

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**UPRAVLJANJE Z DENARNIMI SREDSTVI IN KRATKOROČNIMI
FINANČNIMI NALOŽBAMI V PODJETJU**

Ljubljana, april 2006

TEJA LEBAN

IZJAVA

Študentka Teja Leban izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Marka Košaka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 15.4.2006

Podpis: _____

KAZALO VSEBINE

1. UVOD	1
2. DENARNI TRG	2
2.1. Instrumenti denarnega trga	2
2.2. Denarni trg v Sloveniji	4
2.2.1. Obrestne mere na slovenskem denarnem trgu	5
2.2.2. Značilnosti slovenskega denarnega trga	7
2.2.3. Analiza denarnega trga v Sloveniji leta 2004	8
2.3. Denarni trg v evroobmočju	9
2.4. Enotni evropski trg finančnih storitev	11
3. UPRAVLJANJE Z DENARNIMI SREDSTVI IN KRATKOROČNIMI FINANČNIMI NALOŽBAMI	13
3.1. Opredelitev denarnih sredstev	14
3.2. Elementi upravljanja z denarjem	15
3.3. Načrt denarnih tokov	17
3.3.1. Ukrepi v primeru denarnih primanjkljajev	19
3.3.2. Ukrepi v primeru denarnih presežkov	20
3.4. Modeli upravljanja z denarnimi sredstvi	20
3.5. Upravljanje s kratkoročnimi vrednostnimi papirji	24
4. KRATKOROČNE FINANČNE NALOŽBE	25
4.1. Bančne vloge	26
4.1.1. Prednosti bančnih vlog	28
4.1.2. Slabosti bančnih vlog	28
4.2. Blagajniški zapisi Banke Slovenije	28
4.2.1. Blagajniški zapisi v tujem denarju	29
4.2.2. Blagajniški zapisi v tolarjih	30
4.3. Blagajniški zapisi komercialnih bank	30
4.4. Zakladne menice RS	31
4.4.1. Enomesečne zakladne menice	33
4.4.2. Tri, šest in dvanajstmesečne zakladne menice	34
4.4.3. Sekundarni trg zakladnih menic Republike Slovenije	35
4.5. Komercialni zapisi	37
4.6. Reodkupni sporazum (REPO)	37
4.7. Evrovalutni denarni trg	39
4.8. Izvedeni finančni instrumenti	39
4.9. Skladi denarnega trga	40
5. SKLEP	42
LITERATURA	44
VIRI	47
PRILOGE	1

KAZALO TABEL

Tabela 1: Nekatere obrestne mere na slovenskem denarnem trgu septembra 2005.....	5
Tabela 2: Povprečje SITIBOR po posameznih mesecih leta 2005	6
Tabela 3: Gibanje obrestnih mer blagajniških zapisov Banke Slovenije in zakladnih menic v letu 2004	9
Tabela 4: Izkaz denarnih tokov podjetja XY za obdobje januar do junij.....	19
Tabela 5: Nominalne obrestne mere bančnih vlog leta 2003, 2004 in septembra 2005	26
Tabela 6: Potrdila o vlogi pri različnih bankah v Sloveniji.....	28
Tabela 7: Obrestne mere blagajniških zapisov Banke Slovenije v obdobju od leta 2002-2004 in septembra 2005	29
Tabela 8: Obrestne mere zakladnih menic v letih 2002 - 2004 ter septembra 2005	31
Tabela 9: Vrednost apoena, ročnost in potek avkcij zakladnih menic	32

KAZALO SLIK

Slika 1: Pregled obrestnih mer vpoglednih vlog, vezanih vlog za različna obdobja, 60 dnevni blagajniških zapisov in zakladnih menic v septembru 2005	5
Slika 2: Struktura trga v letu 2004	10
Slika 3: Obrat denarja.....	14
Slika 4: Proces porabe in nabave denarja.....	21
Slika 5: Miller-Orrov model.....	22
Slika 6: Stoneov model	23
Slika 7: Elektronski sistem Ljubljanske borze	33

1. UVOD

Glavni namen diplomskega dela je predstaviti kako naj podjetje ugotovi optimalno višino denarnih sredstev, katero mora, za zagotavljanje nemotenega procesa poslovanja, držati v podjetju in predstaviti različne oblike kratkoročnih finančnih naložb, kamor lahko plasira svoje denarne presežke.

Določanje optimalne ravni denarnih sredstev v podjetju je neločljivo povezano z naložbami v likvidne vrednostne papirje. Upravljanje z denarnimi sredstvi se ukvarja z iskanjem minimalne količine denarja, ki jo še lahko drži podjetje za opravljanje normalnih poslovnih aktivnosti, vendar mora hkrati zagotoviti dovolj denarja za nudenje prodaje na kredit, za ohranitev svoje kreditne bonitete in za nepričakovane denarne potrebe. Podjetje mora biti namreč vedno sposobno poravnati tekoče obveznosti. Za to potrebuje ravno pravšnjo količino denarnih sredstev, po drugi strani pa sta gotovina in denar na transakcijskem računu nedonosna naložba.

Podjetje se torej pri iskanju optimalne ravni denarnih sredstev, srečuje s transakcijskimi in oportunitetnimi stroški. Transakcijski stroški so stroški, povezani s prodajo likvidnih vrednostnih papirjev, ko ima podjetje premalo denarnih sredstev, oportunitetni stroški pa predstavljajo izgubljene donose, ker ima podjetje denar namesto likvidnih vrednostnih papirjev.

Podjetja praviloma svoječasne denarne presežke nalagajo tako, da ohranijo čim večjo likvidnost ob hkratni čim večji varnosti, da bo glavnica naložbe ostala nespremenjena. Hkratni pogoj izpolnjujejo predvsem nekatere kratkoročne finančne naložbe s katerimi se trguje na denarnem trgu. V Sloveniji ni takega denarnega trga kot ga poznajo v nekaterih razvitih tržnih gospodarstvih. Problem slovenskega denarnega trga je majhnost in posledično omejeno število udeležencev na trgu. Temu ustrezna je tudi likvidnost trga. Negativen vpliv na želeni razvoj denarnega trga imajo še finančna nedisciplina, miselnost in navade ljudi. Kljub temu so se posamezni segmenti denarnega trga zelo dobro razvili. Med posameznimi segmenti je največjo stopnjo razvoja dosegel trg depozitov, med kratkoročnimi vrednostnimi papirji pa prevladuje trgovanje z zakladnimi menicami. Seveda se z uvedbo evra pričakuje, da bo ta trg postal bolj zanimiv tako za investitorje kot za izdajatelje.

Diplomsko delo je razdeljeno na več delov. Na začetku je predstavljen denarni trg, in sicer je najprej podana splošna predstavitev denarnega trga, nato je opisan trg denarja v Sloveniji, trg denarja v evroobmočju in enoten finančni trg. V drugem delu diplomskega dela obravnavam upravljanje z denarnimi sredstvi in kratkoročnimi finančnimi naložbami v podjetju. Tretji del diplomske naloge je namenjen opisu kratkoročnih finančnih naložb, in sicer raznih depozitov pri bankah, zakladnih menic RS, blagajniških zapisov Banke Slovenije, komercialnih zapisov, reodkupnih sporazumov, evrovalutnega denarnega trga, izvedenih finančnih instrumentov ter skladov denarnega trga. Pri vsakem instrumentu je omenjena tudi njegova prisotnost v Sloveniji.

