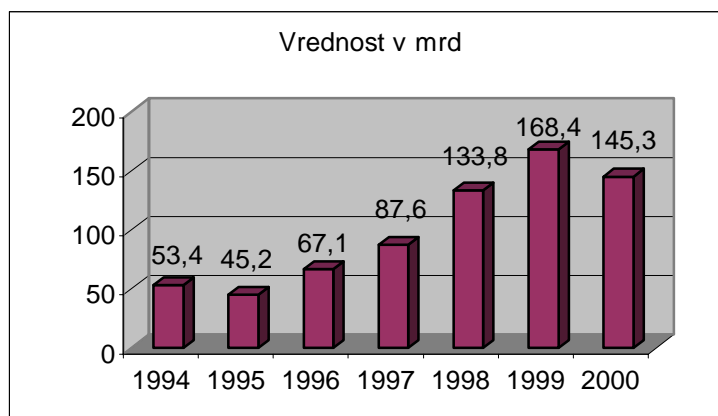
Vir: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, julij 2001, str.93.

Tabela 9: Struktura prometa z vrednostnimi papirji v odstotkih na Ljubljanski borzi d.d. v obdobju od leta 1994 do leta 2000

LETO	SESTAVA PROMETA (%)					
	Delnice	PID	Obveznice	Pokoj.boni	Krat.VP	Skupaj
1994	47,2	0,0	29,3	0,0	23,5	100,0
1995	51,4	0,0	25,8	0,0	22,8	100,0
1996	77,1	0,0	15,2	0,0	7,7	100,0
1997	80,9	0,0	10,6	0,0	8,5	100,0
1998	77,2	5,8	12,7	0,0	4,3	100,0
1999	63,4	20,3	13,3	0,6	2,4	100,0
2000	53,9	23,3	20,9	0,7	1,2	100,0

Vir: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, julij 2001, str. 94.

Slika 1: Vrednostni promet z delnicami na Ljubljanski borzi v (mrd) v obdobju 1994-2000



Vir: Tabela 8.



Iz grafa 1 vidimo, da se je vrednostni obseg z delnicami na organiziranem trgu povečeval do leta 1999, nato pa padel, čeprav se je velikost trga povečala.

#### 4.2.5 Likvidnost trga

Likvidnost je najpomembnejša lastnost trga vrednostnih papirjev. Ti se kvalitativno med seboj ločujejo prav po večji ali manjši stopnji likvidnosti in posledično stabilnosti ter učinkovitosti. Investitorjem omogoča, da prodajo svojo finančno naložbo, ko jih okoliščine za to motivirajo ali pa jih prisilijo. Če finančni trg ni likviden, potem je investitor prisiljen držati dolžniški instrument do zapadlosti, lastniški instrument pa do prisilne ali prostovoljne likvidacije podjetja.

Nelikvidnost trga kapitala je eden največjih problemov razvijajočih se trgov. Pogosto se za merjenje likvidnosti uporablja razmerje med vrednostnim obsegom transakcij na eni strani in tržno kapitalizacijo in spremembami cen na drugi. Večji ko je obseg trgovanja v primerjavi s tržno kapitalizacijo in večji ko je potreben obseg transakcij za spremembo cen, bolj je trg likviden.

Pomen sekundarnega trga v okviru narodnega gospodarstva nam kaže delež tržne kapitalizacije na zadnji dan leta v bruto domačem proizvodu istega leta. Ta delež je od leta 1994 naraščal in je konec leta 2000 dosegel vrednost 19,39%. Likvidnost trga pa mu ni sledila (glej tabelo 10).

Tabela 10: Tržnost delnic in obveznic na Ljubljanski borzi d.d. od leta 1994 do leta 2000

LETO	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Tržnost* delnic**	2,48	1,12	0,54	0,28	0,28	0,30	0,21
Tržnost obveznic	0,72	0,33	0,25	0,14	0,15	0,16	0,22

\*Pri tržnosti delnic niso upoštevane delnice PID.

\*\*Tržnost je izračunana kot količnik med letnim prometom z vrednostnimi papirji in njegovo tržno kapitalizacijo na zadnji dan obdobja.

Vir: Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije, julij 2001, str. 86.

Dejavniki, ki določajo likvidnost oz. nelikvidnost sekundarnega trga obveznic v Sloveniji (Požar, 2000, str. 19):

- velikost trga,

Velikost trga je določena z obsegom ponudbe in povpraševanja. Pomen velikosti trga se kaže v tem, da večji trgi ponujajo več možnosti tako naložbenikom kot izdajateljem obveznic. Prvi želijo, da bi finančna sredstva, ki so jih naložili v obveznice, lahko vedno sprostili, in da bi z razpoložljivimi finančnimi sredstvi lahko kupili nove obveznice. Želja drugih pa je, da bi se z njihovimi obveznicami čim več trgovalo. To je signal, da bodo obveznice takega izdajatelja naložbenikom pomenile manjše tveganje pri sedanjih in prihodnjih izdajah.