2. DENARNI TRG

Denarni trg (angleško money market) je del finančnega trga, katerega tvorijo institucije, instrumenti in vsi posli, kjer gre za začasno prenašanje prihrankov ali premoženja na kratek rok (Ribnikar, 1999, str. 79). Na denarnem trgu se trguje s kratkoročnimi finančnimi oblikami z dospelostjo do enega leta, na katerem se srečujeta ponudba in povpraševanje po likvidnih sredstvih. Na tem trgu nastopajo le kakovostni izdajatelji, poudarek je na primarnem trgu, značilne so nižje donosnosti kot na trgu kapitala, vendar so instrumenti bolj likvidni.

Denarni trgi so pomembni iz dveh razlogov (Mramor, 1993, str. 73):

- zagotavljajo glavni vir denarnih sredstev, ki omogoča udeležencem denarnega trga ohranjati likvidnost (plačilno sposobnost) in
- omogočajo centralni banki, da lahko z nadzorom nad denarnimi instrumenti vodi učinkovito denarno politiko, saj se največ njenih instrumentov veže na trgovanje na denarnem trgu, posegi na tem trgu pa so običajno najpomembnejši element urejanja količine denarja v obtoku.

Učinkovitost in vsebinsko najpomembnejša lastnost denarnega trga je v dejstvu, da omogoča prenos velikih vsot denarja od enega subjekta k drugemu v relativno kratkem času in z relativno nizkimi stroški prenosa. Denarni trg nima posebne lokacije, ampak gre za različne računalniške in telekomunikacijske sisteme, kar omogoča globalizacijo trgovanja s posameznimi finančnimi oblikami (Prohaska, 1999, str. 17-18).

Nastanek denarnega trga je posledica dejstva, da prejemki subjektov ne sovpadajo z izdatki, zaradi česar morajo del sredstev držati v likvidni obliki, kar povzroča oportunitetne stroške. Da bi se tem čim bolj izognili, začasno nepotrebna likvidna sredstva vlagajo v varne naložbe, ki se jih lahko hitro spremeni nazaj v likvidno obliko. Te naložbe predstavljajo instrumente denarnega trga. Na drugi strani pa nekdo ta sredstva potrebuje in je zato pripravljen plačati določeno ceno. Cene, ki se izražajo skozi obresti, se tako oblikujejo v odvisnosti od ponudbe in povpraševanja po likvidnih sredstvih.

2.1. Instrumenti denarnega trga

Za razvoj določenih oblik instrumentov je treba imeti učinkovit trg kapitala in trg denarja. Učinkovitost se meri predvsem z naslednjimi kazalniki (Veselinovič, 2003, str. 263-273):

- Širina trga: izraža se s številom tržnih udeležencev (domačih in tujih) ter številom različnih instrumentov, ki so na voljo oziroma se uporabljajo na finančnem trgu.
- Globina trga: izraža se s tako imenovano tržno kapitalizacijo, vrednostjo prometa in številom transakcij ter še z drugimi merili likvidnosti, kot npr. razmerje med

celotnim prometom in tržno kapitalizacijo trga, merilo ali je mogoče v vsakem trenutku prodati in/ali kupiti določen instrument po tržni ceni ipd.

- Ustrezni organizacijski, regulativni in infrastrukturni pogoji, ki omogočajo transparentnost, zanesljivost in varnost poslovanja.
- Pripravljenost trga, da sprejme nove instrumente.

Najpomembnejša lastnost instrumentov denarnega trga je njihova prenosljivost ter s tem možnost trgovanja z njimi. Med instrumente uvrščamo vsa kratkoročna posojila in kratkoročne vrednostne papirje države, poslovnih bank, prvovrstnih podjetij in drugih finančnih in nefinančnih institucij. S kratkoročnimi vrednostnimi papirji se trguje na sekundarnem trgu, kratkoročna posojila pa so pogodbeno dogovorjena in se praviloma ne prodajajo na sekundarnem trgu. Skupne značilnosti vseh teh instrumentov pa so kratkoročnost, nizko tveganje, nižja donosnost v primerjavi s trgom kapitala, vendar visoka likvidnost.

Uvajanje denarnih instrumentov denarnega trgovanja zahteva posebno pozornost, zaradi temeljnih finančnih načel, kot so varnost, donosnost in likvidnost. Mnogi izdajatelji si skušajo zagotoviti predvsem poceni sredstva, pri tem pa ne poskrbijo za likvidnost. Posledica tega je, da za večino kratkoročnih vrednostnih papirjev pri nas ni sekundarnega trga. Kljub omejenim možnostim pa smo priča postopnemu uvajanju določenih finančnih instrumentov in načinov poslovanja, ki so na razvitih trgih običajni (Prohaska, 1999. str. 27-28).

V različnih državah so razvili različne instrumente denarnega trga. Na enem izmed najbolj razvitih denarnih trgov (ZDA) poznajo naslednje instrumente denarnega trga (Prohaska, 1999, str. 19-24):

- zakladne menice – kratkoročni državni vrednostni papirji,
- blagajniške in komercialne zapise – kratkoročni dolžniški vrednostni papirji velikih bank in podjetij z dobro boniteto,
- potrdila o vlogi ali CD – dolžniški instrument o deponiranju sredstev z vnaprej določenimi obrestmi za neko določeno obdobje,
- bančne akcepte – kratkoročni instrument, ki se jih uporablja pri financiranju mednarodnih poslov,
- reodkupne sporazume (REPO posli) – prodaja vrednostnih papirjev z obvezo povratnega nakupa teh vrednostnih papirjev po naprej dogovorjeni ceni,
- medbančni denarni trg – kjer si banke med seboj posojajo finančna sredstva (večinoma v obliki posojil čez noč),
- evrodepozite – denominirani v nedomicilni valuti države, kjer jih plasiramo. Prednost so ugodnejše obrestne mere, kot bi jih dobili za posamezno valuto v domicilni državi.

Poleg naštetih instrumentov se pojavlja vse več izvedenih finančnih instrumentov¹, ki se uporabljajo za zavarovanje pred finančnimi tveganji; to so futures ali standardizirane terminske pogodbe, zamenjave (SWAP) - valutna zamenjava, obrestno zamenjava ter opcije.

2.2. Denarni trg v Sloveniji

Za trg denarja v Sloveniji lahko rečemo, da se deli na tri podtrge, in sicer (Mramor, 2000, str. 24-25):

- centralnobančni trg: na njem Banka Slovenije izvaja posojilne operacije in intervencije. Najpomembnejša funkcija Banke Slovenije pri izvajanju denarne in tečajne politike je zagotavljanje likvidnosti bančnega sistema.
- medbančni trg: na njem sodelujejo predvsem poslovne banke na podlagi likvidnostnih posojil in depozitov.
- trg kratkoročnih vrednostnih papirjev: na njem sodelujejo gospodinjstva, podjetja, država, finančne institucije.

Glavne institucije slovenskega denarnega trga so poslovne banke, ki lahko predstavljajo medbančni trg, Ministrstvo za finance RS, ki predstavlja trg kratkoročnih vrednostnih papirjev in Banka Slovenije, ki predstavlja centralnobančni trg.