- raznolikost instrumentov, velikost posamezne izdaje in pogostost izdaj,

Trg obveznic je v Sloveniji slabše razvit kot trg delnic. Po ugotovitvah Ljubljanske borze je raznolikost instrumentov zadovoljiva, saj so na trgu državne, podjetniške obveznice in obveznice lokalnih skupnosti. Znotraj teh obveznic pa obstaja majhna raznolikost v vrstah obveznic. Poznane so predvsem kuponske obveznice s fiksno ali variabilno obrestno mero, pri čemer je glavnica lahko indeksirana ali neindeksirana. Na trgu so prisotne tudi obročne in amortizacijske obveznice. Večina obveznic ima zapadlost med petimi in desetimi leti. Na tujih trgih je različnost obveznic večja, ker jim to omogoča ekonomija obsega.

Bolj kot različnost instrumentov na likvidnost trga z obveznicami vpliva velikost posamezne izdaje obveznic. Večja izdaja zagotavlja večjo likvidnost, ker je število kupcev v obveznice praviloma večje pri večji izdaji. Najmanjša izdaja, ki bi še zagotavljala minimalno potrebno likvidnost, je okoli 350 milijonov evrov. Zaradi plitkosti trga kapitala v Sloveniji tako velika izdaja izpostavi izdajatelja visokemu tveganju refinanciranja. Ministrstvo za finance ocenjuje, da je glede na sedanjo velikost trga kapitala optimalna velikost posamezne izdaje med šestimi in desetimi milijardami tolarjev.

Na likvidnost obveznic vpliva tudi pogostost in stalnost izdaj. Da bi zagotovili večjo likvidnost obveznic RS na sekundarnem trgu, je Ministrstvo za finance za leto 2000 objavilo koledar izdaj le-teh, s katerim je vnaprej napovedalo datum in predviden obseg izdaj obveznic RS in s tem omogočilo potencialnim kupcem, da finančna sredstva, predvidena za tovrstne naložbe, načrtujejo vnaprej.

- diverzifikacija naložbenikov,

Izdajatelji iščejo čimširši krog investitorjev v nove obveznic. V Sloveniji so običajno izdajatelji država, banke, institucionalni investitorji in podjetja, naložbeniki pa banke, institucionalni investitorji, podjetja in fizične osebe. Pri nas se vloge med naložbeniki in izdajatelji lahko prekrivajo. Izjema je država in fizične osebe. Za majhne trge velja, da obstaja večja verjetnost, da se bodo interesi udeležencev trga kapitala križali v nasprotni smeri tako glede donosov kot ročnosti, posledično pa se to odraža tudi v likvidnosti obveznic. Potrebno je razširiti krog naložbenikov. Da bi razširili krog naložbenikov v obveznice RS, je Ministrstvo za finance v letu 2000 k dražbam obveznic RS na primarnem trgu povabilo širši krog udeležencev, poleg bank tudi zavarovalnice pozavarovalnice, sklade, podjetja in družbe za upravljanje. Tako postajajo imetnice obveznic RS tudi zavarovalnice in skladi in podjetja, delež fizičnih oseb pa je zelo skromen.

- preglednost izračunov,

Nepreglednost izračunov odvrča naložbenike od nakupa vrednostnih papirjev. Preglednost izračunov je pomembna tudi pri oblikovanju referenčne obrestne mere za določeno vrsto obveznic, saj je država posojilojemalka brez tveganja. Trenutni donosi državnih vrednostnih papirjev oblikujejo netvegano referenčno obrestno mero, ki je osnova za vse nadaljnje analize.

Nepreglednost izračunov obresti in donosov obveznic na slovenskem kapitalskem trgu je posledica naše preteklosti, ker je bilo zaradi visoke inflacije potrebno strukturirati instrumente tako, da je naložba ohranila realno vrednost. V bančni praksi so se ohranili izračuni obresti za posojila in vrednostne papirje. Gre za obrestno obrestni obračun obresti z znotrajletnim (mesečnim) pripisovanjem vrednosti. Tako izračunani donos je potrebno primerjati z donosi, ki jih prinašajo druge obveznice z drugačnim izračunavanjem obresti (konformni način). Ta primerjava oz. računanje donosov iz konformnega načina sta za mnoge udeležence trga kapitala v Sloveniji velika težava.

- stroški povezani s trgovanjem,

Junija leta 1999 je Ljubljanska borza sprejela sklep o znižanju provizij za trgovanje z obveznicami. Z uvedbo davka na dodano vrednost pa je prišlo tudi do odprave prometnega davka na promet z vrednostnimi papirji. Tudi odprava tega davka, ki je bil v preteklosti pomemben razlog za nizko likvidnost dolžniških vrednostnih papirjev, ni pomembneje vplivala na povečanje likvidnosti obveznic. Naslednje stroške predstavljajo stroške, ki jih moramo plačati borznim posrednikom. Ko te stroške seštejemo, pridemo do približno enega odstotka, ki ga moramo ob posamezni transakciji prištete znesku nakupa ali prodaje obveznic. Obstajajo še stroški, ki vplivajo predvsem na obseg povpraševanja. Gre za stroške, ki jih morajo plačati tuji portfeljski naložbeniki v obveznice. Ti zmanjšujejo obseg povpraševanja in s tem negativno vplivajo tudi na likvidnost trga vrednostnih papirjev. Nerezidenti morajo odpreti skrbniški račun pri pooblašeni banki. Naložbe v državne vrednostne papirje v smislu zakonskih možnosti in omejitev se v ničemer ne ločijo od naložb v druge vrednostne papirje.

- davčna politika in

Neenak položaj obveznic v primerjavi z bančnimi depoziti je v škodo obveznic, ker je razlika med nakupno in prodajno ceno obveznice obdavčena, če jo prodamo pred potekom roka treh let, bančne vloge pa so neobdavčene, čeprav gre v obeh primerih za podobno obliko naložbe.

- špekulativnost.

Dnevna ponudba obveznic in povpraševanje po njih na borzi sta majhna. Pri nekaterih obveznicah je cena nespremenjena že nekaj tednov, pri drugih obveznicah se cena spreminja in daje vtis, da se aktivno trguje z njimi. Posledica nelikvidnosti obveznic je, da se na trgu ne izoblikuje tista cena, ki pomeni iskani donos naložbenikov. To vodi do nerealnega enotnega tečaja obveznic, kar predstavlja osnovo špekulacij. Lahko se zgodi, da je tečaj vrednostnega papirja nerealno nizek ali visok in omogoči podcenjeno ali precenjeno vrednotenje premoženja bank, podjetij in drugih subjektov.

Prešibka likvidnost slovenskega trga je posledica premajhnega zaupanja domačih vlagateljev v naložbe na borzo, nepreglednosti poslovanja podjetij, davčne politike,... Eden od razlogov za slabšo likvidnost na borzi predstavlja tudi trgovanje s svežnji in trgovanje na sivem trgu, ki dosejata velik promet glede na letoletni borzni promet. V obeh primerih se posli odvijajo neposredno med kupci in prodajalci. To pomeni, da je delnice težje prodati, njihove cene pa še

bolj nihajo. Povečuje se torej tveganje, da bo moral imetnik delnico prodati po nižji ceni. Odprava omejitev za nakup vrednostnih papirjev za tujce na slovenskem trgu kapitala je zelo pozitivno tako za tuje vlagatelje kot za likvidnost. Ni za pričakovati, da bo odprava omejitev vsaj na začetku pripomogla k velikem vlaganju tujcev. Postopoma se bo povečal promet in s tem tudi tečaj ter tako izboljšala učinkovitost trga kapitala. Rešitev za boljšo likvidnost je tudi združevanje Ljubljanske borze s sebi podobnimi, saj bi se s tem razširilo povpraševanje. Likvidnost trga kapitala ostaja problem slovenskega trga, saj so glavni naložbeni dejavniki kakovost podjetij, preglednost njihovega poslovanja in likvidnost njihovih delnic.

#### 4.2.6 Davki

Zakon o dohodnini (ZDOH), Zakon o davku od dobička pravnih oseb (ZDDPO) in Zakon o davčnem postopku (ZDP) ter številni podzakonski akti predpisujejo obdavčenje dohodka pridobljenega z naložbami delnic, naložbami v dolžniške vrednostne papirje in drugimi oblikami varčevanj (npr. bančni depoziti, različne oblike življenjskih zavarovanj) tako za pravne kot fizične osebe.

Fizična oseba lahko pri naložbah v delnice pridobi dve vrsti dohodka. Prva so dividende, ki so obdavčene po ZDOH kot dohodek iz premoženja. Osnova za davek od dohodkov je vsak posamezni prejemek, povečan za plačano potrebno akontacijo po ZDDPO (25%), zmanjšan za 40%. Davčna stopnja znaša 25%, vendar pri obračunu dohodnine posamezna oseba plača davek po svoji individualni davčni stopnji, pri tem se upošteva že plačana akontacija. Druga oblika dohodka fizični osebi predstavlja kapitalski dobiček kot razlika med prodajno in nakupno ceno delnice. Dobiček dosežen s prvo prodajo delnic, pridobljenih v procesu lastninskega preoblikovanja podjetij, se ne všteva v osnovo za davek od dobička kapitala. Fizična oseba pa mora prodajo vseeno napovedati v napovedi za odmero dohodnine. V primeru druge in naslednjih prodaj, če so izvršene pred potekom treh let od dne, ko je bil vrednostni papir pridobljen, velja 30% davčna stopnja, tudi tu prihaja pri obračunu do plačila davka po individualni stopnji. V primeru negativne razlike med prodajno in nakupno ceno se v letu, ko se odmeri dohodnina, zmanjša pozitivna osnova za davek od dobička iz kapitala, vendar največ za toliko kot znaša pozitivna davčna osnova. Tudi dolžniški vrednostni papirji fizični osebi lahko prinesejo dve obliki dohodka, in sicer obresti in kapitalski dobiček. Obresti niso obdavčene, kapitalski dobiček pa po enakih načelih kot delnice. Sredstva, vložena v nakup vrednostnih papirjev izdajatelja RS, z vračilnim rokom daljšim od enega leta, lahko fizična oseba uporabi kot znižanje osnove za dohodnino (3% od davčne osnove). Prihodki doseženi z bančnimi depoziti (obresti) in življenjskimi zavarovanji (izplačila po zavarovalnih policah) niso obdavčeni. Vloženih sredstev ni mogoče uporabiti kot znižanje osnove za dohodnino.