Ministrstvo za finance RS

Na denarnem trgu sodeluje predvsem zaradi uravnavanja kratkoročne likvidnosti proračuna. Leta 1998 pa so se odločili, da bodo z rednimi izdajami zakladnih menic pripomogli tudi k razvoju denarnega trga, predvsem zaradi možnosti oblikovanja standardne obrestne mere, ki bi odražala razmere na slovenskem denarnem trgu in bi tako predstavljala merilo za določanje ostalih kratkoročnih obrestnih mer (Dolenc, Grum, 2001, str. 110-111). Poleg zakladnih menic Ministrstvo za finance na denarnem trgu nastopa tudi z deponiranjem prostih denarnih sredstev in likvidnostnim zadolževanjem pri poslovnih bankah.

Banka Slovenije

Banka Slovenije je centralna banka Slovenije. Kot institucija vodenja denarne politike na denarnem trgu naj bi zagotavljala primarno informacijo o dogajanju na slovenskem denarnem trgu. Instrumente, s katerimi posega na denarni trg, lahko razdelimo v tri skupine, in sicer instrumente denarne politike, s katerimi uravnava količino denarja v obtoku, instrumente tečajne politike, s katerimi vpliva na devizni tečaj in instrumente obrestne politike.

Medbančni trg

Na medbančnem denarnem trgu potekajo izravnave likvidnosti in refinanciranje med bankami. Po obsegu prometa je eden največjih in najpomembnejših segmentov denarnega

¹ Izvedeni finančni instrumenti so instrumenti, katerih vrednost izhaja iz vrednosti osnovnega instrumenta. Mednje spadajo terminske pogodbe, opcije, valutne in obrestne zamenjave, idr.,

trga. Na medbančnem trgu se posluje v glavnem z depoziti različnih ročnosti, vendar v okviru enega leta. Problem slovenskega medbančnega trga je v tem, da je še vedno povečini dogovorni trg. Podlaga trgovanju niso kakovostni kratkoročni vrednostni papirji in začasne prodaje vrednostnih papirjev, temveč biletaralni kreditni odnosi (Prohaska, 1999, str. 38). Bilateralni depoziti so precej manj likvidni in fleksibilni kot začasna prodaja vrednostnih papirjev. Situacija se je izboljšala z organizacijo sekundarnega trga zakladnih menic, vendar še vedno prevladujejo depoziti. Obrestne mere se oblikujejo prosto, vendar sta zgornja in spodnja meja obrestnih mer določeni s strani Banke Slovenije in se giblje med obrestno mero likvidnostnega posojila za izhod v sili in obrestno mero za depozit čez noč (SIONIA). Centralna banka dnevno zbira podatke o danih in prejetih depozitih ter obrestnih merah. Na osnovi teh podatkov izračunava ponderirano povprečno obrestno mero medbančnega trga SITIBOR in te podatke dnevno objavlja.

2.2.1. Obrestne mere na slovenskem denarnem trgu

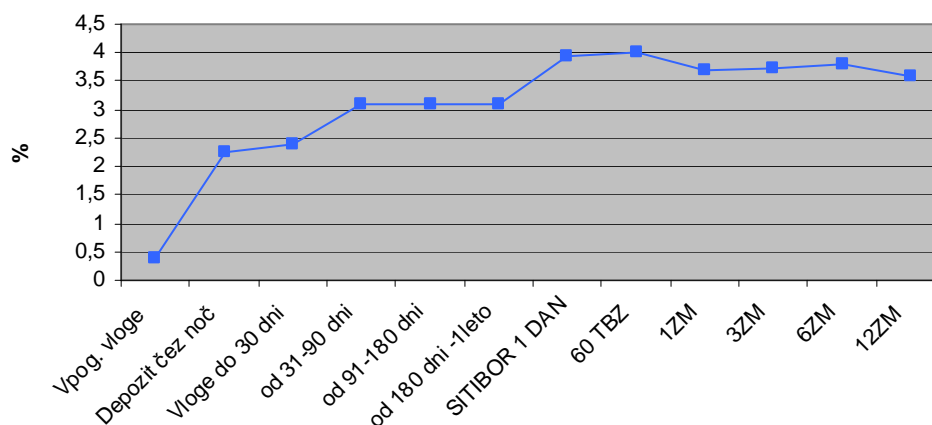
Tabela 1 in Slika 1 prikazujeta nekatere pomembnejše obrestne mere na slovenskem denarnem trgu v mesecu septembru 2005. Najvišjo obrestno mero so imeli 60-dnevni blagajniški zapisi s 4,0 % obrestno mero.

Tabela 1: Nekateri obrestne mere na slovenskem denarnem trgu septembra 2005

Vpog. vloge	Depozit čez noč	Vloge do 30 dni	od 31-90 dni	od 91-180 dni	od 180 dni - 1leto	SITIBOR 1 DAN	60 TBZ	1ZM	3ZM	6ZM	12ZM
0,40	2,25	2,40	3,10	3,10	3,10	3,95	4,00	3,70	3,71	3,80	3,60

Vir: Finančni trgi, 2005.

Slika 1: Pregled obrestnih mer vpoglednih vlog, vezanih vlog za različna obdobja, 60 dnevni blagajniški zapisi in zakladnih menic v septembru 2005



Vir: Finančni trgi, 2005.

Z oktobrom 2002 je Banka Slovenije pričela z javnim izračunavanjem in objavljanjem medbančne obrestne mere za depozite čez noč. Gre za povprečno ponderirano obrestno mero sklenjenih poslov t.i. SIONIA (Slovene OverNight Average). Izračunava se na osnovi poročanja bank, upošteva pa depozite vseh bank z ročnostjo enega delovnega dne. Omenjena

obrestna mera je za Banko Slovenije pomembna predvsem zaradi dveh razlogov. Obrestna mera čez noč je najkrajša obrestna mera denarnega trga, ki določa začetni nivo krivulje donosnosti ter prek pričakovanj vpliva na donosnost daljših ročnosti. Poleg tega je to tista obrestna mera, na katero ima centralna banka prek uravnavanja likvidnosti bančnega sistema največji vpliv.

Na vseh razvitih denarnih trgih obstaja tudi institut referenčne obrestne mere. To je netvegana obrestna mera za naložbe določene ročnosti. Po tej obrestni meri si denar lahko sposojajo samo subjekti z najboljšo boniteto. Glede na boniteto posameznega kreditorejmalca je določena individualna obrestna mera kot pribitek nad referenčno obrestno mero. Večji pribitek kaže na višje tveganje kreditorejmalca.

Z julijem 2003 so banke začele objavljati dvosmerne kotacije, kar poznamo pod imenom SITIBOR za dane in SITIBID oziroma prej SMOM (objavljal se je od 3. 1. 2002 do 14. 7. 2003) za prejete vezane depozite. Oblikovane so naslednje ročnosti: čez noč, 1 teden, 2 tedna, 1, 2, 3, 6, 9 in 12 mesecev. SITIBOR (slovenska medbančna obrestna mera) so obrestne mere za dane vezane depozite v tolarjih, ki se oblikujejo na domačem medbančnem denarnem trgu. Osnovo za izračun predstavljajo zavezujoče kotacije medbančnih obrestnih mer osmih največjih slovenskih bank po kriteriju bilančne vsote. SITIBOR izračunava in objavlja Združenje bank Slovenije. SITIBID so obrestne mere za najeta likvidnostna posojila in najete vezane depozite v tolarjih, ki se oblikujejo na domačem medbančnem denarnem trgu.