Prav tako lahko pravne osebe z naložbami v delnice dosežejo dve vrsti dohodka. Prvi je realizirani kapitalski dobiček, ki po računovodskih standardih v celoti sestavlja prihodek iz financiranja. Kapitalski dobiček se vključuje v davčno osnovo pravnih oseb. Drugi dohodek so dividende, ki mu ZDDPO namenja posebno mesto zaradi dvojnega obdavčenja. V primeru, da je izplačevalec dividende obračunal in plačal davek od dobička 25%, se prejete

dividende ne vključijo v davčno osnovo pravne osebe. Ob izplačilu dividende pravni osebi ni potrebno plačati posebne akontacije (25%). Nerealizirane kapitalske izgube so prikazane kot popravek vrednosti. Naložbe v dolžniške vrednostne papirje pravni osebi prinašajo obresti in realizirani kapitalski dobiček pri prodaji le-teh. Oboje se vključuje v davčno osnovo pravne osebe. Nerealizirane kapitalske izgube se priznajo kot odhodek ob pogoju, da se pravna oseba ne šteje za povezano z izdajateljem. Obresti od bančnih depozitov se kot prihodek v celoti vključijo v davčno osnovo pravne osebe.

Naložbe v vrednostne papirje so za fizične osebe neprivlačne, postopek obdavčenja pa zelo zapleten. Fizične osebe morajo izračunavati dobiček dosežen s prodajo vrednostnih papirjev, oddati napoved za odmero davka od dobička od prodaje vrednostnih papirjev, shranjevati dokazila, s katerimi davčnim organom dokazujejo podatke, ki jih napovedo v napovedi za odmero davka. Od dobička, ki ga dosežejo s prodajo vrednostnih papirjev, morajo plačati 30% davka. Ugotovljena osnova za davek iz kapitala od prodaje vrednostnih papirjev pa jim ustrezno poveča tudi osnovo za dohodnino, saj je dobiček iz kapitala eden od virov dohodnine.

Davčna politika privilegira bančni sistem, saj obresti bančnih depozitov in izplačila življenjskih zavarovanj ne obdavčuje, naložbe v delnice in dolžniške vrednostne papirje pa. Davek na kapitalski dobiček iz trgovanja z delnicami je previsok in zavrača ekonomske subjekte od trga kapitala. Obdobje treh let, po katerem kapitalski dobički niso več obdavčeni, bi morali spustiti na eno leto, kar bi privabilo investitorje na trg kapitala. Področje vrednostnih papirjev je v Sloveniji obdavčeno kot na razvitih trgih kapitala. To je v času, ko si neposredna oblika financiranja zbiranja prihrankov šele utira pot v konkurenci s posredno obliko (bančni sistem), nenavadno (Veselinovič, 1994, str. 14).

Davčna politika na področju vrednostnih papirjev je nestrokovna in ima veliko tehničnih pomanjkljivosti. Poleg tega predstavlja davek strošek, na katerega trg kapitala neposredno ne more vplivati. Davčna zakonodaja ne sledi razvoju trga vrednostnih papirjev. Le jasni predpisi in preglednost celotnega davčnega sistema bodo pozitivno vplivali na trg kapitala. Če se želimo vključiti v mednarodni finančni prostor, bomo morali narediti na področju davčne politike vrednostnih papirjev še veliko.

#### 4.2.7 Cene vrednostnih papirjev

Borzni indeksi nam prikazujejo trend delovanja celotnega trga kapitala in hkrati nivo, na katerem so v določenem trenutku borzni tečaji. Povedo nam, kako so se na borzi v povprečju spreminjali tečaji vseh vrednostnih papirjev ali le določenih skupin.

Zanimanje za dogajanje na borzi izhaja iz dejstva, da cene posameznih vrednostnih papirjev pogosto nihajo v isto smer. Posamezni vrednostni papirji sicer izstopajo iz trenda, vendar se to praviloma dogaja redko. Tako so borzni trgi v razvitih državah ponavadi dokaj dobri pokazatelji gospodarske aktivnosti. V Sloveniji smo v primerjavi s svetom še v fazi razvoja borze, na

gibanje delniškega indeksa pa so v preteklosti vplivali tudi mnogi drugi, negospodarski dejavniki.

Ljubljanska borza je do 1. julija 2000 izračunavala tri različne indekse: indeks gibanja tečajev delnic uvrščenih v redno borzno kotacijo oz. slovenski borzni indeks SBI, borzni indeks obveznic BIO ter indeks delnic pooblaščenih investicijskih družb PIX. 1. junija 2000 pa se jim je pridružilo še osem novih indeksov gibanja cen (tečajev) delnic-šest panožnih (trgovina, hrana in pijača, farmacija, kemija, nafta in plin ter transport), indeks prostega trga (IPT) in netehtani indeks SBI20 (SBI20NT), v katerega so vključene iste delnice kot v SBI20. Indeks SBI se je preimenoval v SBI20.

Tabela 11: Gibanje borznega indeksa SBI in BIO ter variacijski razmik (D%) na Ljubljanski borzi d.d. v obdobju od leta 1994 do leta 2000

LETO	VREDNOST SBI KONEC LETA	D%	VREDNOST BIO KONEC LETA	D%
1994	1.396,8	-10,9	-	-
1995	1.448,8	3,7	111,7	11,1
1996	1.183,3	-18,3	107,9	-3,4
1997	1.404,7	18,7	107,3	-0,5
1998	1.705,8	21,4	108,2	0,8
1999	1.806,3	5,9	108,5	0,3
2000	1.807,9	0,1	109,0	0,5

Vir: Bilten Banke Slovenije, avgust 2001, str. 48.

Iz tabele 11 vidimo, da se je donosnost borznega indeksa po posameznih letih močno razlikovala. Velika nihanja indeksa so bila značilna predvsem za obdobje do druge polovice leta 1996. Od julija leta 1996 beležimo pozitivno in razmeroma stabilno donosnost. Indeks SBI konec leta 1999 znašal 1.806,3 točke in je bil nominalno za 5,9% višji kot leto prej. Konec leta 2000 je njegova vrednost znašala 1.807,9 točke, s čimer je za 0,1% presešel vrednost, ki jo je imel konec leta 1999.

Indeks BIO je indeks z izredno nizko stopnjo nihanja vrednosti. V primerjavi z vrednostjo 108,5 točk konec leta 1999 se je do konca leta 2000 povzpел na 109,0 točke in tako zabeležil 0,5% letno donosnost.

Razlogov za sedanjo stagnacijo tečajev na Ljubljanski borzi je več. V nadaljevanju jih bomo skušali opisati:

- Takšno stanje na borzi je napovedal že pred petimi leti prof. Dušan Mramor. Takrat je napovedal, da se bo potem, ko se bo zmanjšalo število majhnih, certifikacijskih delničarjev oz. koncentriralo lastništvo podjetij z borze ali prostega trga, začelo v večji meri trgovati z delnicami podjetij, ki se niso odločila za trgovanje na nobenem od omenjenih trgov. To poudarja prof. Mramor, je že eden od razlogov pa padanje tečajev.
- Davčna politika, ki bančnih vlog ne obdavčuje, kapitalski dobiček pa.

- Omahovanje pri privatizaciji Telekoma, obeh državnih bank in zavarovalnic.
- Majhnost trga.
- Nizka donosnost slovenskih podjetij.

Po mnenju prof. Mramorja, objavljenega v članku Misterij delnic na Slovenskem v sobotni prilogi Dela 12.maja 2001, dosegajo podjetja, ki kotirajo v borzni kotaciji, v povprečju 7,5% donosnost; tista, ki imajo delnice na prostem trgu, okoli 1 - odstotno ali celo nižjo, medtem ko je donosnost podjetij, ki svojih delnic niso uvrstila v nobeno kotacijo, tik nad ničlo. Pričakovana realna donosnost naših podjetij bi morala v povprečju na letni ravni znašati med 10 in 11%. Naša podjetja premalo pomena namenijo reinvestiranju kapitala.

- Priložnosti, ki jih ponuja trgovanje mimo borze oz. »sivi« trg vrednostnih papirjev.
- Trgovanje s svežnji.

Od leta 1997 Ljubljanska borza svojim članom omogoča poseben način sklepanja poslov z večjimi količinami vrednostnih papirjev oz. trgovanje s svežnji. Pri trgovanju s svežnji velja, da mora osnovna vrednost svežnja predstavljati najmanj 30 milijonov (število vrednostnih papirjev pomnoženih z zadnjim enotnim tečajem mora biti večje ali enako 30 milijonom SIT). Sedanja ureditev poslovanja pomeni le registracijo poslov v BTS. Za posle s svežnji ne veljajo tržne cenovne omejitve. Doseženi tečaji poslov s svežnji niso vključeni v izračun enotnega tečaja vrednostnega papirja in tudi ne v izračun indeksa SBI. Gibanje prometa s svežnji na Ljubljanski borzi vidimo v tabeli 12 V letu 2000 je bilo za 155.555 milijonov SIT prometa s svežnji, to je kar 57,69% skupnega lanskega prometa. Trgovanje s svežnji, preko katerega se slovenska podjetja v zadnjem obdobju združujejo ali prevzemajo, poznajo tudi v zahodnih državah. Pri nas postaja preveliko v primerjavi s trgovanjem na borzi.