Tabela 2: Povprečje SITIBOR po posameznih mesecih leta 2005

Mesec	1 dan	1 teden	2 tedna	1 mesec	2 meseca	3 meseci	6 mesecev	9 mesecev	12 mesecev
jan.	3,96	3,99	4,01	4,03	4,05	4,05	4,04	4,00	4,00
feb.	4,03	4,04	4,06	4,05	4,05	4,05	4,05	4,00	4,00
mar.	3,99	4,02	4,03	4,05	4,05	4,05	4,05	4,00	4,00
apr.	3,99	4,04	4,04	4,05	4,05	4,05	4,05	4,00	4,00
maj	3,91	3,96	3,99	4,05	4,05	4,05	4,05	4,00	4,00
jun.	3,93	3,97	4,00	4,05	4,04	4,05	4,05	4,00	4,00
jul.	3,95	3,97	4,00	4,04	4,04	4,04	4,01	3,95	3,94
avg.	3,98	4,00	4,02	4,04	4,04	4,02	3,97	3,92	3,91
sept.	3,95	3,98	4,00	4,05	4,05	4,03	3,98	3,92	3,91
okt.	3,93	3,98	3,99	4,05	4,05	4,01	3,96	3,90	3,88
nov.	3,90	3,96	3,98	4,03	4,04	4,01	3,95	3,86	3,80
dec.	3,94	3,96	3,98	4,01	4,03	4,00	3,95	3,85	3,80

Vir: Arhiv slovenskih medbančnih obrestnih mer, 2006.

2.2.2. Značilnosti slovenskega denarnega trga

Slovenski denarni trg spada med tako imenovane razvijajoče se trge. Problemi, s katerimi se srečujemo na takšnih trgih, so predvsem naslednji (Veselinovič, 2003a, str. 10-13):

- Nestanovitnost: nestanovitni so lahko tudi razviti trgi, vendar so ti trgi likvidni, medtem ko je problem razvijajočih se trgov ta, da so nestanovitni tudi zato, ker so nelikvidni. Nestanovitnost trgov seveda prinaša nezaupanje v ljudi.
- Nelikvidnost: razvijajoči trgi so ponavadi majhni trgi. Majhni trgi pomenijo malo investitorjev, kar pomeni veliko koncentracijo in nizek promet. Ta problem se deloma lahko odpravi z vzdrževalci trga².
- Beg podjetij in kapitala na tuje: išče se bolj likvidne in bolj razvite trge in tako prihaja do izvoza kapitala ali celo odhoda podjetij v tujino.
- Nestabilni makroekonomski pogoji: pojavljajo se lahko določeni ekonomski ali politični šoki.
- Računovodski in revizijski standardi: v državah, ki so pozno uredile to področje ni tolikšnega zaupanja (npr. ali je revizija vredna zaupanja).
- Neučinkovit pravni sistem: obstaja korupcija, ni etike, morale.
- Problem integracije v mednarodno okolje.

Na našem denarnem trgu zaenkrat v glavnem nastopajo centralna banka in poslovne banke. Ker je slovenski finančni prostor majhen, so tudi možnosti razvoja številnejših finančnih oblik manjše. Oblikovanje sekundarnih trgov in s tem povezana likvidnost instrumentov sta odvisna od obsega trgovanja. Slovenski finančni trg je po merilih globine in širine plitek in ozek. Večjo globino in širino lahko doseže z integracijo, npr. s kakšnim drugim trgom, ali pa se mora ustrezno odpreti. Večje poenotenje in integracija finančnih trgov je omogočena tudi z vstopom Slovenije v Evropsko Unijo. S kasnejšo priključitvijo še k Evropski monetarni uniji se bo medbančni trg integriral z evropskim. Uvedba evra bo pripomogla k temu, da bo trg dolžniških vrednostnih papirjev postal bolj zanimiv tako za investitorje kot tudi za izdajatelje teh vrednostnih papirjev. Trgovanje prek meja postaja vedno bolj pomembno, saj želijo investitorji, tako zaradi večjih naložbenih možnosti kot zaradi večje varnosti, čim večjo diverzifikacijo svojih portfeljev.

Zaradi zgoraj navedenih problemov večina instrumentov, omenjenih v poglavju 2.1., na slovenskem denarnem trgu ni prisotna. Po obsegu je največji trg bančnih depozitov, precej je razvit tudi trg valutnih zamenjav. Trgovanje z valutnimi zamenjavami poteka pretežno med domačimi bankami in nerezidenti. Prevladujejo posli krajših ročnosti, saj promet z ročnostjo do enega meseca predstavlja kar 87,7 % celotnega prometa. Na trgu kratkoročnih vrednostnih papirjev so zelo razširjene zakladne menice, medtem ko so blagajniški zapisi slabo likvidni. Slabo so razviti tudi drugi kratkoročni vrednostni papirji, kot npr. trg potrdil o vlogah in komercialnih zapisov. Posamezni posli so redki in se sklepajo na osnovi bilateralnih dogovorov, trgovanje s temi papirji pa ni organizirano.

² Slovenija je uvedla vzdrževalce na trgu zakladnih menic, s 1. septembrom 2005 pa tudi za državne obveznice.

2.2.3. Analiza denarnega trg v Sloveniji leta 2004

Povprečni mesečni promet na denarnem trgu leta 2004 je znašal okoli 351 mrd SIT. Pri tem ima največji delež medbančni denarni trg s 69 %, trg valutnih zamenjav predstavlja 4 %, trg depozitov in kreditov Ministrstva za finance 21 % in trg zakladnih menic 6 %.

Z zniževanjem inflacije se je v letu 2004 nadaljevalo tudi zniževanje posojilnih in depozitnih nominalnih obrestnih mer bank. Obrestne mere za vezane vloge so znašale ob koncu leta okoli 3,1 %. Po šestih letih nespremenjenega obrestovanja vpoglednih vlog so banke postopoma znižale tudi te obrestne mere, od 1 % decembra 2003 na 0,5 % ob koncu leta 2004. Obrestne mere za kratkoročne vezane vloge z devizno klavzulo so se znižale med 0,1 in 0,3 odstotne točke. Donosnost bančnih vlog v tujem denarju se je, kljub manjšemu padcu obrestnih mer, zaradi stabilizacije tečaja tolarja do evra po vstopu Slovenije v tečajni mehanizem ERM II znižala bolj kakor donosnost bančnih vlog pri domačem denarju. S postopnim zniževanjem domačih obrestnih mer se je zniževala tudi razlika med domačimi in tujimi obrestnimi merami.

Na avkcijah zakladnih menic je v letu 2004 stalno prevladovalo presežno povpraševanje. To je omogočalo cenejše kratkoročno zadolževanje države. Povprečna izlicitirana obrestna mera na avkcijah enomesečnih zakladnih menic se je v letu 2004 najprej do februarja dvigovala, potem se je s 5,4 % povprečne ravni v tem mesecu spustila na 3,6 % ob koncu leta. V primerjavi s koncem leta 2003 je bila nižja za 1,5 odstotne točke. Podoben trend je bil prisoten tudi na avkcijah trimesečnih, šestmesečnih in dvanajstmesečnih zakladnih menic. Vse realizirane obrestne mere so se oblikovale na ravni okoli 3,6 %, in sicer 3,55 % za trimesečne in šestmesečne zakladne menice ter 3,60 % in 3,61 % za dvanajstmesečne in enomesečne zakladne menice (Letno poročilo Banke Slovenije, 2005, str. 31-34). Po podatkih Banke Slovenije je bilo v letu 2003 na sekundarnem trgu zakladnih menic sklenjenih za 235 mrd SIT poslov, v letu 2004 za 280 mrd SIT, v prvih devetih mesecih 2005 pa za 160 mrd SIT.