Tabela 12: Promet s svežnji v mio na Ljubljanski borzi d..d. od leta 1998 do leta 2000

LETO	1998	1999	2000
Borzni trg	54.785	91.109	90.543
Delnice	42.285	65.097	55.490
Obveznice	12.500	26.012	35.052
Prosti trg	5.706	39.408	61.934
Delnice	4.692	15.089	22.663
Obveznice	1.015	1.835	9.367
Poobl. Inv.družbe	-	17.716	29.711
Pokojninski boni	-	-	194
Kratkoročni VP	4.428	4.769	3.078
SKUPAJ	64.919	130.517	155.555

Vir: www.ljse.si

- Po mnenju D. Mramorja je eden od razlogov za mirujoče stanje tudi to, da borza ni hotela uveljaviti sistema vzdrževanja trga<sup>19</sup>. Ta je na zahodnih borzah vzpostavljen tako, da ima vsaka delnica na borzi vzdrževalca ali dva, ki skrbita za njeno likvidnost. Ob presežni ponudbi jo kupuje, ob presežnem povpraševanju pa prodaja.
- Cene življenjskih potrebščin so se v letu 2000 dvignile za 8,9%. To je nekoliko več od predvidene inflacije ter je posledica naraščajočih cen nafte in preostalih surovin na mednarodnih trgih.

## 5. SKLEP

Namen diplomske naloge je bil prikazati razvoj trga denarja in kapitala v Sloveniji. V prvem poglavju je bil teoretično predstavljen finančni sistem. Na podlagi primerjav različnih tujih in domačih avtorjev so bile ugotovljene osnovne definicije in pomen posameznih sestavin finančnega sistema, in sicer finančnega trga (trga denarja in kapitala), finančnih instrumentov in finančnih institucij. Najpomembnejše lastnosti, ki opredeljujejo denarni trg in so skupne vsem definicijam, so kratkoročna narava trga, visoka likvidnost in relativno nizko tveganje za sodelujoče udeležence. V ZDA imajo razvito široko paleto instrumentov denarnega trga, in sicer zakladne menice, potrdila o vlogi, komercialni zapisi, bančni akcepti, evrodolarji in reodkupni sporazumi. Narava instrumentov na tem trgu predstavlja osnovo za delitev denarnega trga. Za vse instrumente je dobro razvit tudi sekundarni trg. Na trgu kapitala, kjer poteka trgovanje z dolgoročnimi finančnimi oblikami, se trguje z bolj tveganimi vrednostnimi papirji. Ti so v primerjavi z vrednostnimi papirji denarnega trga tudi bolj raznoliki, zato lahko po mnenju tujih avtorjev trg kapitala delimo na štiri segmente, in sicer trg kapitala s stalnim donosom, trg lastniških vrednostnih papirjev - delnic, trg opcij in terminski trg. Za slovenske razmere je najprimernejša delitev trga kapitala za ponazoritev razmer tega dela finančnega trga na primarni in sekundarni trg. Povezava med obema trgoma so finančne institucije, predvsem poslovne banke.

Na slovenskem denarnem trgu so prisotne štiri skupine udeležencev, in sicer Banka Slovenije, Ministrstvo za finance, poslovne banke in nebančni sektor. Najpomembnejša funkcija centralne banke pri vodenju denarne in tečajne politike je zagotavljanje likvidnosti bančnega sistema. Za celotno obdobje po osamosvojitvi je značilna restriktivna politika BS. Ta je zaznamovala tako razvoj finančnih instrumentov kot vloge posameznih udeležencev trga. Stalni pritiski BS na tolarско likvidnost in občasne izdaje visokodonosnih instrumentov so v velikem obsegu onemogočali »kreiranje domačega denarnega trga« in povzročili zaostreno konkurenco poslovnim bankam. BS je v letu 2000 racionalizirala svoj instrumentarij in bila pri vodenju denarne politike zelo transparentna. To leto je zaznamovalo zmanjšanje povpraševanja po aktivnih instrumentih BS in povečevanje povpraševanja po pasivnih. Umaknila je blagajniške zapise z nakupnim bonom in dvodelne blagajniške zapise.

---

<sup>19</sup> Vzdrževanje trga pomeni oblikovanje sekundarnega trga vrednostnih papirjev (Saunders, str. 52). Vzdrževalec trga lahko nastopa kot agent oz. borzni posrednik, dealer za vnaprej dogovorjeno provizijo, ki jo prejme od



Pasivna vloga države na denarnem trgu je bila značilna predvsem do leta 1998, ko je Ministrstvo za finance zaradi proračunskega primanjkljaja ponovno začelo izdajati zakladne menice in s tem dobilo pomembno nalogo pri razvoju denarnega trga. Cene zakladnih menic se v primarni izdaji oblikujejo tržno, kar predstavlja pozitiven korak na poti k temu, da bodo tri-, šest- in dvanajstmesečno standardno obrestno mero v prihodnosti lahko predstavljale obrestne mere zakladnih menic. Slabost pri tem je, da so avkcije menic le enkrat mesečno. Za normalno delovanje denarnega trga bi bilo potrebno dnevno ugotavljati donosnosti teh finančnih instrumentov. Pogoj za oblikovanje standardne obrestne mere zgoraj navedenih zapadlosti pa je tudi razvit sekundarni trg. Ta je pri nas slabo razvit in majhen.