Obrestne mere blagajniških zapisov v evrih so bile v drugi polovici leta 2004 stabilne, povišale so se le obrestne mere 120-dnevnih evrskih blagajniških zapisov. Decembra 2004 so se dvignile tudi obrestne mere 60- in 90-dnevnih evrskih blagajniških zapisov. Obrestne mere dolarskih blagajniških zapisov so bile bolj spremenljive in so se dvigovala vso drugo polovico leta 2004. Obrestne mere evrskih blagajniških zapisov so bile decembra 2004 na ravni 2,1 %, dolarskih blagajniških zapisov pa na ravni 2,4 %. Julija 2004 je Banka Slovenije uvedla nov instrument, dolgoročni depozit. Obrestuje se po spremenljivi obrestni meri, vezani na 60-dnevni tolarški blagajniški zapis Banke Slovenije, ki ji je dodan pribitek v višini 0,2 odstotne točke. Dolgoročni depozit naj bi nadomeščal 270-dnevni tolarški blagajniški zapis, katerega ponudba je bila novembra 2004 zamrznjena.

Tabela 3: Gibanje obrestnih mer blagajniških zapisov Banke Slovenije in zakladnih menic v letu 2004

Leto	Zakladne menice				Tolarski BZ		BZ v evrih			BZ V USD		
	1ZM	3ZM	6ZM	12ZM	60BZ	270BZ	60BZ	90BZ	120BZ	60BZ	90BZ	120BZ
2004												
jan.	5,35	5,03	5,12	5,20	5,81	6,06	1,93	1,94	1,95	0,95	0,97	1,00
feb.	5,43	5,39	5,28	5,20	5,54	5,33	1,88	1,89	1,90	0,93	0,95	0,95
mar.	5,27	5,10	5,28	4,87	5,39	5,53	1,88	1,89	1,90	0,93	0,95	0,95
apr.	4,71	4,40	4,30	4,87	4,77	5,02	1,98	1,98	1,98	1,05	1,08	1,09
maj.	5,30	4,10	4,30	3,99	4,55	4,80	2,00	2,01	2,03	1,11	1,22	1,31
jun.	4,20	3,87	3,83	3,70	4,16	4,41	2,02	2,05	2,08	1,33	1,49	1,61
jul.	3,83	3,82	3,83	3,70	4,00	4,23	2,02	2,04	2,06	1,48	1,59	1,68
avg.	3,66	3,73	3,67	3,70	4,00	4,20	2,02	2,04	2,06	1,60	1,66	1,72
sept.	3,73	3,68	3,67	3,70	4,00	4,20	2,02	2,04	2,08	1,81	1,87	1,92
okt.	3,64	3,63	3,71	3,70	4,00	4,20	2,02	2,04	2,08	1,93	2,03	2,05
nov.	3,58	3,68	3,71	3,60	4,00	4,20	2,09	2,10	2,11	2,24	2,31	2,37
dec.	3,56	3,55	3,55	3,60	4,00	4,20	2,09	2,10	2,11	2,37	2,43	2,49

Vir: Finančni trgi, 2005; Bilten Banke Slovenije, 2005, str. 52; Mesečna informacija o dogajanju na denarnem trgu, 2005.

Promet repo poslov je bil v letu 2004 zelo nizek, kljub temu pa je obrestna mera repoja ostajala na ravni 4,1 %. Promet z repo posli je v septembru 2004 močno padel (z avgustovskih 438 mio EUR na septembrskih 40 mio EUR) in se v naslednjih mesecih ohranil na nižji ravni.

2.3. Denarni trg v evroobmočju

Denarni trg v evroobmočju postaja vedno bolj integriran, poleg tega pa se je v zadnjih letih močno razvilo elektronsko trgovanje, ki zagotavlja večjo preglednost informacij. Integracijo je pospešil tudi razvoj infrastrukture plačilnega prometa, predvsem vzpostavitev sistema TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer), ki je omogočil enostavno izvrševanje plačilnega prometa prek meja. Sistem namreč povezuje sistem bruto poravnave v realnem času posameznih nacionalnih centralnih bank s plačilnim mehanizmom Evropske centralne banke.

Denarni trg v evroobmočju je v letih 2003 in 2004 beležil najnižje vrednosti obrestnih mer v zadnjih petih letih. Dogajanja na trgu so bila pod vplivom dogodkov na Bližnjem vzhodu in pritiskov na nihanja cen nafte. Zaradi tega je bil prisoten pesimizem glede gospodarske rasti na tem območju. Donosnost obveznic je padala, dvanajstmesečni EURIBOR³ pa je dosegel najnižjo vrednost v letu 2003 (1,93 %). Referenčni obrestni meri EURIBOR in EONIA⁴ sta ključni kazalniki dogajanja na evropskem medbančnem trgu in se uporabljata kot referenci za oblikovanje drugih obrestnih mer. EONIA ima pomembno vlogo v smislu orientacijske

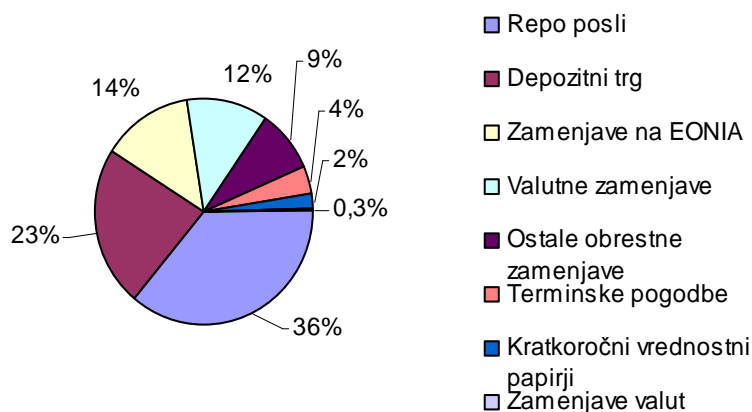
³ EURIBOR (angl. Euro Interbank Offered Rate) je medbančna obrestna mera v EU.

⁴ EONIA (angl. Euro Overnight Index Average) je uteženo povprečje obrestnih mer v evrih za medbančna posojila čez noč. Vsakodnevno ga izračunava Evropska centralna banka.

obrestne mere, EURIBOR pa je kot fiksing obrestnih mer za standardne ročnosti medbančnih depozitov pomembna referenčna obrestna mera.

Evropska centralna banka deli denarni trg na dva segmenta, to sta ožji denarni trg in širši denarni trg. Na ožjem denarnem trgu poteka trgovanje z nezavarovanimi transakcijami npr. medbančnimi depoziti, repo posli in valutnimi zamenjavami. Širši trg pa vključuje trg kratkoročnih vrednostnih papirjev in trg izvedenih finančnih instrumentov. V letu 2000 je največji tržni delež imel trg depozitov, vsa naslednja leta pa ima vodilno vlogo na denarnem trgu v evroobmočju trg repo poslov z okoli 36 % tržnim deležem (Euro money market study, 2004).

Slika 2: Struktura trga v letu 2004



Vir: Ferjančič, 2005.

Ožji denarni trg

Na ožjem denarnem trgu predstavlja trg medbančnih depozitov najpomembnejši segment, sledi promet z repo posli in valutnimi zamenjavami. Za depozitni trg je značilna kratka ročnost poslov. Delež transakcij z ročnostjo do enega meseca je v letu 2004 znašal 90 %, pri čemer največ prometa predstavljajo posli čez noč. Ključni razlogi za sklepanje poslov kratkih ročnosti so dejstvo, da posli krajših ročnosti nosijo manjše tveganje neizpolnitve nasprotne stranke ter tedenske operacije Evropske centralne banke in mesečno obdobje izpolnjevanja obvezne rezerve, saj je pri daljših ročnostih možna arbitraža (Ferjančič, 2002, str. 5).

Trg repo poslov postaja v zadnjih letih vse pomembnejši. Rast je predvsem posledica večje ponudbe vrednostnih papirjev evroobmočja, večje integracije trga in povečane potrebe po zmanjšanju kreditnega tveganja. Ročnost repo poslov je razmeroma kratka, saj je bilo v letu 2004 79 % poslov sklenjenih z valuto naslednji dan in z ročnostjo do enega meseca. Likvidnost trga se v zadnjih letih izboljšuje, trg pa bi lahko še bolje zaživel, če ne bi bilo ovir, ki onemogočajo večjo integracijo. To so neuskkljenost različnih vrst vrednostnih papirjev, razdrobljenost poravnalne infrastrukture in razlike v pravni ureditvi. Na tem trgu je prisotna visoka koncentracija, saj je pet največjih tržnih udeležencev v letu 2004 sklenilo kar 40 % vsega prometa.

Valutne zamenjave se v glavnem sklepajo za ročnosti do enega meseca. Obseg prometa se na tem trgu v zadnjih letih ni bistveno spremenil.

Širši denarni trg

Na trgu izvedenih finančnih instrumentov sta najpomembnejša instrumenta obrestna zamenjava in termimska pogodba na obrestno mero. Največji delež na tem trgu imajo obrestne zamenjave (obrestne zamenjave na obrestno mero EONIA). Trg je visoko koncentriran, saj deset največjih udeležencev sklene med 60 in 70 % vsega prometa.

Trg kratkoročnih vrednostnih papirjev vključuje državne vrednostne papirje (predvsem zakladne menice), vrednostne papirje nefinančnih izdajateljev (predvsem komercialne zapise podjetij) in bančna potrdila o vlogah. Integracija in razvoj tega segmenta denarnega trga sta počasnejša od drugih tržnih segmentov. Vzrok je v različni trgovalni infrastrukturi ter davčni in pravni ureditvi. Kljub temu je bilo v zadnjih letih mogoče opaziti precejšnjo rast tega segmenta, in sicer je v obdobju od leta 2000 do leta 2004 promet porasel za 253 %. Večji delež gre na račun prometa z bančnimi vrednostnimi papirji, ki so dosegli celo večjo rast kot državni vrednostni papirji. Pomembnejši postajajo tudi vrednostni papirji korporacij. Njihova rast je posledica ugodnih obrestnih mer in boljšega kreditnega tveganja korporativnega sektorja. Na tem segmentu je najpomembnejše neposredno trgovanje (70 %), narašča tudi elektronsko trgovanje, in sicer na račun trgovanja preko posrednikov. Pri trgovanju prihaja tudi do vse večje geografske razpršenosti in tako postaja čezmejno trgovanje najpomembnejše. Na tem področju potekajo tudi aktivnosti na projektu Short-Term European Paper (STEP), ki bo integracijo trga še izboljšal. Projekt bo pospešil konvergenco različnih tržnih standardov.

2.4. Enotni evropski trg finančnih storitev

O liberalizaciji finančnega sektorja se je govorilo že v zgodnjih 60. letih, vendar ukrepi takrat niso bili preveč uspešni. Ideja o enotnem evropskem finančnem trgu pa je obstajala še naprej. V vseh državah članicah je bil finančni sektor veliko bolj reguliran kot preostali sektorji. Ravno ta sektor pa ima velik vpliv na druge sektorje in na vedenje gospodarstva samega. Zelo pomemben je za gospodarsko rast ter ustvarjanje novih delovnih mest.

V širšem kontekstu je finančna integracija lahko definirana kot proces povezovanja regionalno ločenih finančnih trgov v en sam delujoč finančni trg. V zadnjih letih je finančna integracija v Evropi zelo napredovala, predvsem po zaslugi uvedbe enotne evropske valute. Z vstopom v Evropsko unijo 1. maja 2004, se je tudi Slovenija zavezala da bo uvedla skupno evropsko valuto evro, seveda ko bo gospodarstvo na to tudi pripravljeno. To naj bi se predvidoma zgodilo 1. januarja 2007 z vstopom v Evropsko monetarno unijo (EMU).

Integracija je učinkovita, če pripelje do dejanske večje konkurence. V tem primeru se ekonomija obsega kaže v nižjih stroških kapitala za posojilojemalce, višjih donosih za investitorje in širšem izboru finančnih proizvodov.

Že iz teorije o naložbah v portfelje je znano, da se z investiranjem zgolj v domače vrednostne papirje ne da doseči optimalnega razmerja med donosom in tveganjem. Če na primer zasebnik v Franciji vlaga svoje premoženje zgolj v francoske vrednostne papirje, bo dosegel nižje razmerje med donosom in tveganjem, kot če bi vlagal v mednarodne vrednostne papirje. To pa ne velja zgolj za posameznike, ampak za vse vrste investitorjev, tako podjetij kot tudi držav. Večja raznolikost investicij lahko izboljša prej omenjeno razmerje (Schroeder, 2002, str. 5).

Poleg zmanjšanih transakcijskih stroškov pa bo integracija na tem trgu prinesla še naslednje pričakovane učinke (London economics, 2002, str.8, Informacije o uvedbi evra v Sloveniji, 2006):