Medbančni trg kot eden največjih in najpomembnejših delov slovenskega denarnega trga dobiva vse večji pomen, saj je za banke cenovno bolj ugodno upravljati s svojo likvidnostjo na medbančnem trgu kot preko instrumentov centralne banke. Za ta del denarnega trga je značilno, da podlaga za trgovanje med bankami niso kvalitetni kratkoročni vrednostni papirji. Na njem ni razvito trgovanje s kratkoročnimi finančnimi oblikami. Ker transakcije med poslovnimi bankami niso zavarovane, se le-te v razmerah negotovosti zatečejo k BS. Instrument zavarovanja poslov je le bianco menica, kar ne predstavlja zagotovljenega jamstva. Odnos med bankama je dogovoren. Gre za bilateralne kreditne odnose. Nebančni sektor je zelo navezan na bančni sistem. Banke mu ponujajo enostavne programe varčevanj in možnost kreditiranja. So lahko dostopne in najbolj varne v očeh nebančnega sektorja.

V Sloveniji je od finančnih trgov še najbolj nerazvit primarni trg dolgoročnih vrednostnih papirjev. Pravih podjetniških izdaj vrednostnih papirjev, katerih namen je pridobiti dodatna sredstva za širitev obsega poslovanja, in katerim je ta trg pravzaprav namenjen, praktično ni. Prevladujejo izdaje bančnih obveznic, kar otežuje možnosti za občutnejši razvoj. Prav tako v Sloveniji še ni zaživel underwriting – odkup celotne emisije vrednostnih papirjev z namenom nadaljnje prodaje, čeprav je to v razvitem svetu ena izmed glavnih funkcij investicijskega bančništva.

Razvoj sekundarnega trga je vprašljiv, če primarni trg ni zadosti razvit. Kljub temu se je organiziran trg v Sloveniji iz majhnega, slabo organiziranega ter pogosto špekulativno naravnanelega, razvil v trg, ki postopno dobiva podobo zahodnega tipa. S postopnim sprejemanjem zakonodaje in drugih predpisov s področja organiziranega trgovanja z vrednostnimi papirji se je občutno povečala urejenost in preglednost trgovanja ter varnost investitorjev. Največji problem slovenskega trga kapitala je likvidnost kot posledica premajhnega zaupanja vlagateljev v vrednostne papirje, nepreglednosti poslovanja podjetij in davčne politike. Tržna kapitalizacija organiziranega trga vrednostnih papirjev je predvsem posledica množičnega lastninjenja. Nizka stopnja zaupanja Slovencev v trg kapitala je posledica manipulacij donosov pri upravljanju vzajemnih skladov v preteklih letih. Davčna politika je neustrezna in nestrokovna. Ne sledi razvoju trga vrednostnih papirjev. Priviligira bančni sistem.

---

izdajatelja, ali kot principal, z oblikovanjem dolge ali kratke pozicije v vrednostne papirje.

Na področju izobraževanja o vrednostnih papirjih, trženja in davčne politike bomo v Sloveniji morali narediti še veliko.

Organizirani trg, nadzorna avtoriteta Agencije za trg vrednostnih papirjev, centralna evidenca dematerializiranih vrednostnih papirjev pri Klirinško depotni družbi, zahteve države po naložbah v njene vrednostne papirje, obsežna zakonodaja so omogočile, da se je organiziran trg kapitala v Sloveniji razvil v trg, ki začinja dobivati podobo zahodnega tipa trga kapitala, vendar se kljub nekaterim pomanjkljivostim bančnega sistema v Sloveniji ni uveljavil kot resna konkurenca bankam pri dolgoročnem financiranju. V prid denarnemu trgu (natančneje medbančnemu trgu) govori tudi podatek o letnem prometu dosežen na posameznem trgu. V letu 2000 je promet na medbančnem trgu znašal 1.448.3 milijarde tolarjev, promet na Ljubljanski borzi pa 269.6 milijarde SIT, od tega je promet s svežnji znašal 155.5 milijarde SIT.