- Povečala se bo konkurenca med borzami in drugimi finančnimi trgi. Ta povečana konkurenca bo posredno vodila k zmanjšanju transakcijskih stroškov, poleg tega pa bo tudi narekovala neprestan tehnični razvoj in inovacije na področju tehnike trgovanja, ki bo omogočala hitrejše in cenejše transakcije.
- Povečala se bo konkurenca med finančnimi posredniki. Tudi v tem primeru bo povečana konkurenca pripeljala do zmanjševanja provizij za transakcije in borzno posredovanje.
- Nižji stroški zaradi ekonomij obsega bodo zmanjšali stroške na transakcijo ter tako kljub nižjim provizijam posrednikom omogočili večje zaslužke. Banke in drugi tradicionalni viri podjetniških financ se bodo morali soočiti z večjo konkurenco s strani drugih finančnih posrednikov. To bo omogočilo podjetjem, da bodo imela večji dostop do raznolikejšega in cenejšega kapitala za svoje financiranje.
- Povečala se bo cenovna preglednost. Zaradi večjega dostopa do informacij iz različnih virov bodo cene kapitala bolj podrobno odražale njegovo pravo vrednost.
- Povečala se bo globina trga in zmanjšalo likvidnostno tveganje. Zaradi možnosti trgovanja z vrednostnimi papirji iz vseh držav Evropske Unije pod enakimi pogoji, in s tem večjega povpraševanja, bodo morali izdajatelji poskrbeti še za njihovo večjo ponudbo. To bo poglobilo trg, poleg tega pa se bo zaradi večjega obsega trgovanja povečala tudi likvidnost.
- Odpravilo se bo valutno tveganje, saj se nacionalne valute nadomesti s skupno valuto.
- Novi poudarki pri odločanju uporabnikov. Temeljna sprememba pri odločanju investitorjev, ob prehodu na evro, je prenos poudarka iz valutnega na kreditno tveganje.
- Spremenjene možnosti za diverzifikacijo portfelja. Uvedba evra bo omejila možnosti valutne diverzifikacije portfelja. Sočasno bo investitorje spodbudila k iskanju novih naložbenih alternativ. Te se kažejo v obliki različnih instrumentov v okviru evra in v diverzifikaciji naložb zunaj Evropske monetarne unije.
- Pospešitev harmonizacije zakonodaje, povezane s finančnimi storitvami.

3. UPRAVLJANJE Z DENARNIMI SREDSTVI IN KRATKOROČNIMI FINANČNIMI NALOŽBAMI

Pri upravljanju s kratkoročnimi naložbami govorimo o obratnem kapitalu oziroma gibljivih sredstvih, kadar mislimo na kratkoročne naložbe podjetja. Mednje sodijo denar, kratkoročne finančne naložbe, zaloge in terjatve do kupcev. V nadaljevanju diplomskega dela sta, v skladu z namenom dela, podrobneje predstavljeni le dve vrsti kratkoročnih naložb, in sicer denar ter kratkoročne finančne naložbe.

Politika kratkoročnih naložb zajema dve temeljni vprašanji, in sicer:

- koliko naj bo posameznih kratkoročnih naložb ter kako naj bodo upravljane in
- na kakšen način naj bodo financirane.

Za vzdrževanje naložb v obratni kapital podjetje potrebuje finančne vire, ki povzročajo stroške. Večje kot so naložbe v obratni kapital, večji stroški nastanejo. Če bi podjetje uspelo racionalizirati te naložbe, bi imelo dvojno korist. Najprej pozitiven denarni tok zaradi prodaje obstoječih naložb in nato manjše stroške zaradi manjšega potrebnega obsega zunanjega financiranja teh naložb.

Podjetje ima kratkoročne naložbe, da bi zagotovilo nemoten proces poslovanja. Višina naložb je med podjetji zelo raznolika, saj narava dejavnosti, s katero se podjetje ukvarja, narekuje plačilne pogoje, obseg potrebnih zalog ipd. Obseg obratnega kapitala podjetje določi glede na čas, potreben za izdelavo izdelka, pričakovano prodajo, pričakovane roke plačil kupcev, roke dobave blaga in v skladu z želenim stanjem varnostne zaloge za primer odstopanj od pričakovanih vrednosti.

Podjetje lahko oblikuje več ali manj zalog, terjatev in kratkoročnih finančnih naložb. Glede na to ločimo tri različne politike (Brigham, 1999, str. 594-595):

- Omejevalna politika: podjetje ima majhen obseg vsake komponente obratnega kapitala, kar pomeni, da mora vsaka enota obratnega kapitala opraviti več obratov.
- Sproščena politika: pri tej politiki ima podjetje vsake komponente veliko. V tem primeru so naložbe dalj časa vezane v podjetju oziroma se počasneje obračajo. Podjetje sicer dosega manjše poslovno tveganje, vendar na račun večjih stroškov.
- Za podjetje je najbolje zasledovati takšen obseg kratkoročnih naložb, ki še zagotavlja nemoten proces poslovanja, torej med obema opisanimi mejama, kar se imenuje zmerna politika kratkoročnih naložb.

Podjetje v splošnem sledi ciklu, v katerem najprej kupuje zaloge materiala, ustvarja nedokončane in dokončane proizvode, prodaja te proizvode z odlogom plačila in na koncu prejme denar. Ta cikel se imenuje obrat denarja.

Slika 3: Obrat denarja

dnevi vezave zalog	dnevi vezave terjatev do kupcev
<i>dnevi vezave denarja</i>	dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev

Vir: Berk et al., 2002, str. 256.

Od hitrosti obrata denarja je precej odvisno, koliko denarja podjetje potrebuje. Dneve vezave denarja se lahko skrajša:

- s skrajšanjem časa obdelave proizvoda, kar pomeni z večjo učinkovitstjo,
- s skrajševanjem plačilnih rokov kupcem (kreditna politika),
- s podaljševanjem plačil dobaviteljem, kar je odvisno od pogajalske moči podjetja nasproti dobaviteljem.

Pri tem je treba paziti na negativne učinke, ki jih taka politika lahko prinese. To so lahko npr. manjša prodaja kupcem zaradi krajših plačilnih rokov in s tem nižji prihodki podjetja.

3.1. Opredelitev denarnih sredstev

Denarna sredstva imajo izjemen pomen za podjetje, saj je treba v vsakem trenutku razpolagati z zadostno količino denarja, da lahko z njim poravnajo obveznosti do upnikov, ki zmanjšajo obseg denarja, po drugi strani pa nekatere dejavnosti (npr. prodaja izdelkov) pripeljejo do nastanka terjatev, ki, ko so poravnane s strani kupcev, povečajo obseg denarja.

Denar je najlikvidnejša naložba, ki pa ne prinaša nobenih donosov, zato jo pogosto imenujejo kar »nedonosna naložba«. Podjetje ga potrebuje iz različnih razlogov, predvsem zato, ker mora plačevati delavce, poravnati obveznosti do dobaviteljev in države, vendar ga hkrati ne želi imeti med aktivi, saj podjetju ne prinaša nikakršnega donosa.

Med denarna sredstva se šteje gotovina (denar v blagajni) in imetje na transakcijskih računih. V literaturi (npr. Mramor, 1993, str. 297-299) je možno zaslediti štiri temeljne skupine razlogov za držanje denarja:

- transakcijski razlogi,
- varnostni razlogi,
- špekulativni razlogi in
- razlogi, vezani na različne poslovne možnosti.

Transakcijski razlogi so najpogostejši razlogi za držanje denarja. Podjetje potrebuje denar za vsakodnevno poravnavanje obveznosti. Kot npr. izplačilo plač, plačevanje davkov, obresti, nakup zalog materiala itd. Velikost transakcijskega povpraševanja je odvisna od velikosti plačil in od neuskkljenosti prilivov in odlivov denarnih sredstev. Zaradi tveganosti poslovanja ima podjetje še neko **varnostno** zalogo denarja, ki ga reši v primeru nepredvidljivih dogodkov. Sem štejemo popravila delovnih sredstev, izplačila vrednostnih

papirjev... Tudi če se pojavijo ugodne priložnosti za npr. nabavo nekega blaga ali naložbo v vrednostne papirje, podjetje potrebuje denarna sredstva. Tako z večjo ali manjšo količino denarja **špekulira** na takšne priložnosti. Podjetja to povpraševanje zadovoljujejo predvsem s kratkoročnimi posojili, ki jih ponujajo banke. Razlogi, vezani na različne **poslovne možnosti**, so podobni špekulativnim razlogom; podjetje želi imeti več denarja na računu zato, da izkoristi razne popuste za takojšnja plačila ali ohrani finančno prilagodljivost v obdobjih, ko je razpoložljivost kreditov zelo majhna. Poleg teh štirih osnovnih povpraševalnih razlogov mnoga podjetja na računu ohranjajo določen (dogovorjen) saldo, ki predstavlja nadomestilo banki za njene storitve. Banka lahko zahteva določen saldo na računu tudi v primeru najetja kredita.