## LITERATURA

1. BOBEK Dušan: Sodobna banka. Založba obzorja. Maribor, 1989. 179 str.
2. BODIE Zvie, Kane Alex, Marcus J. Alan: Investments. Četrta izdaja. Boston: Irwin/McGraw-Hill, 1999. 967 str.
3. BOHNEC Darko: Enomesečne zakladne menice in banke. Bančni vestnik, Ljubljana, 2001, 6, str. 1.
4. COOPER Kerry S., FRASER Donald R.: The Financial Market place. Fourth Edition. Reading: Addison-Wesley Publishing Company, 1993. 720 str.
5. DEPPE Hans-Dietrich: Geldmarkt und Geldmarktkonzepte. Kredit und Kapital, Berlin, 13(1980), 3, str. 289-231.
6. DEŽELAN Silva: Učinkovitost trga kapitala: teorija, empirične raziskave in primer Slovenije. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 104 str.
7. FERJANČIČ Cilka, ALBREHT Matjaž: Kratkoročni državni vrednostni papirji. Bančni vestnik, Ljubljana, 1998, 10, str. 7-12.
8. FESTIĆ Mejra: Monetarni problemi v majhni odprti tranzicijski ekonomiji. Bančni vestnik. Ljubljana, 2001, 4, str. 6-11.
9. JAŠOVIČ Božo: Gospodarske funkcije trga vrednostnih papirjev. Podjetje in delo. 1998, 6, str. 842.
10. JERNEJČIČ Marko: Medbančni denarni trg v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 1997, 5, str. 35-37.
11. JERNEJČIČ Marko: Tolarska likvidnost bank v letu 2000. Bančni vestnik, Ljubljana, 2001, 1-2, str. 33-36.
12. JURANČIČ Iztok: Posebnega slovenskega kapitalskega trga ne bo. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2000, 16, str. 20-21.
13. KALAN Uroš: Slovenski denarni trg: značilnosti, prihodnost ter oblikovanje obrestnih mer. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 89 str.
14. KLAPŠ Srečko: Kaj da država, kaj dobijo PID-i in kaj delničarji!? Kapital, Maribor, 9(1999), 208, str. 16-17.
15. KOMAR JADEK Dagmar: Zakon o deviznem poslovanju sprejet. Kapital, Maribor, 9(1999), 204, str. 30-31.
16. KOŠAK Marko: Denarni trg in njegov pomen za denarno politiko: splošne značilnosti ter posebnosti v Sloveniji. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 100 str.
17. MISHKIN, Frederic S., EAKINS Stanley G.: Financial markets and Institutions. 2nd ed. Reading Massachusetts: Addison – Wesley, 1997.
18. MORELA Jana: Obdavčitev kapitalskih dobičkov od prodaje vrednostnih papirjev in deležev v kapitalu. Bančni vestnik, Ljubljana, 1997, 5, str. 38-39.
19. MRAMOR Dušan: Uvod v poslovne finance. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1993. 381 str.
20. MRAMOR Dušan: Capital Market in Slovenia: Development, Status And Dilemmas. Ljubljana, 1996. 6 str.

21. MRAMOR Dušan: Dejavniki razvoja trga kapitala v Sloveniji. Gradiva k predavanjem finančno-borzne konference Ljubljanske borze d.d., Portorož, 1998, str. 1-6.
22. MRAMOR Dušan (uredil): Trg kapitala v Sloveniji (prikazi-analize-mnenja). Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
23. OSVALD Igor: »Novosti« zakona o deviznem poslovanju. Podjetnik, Ljubljana, 15(1999), 6, str. 90-91.
24. OSVALD Igor: Ste prejeli vse svoje delnice?. Podjetnik, Ljubljana, 15(1999), 6, str. 92.
25. PATEVS Stane: Banke izčrpavajo primarni trg kapitala. Finance, Ljubljana, 1994, 70, str. 20.
26. PATEVS Stane: Kapitalski trg upa na pokojninske prihranke. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2000, 16, str. 14-19.
27. PATEVS Stane: Borza brez stezosledcev. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2001, 26, str. 27-28.
28. PLUT Alenka: Medbančni denarni trg. Prikazi in analize, Ljubljana, VII/3 (1999), str. 13-40.
29. POŽAR Sergej: Likvidnost obveznic na sekundarnem trgu. Finance, Ljubljana, 2000, 46, str. 19.
30. PROHASKA Zdenko: Finančni trgi. 1. izdaja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta v Ljubljani, 1999. 205 str.
31. RIBNIKAR Ivan: Denarni sistem in denarna teorija. 1. del: Denarni sistem. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1994. 277 str.
32. SAJE Janez, JERNEJČIČ Marko: Razmere na domačem deviznem trgu v letu 2000. Bančni vestnik, Ljubljana, 2001, 1-2, str. 36-38.
33. SAUNDER Anthony: Financial Institutions Management, A Modern Perspective. Tretja izdaja. Boston: Irwin/Mc Graw-Hill, 2000. 742 str.
34. VESELINOVIČ Draško: Razvoj in segmentacija slovenskega trga vrednostnih papirjev. Kapital, Maribor, 4(1994), 88, str. 12-14.
35. VESELINOVIČ et al.: Borzni priročnik. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1995. 571 str.
36. VESELINOVIČ Nataša: Zakaj spremembe na večernem medbančnem denarnem trgu? Bančni vestnik, Ljubljana, 2001, 4, str. 33-35.
37. ŽNIDARŠIČ KRANJC Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji-(ne)uspeh za koga. Postojna: DEJ, 1999. 417 str.

## **VIRI**

1. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 8 (2000) 12, 95 str.
2. Internet Explorer. (URL: <http://www.ljse.si>), Ljubljanska borza, april 2001.
3. KLEMENC Tomaž: Cenovno občutljive informacije. Bilten Ljubljanske borze, Ljubljana, 1999, julij, 24 str.
4. KLEMENS Tomaž: Korektno obveščanje izdajateljcev vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje na borzi in možnosti ukrepanja borze v zvezi s tem. Gradiva k predavanjem, 15. finančno-borzna konferenca. Portorož: Ljubljanska borze, 1998.

5. Letno poročilo 2000. Ljubljana: Banka Slovenije, 2000, 93 str.
6. Poročevalec Državnega zbora Republike Slovenije: Poročilo Agencije za trg vrednostnih papirjev. Ljubljana: Državni zbor Republike Slovenije, julij 2001, 61, 115 str.
7. Zakon o deviznem poslovanju (Uradni list RS, št. 23/99).
8. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 6/94).
9. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99).
10. Zakon o Banki Slovenije (Uradni list RS, št. 1/91).