Iz povedanega sledi, da je dobro, da ima podjetje vedno na voljo dosti denarnih sredstev za ohranjanje likvidnosti (pravočasno poravnavanje obveznosti) in za to, da lahko izkoristi razne poslovne možnosti. Na drugi strani pa so ta denarna sredstva nedonosna naložba in podjetju prinašajo določeno oportunitetno izgubo. Ta nastaja zaradi višine nerealiziranega donosa, ki bi ga dobili, če bi naložili denar v kakšno drugo naložbo. Zato ima podjetje interes, da drži v blagajni in na transakcijskem računu čim manj denarja, presežke pa dolgoročno ali kratkoročno naloži in tako pokriva oportunitetne stroške. Oportunitetni stroški naložbe v denar pa so lahko zelo različni glede na vrsto razlogov (Mramor, 1993, str. 299-300):

- *Višina obrestne mere*: višje kot so tržne obrestne mere, višji so oportunitetni stroški držanja denarja, saj bi ga podjetje lahko naložilo in zaslužilo visoke obresti. Hkrati so pri visokih obrestnih merah visoki tudi stroški financiranja, tako da je pritisk na zmanjšanje denarja še toliko večji, saj podjetje potrebuje čim višji donos za kritje stroškov financiranja.
- *Inflacija*: višja kot je inflacija, višji so zopet oportunitetni stroški. Inflacija povzroča negativno donosnost tako za denar v blagajni kot tudi za denar na transakcijskem računu, saj je nominalna donosnost nižja od inflacije.
- *Pogoji restriktivne denarne politike*: v takih razmerah podjetje ne more dobiti dovolj kreditov za svoje naložbe in je v dilemi, ali naj zmanjša naložbe v denar ali potrebne nakupe za redno poslovanje. Podjetja ponavadi izberejo prvo možnost, saj druga pomeni izredno visoke oportunitetne stroške.

3.2. Elementi upravljanja z denarjem

Upravljanje z denarnimi sredstvi se ukvarja z iskanjem minimalne količine denarja, ki jo še lahko drži podjetje za opravljanje normalnih poslovnih aktivnosti. Cilji upravljanja z denarnimi sredstvi v podjetju so naslednji (Mulligan, 1996, str. 9):

- ohranjati sposobnost plačevanja obveznosti ob dospelju (ohranjanje likvidnosti),
- poglobljanje v načrtovanje prihodnjega delovanja predvsem z vidika napovedovanja obsega in časa denarnih pritokov ter odtokov,

- zagotavljati dostopnost do denarnih sredstev ob pravem času, na pravem mestu, v ustrezni valuti in ob sprejemljivih stroških,
- znižati potrebne pogoje za zadolžitev in stroške obresti (izboljšanje bonitete),
- minimizirati stanje nedonosnih denarnih sredstev,
- maksimirati donosnost presežnih sredstev,
- uravnavati izpostavljenost v tujih valutah in minimizirati stroške trgovanja s tujimi valutami,
- izboljšati nadzor nad izplačili dobaviteljem in zmanjšati zamude pri plačilih kupcev – povečati generiranje denarnih sredstev,
- izdelovanje infrastrukture za pospeševanje prejetosti plačil od kupcev in drugih ter hitro upravljanje z že prejetimi plačili znotraj podjetja,
- čim cenejše financiranje primanjkljajev,
- zmanjšati stroške bančnih transakcij, izboljšati odnose z bankami.

S ciljem minimiziranja želenega obsega denarja, ki za podjetje pomeni oportunitetne stroške, je zelo pomembno, da poznamo tehnike upravljanja z denarjem. Bistveno načelo upravljanja z denarjem se glasi „v vsakem trenutku niti preveč niti premalo“. Da bi se finančniki temu načelu čim bolj približali, morajo paziti predvsem na naslednje elemente (Mramor, 1993, str. 302-303; Brigham, 1999, str. 604-607):

- *Napovedovanje*: za dobro upravljanje z denarjem mora finančnik čim bolj natančno napovedati obseg in čas denarnega pritoka oziroma odtoka. To je pomembno zato, da se v naprej ve, ali bo imelo podjetje na določen datum presežek denarja, ki ga bo ustrezno naložilo, ali pa bo imelo primanjkljaj denarja in ga bo treba na določen način financirati. Za napovedovanje denarnih pritokov in odtokov se uporablja izkaz denarnih tokov, ki je podrobneje predstavljen nekoliko kasneje. Največ prejemkov denarnih sredstev prihaja prek prodaje proizvodov in storitev, zato se napovedovanje prične z napovedjo prodaje. Prodaja se običajno pretvori v terjatve do kupcev. Podjetje spremlja povprečni čas terjatev do kupcev ter na podlagi te ocene in izkušenj ugotovi vzorec pretvarjanja terjatev v denar. Na osnovi vzorca se določi termine, ko bodo terjatve plačane, npr. kolikšen delež terjatev bo plačanih tekoči mesec, kolikšen naslednji mesec in tako dalje. K prejemkom od prodaje se prištejejo še drugi pritoki denarnih sredstev, kot so obresti, vračila davkov ipd. Na drugi strani se pri planiranju izdatkov, napoveduje plačila obveznosti do dobaviteljev. Pri tem je treba pretehtati tudi možnost odloga plačila dobaviteljem, vendar se na ta način izgubi popust na takojšnje plačilo ter plača zamudne obresti. Naslednja je napoved ostalih rednih izdatkov, kamor sodijo izdatki za osebne dohodke zaposlenih, najemnine, tekoči stroški ipd. Sledi napoved plačila davkov, obresti na že najete kredite, zadnja faza pa je napoved vračila glavnice.
- *Sinhronizacija denarnih tokov*: na podlagi dobrega napovedovanja in z ustrezno ureditvijo pritokov in odtokov se skuša uskladiti odtoke denarja s pritoki. Na ta način se zmanjša znesek potrebnih denarnih sredstev za opravljanje vsakodnevnih transakcij. S sinhronizacijo se skuša zagotoviti denar, ko je potreben. Podjetju, ki to

uspe, potrebuje manj bančnih posojil, kar pomeni nižje stroške obresti in tako višji dobiček.

- *Hitrost prejemanja plačil:* potreben je sistem, ki pospešuje prejem plačil od kupcev in drugih. V tem sistemu je pomembna tudi hitrost pri upravljanju s prejetimi plačili v denarju in posredovanje informacij o obsegu teh plačil finančni službi, ki skrbi za upravljanje z denarjem. Tako bodo lahko tisti, ki upravljajo z denarjem, tem hitreje denar ustrezno uporabili, čim prej bo denar na razpolago podjetju in čim hitreje bodo to tudi izvedeli.
- *Počasnost plačevanja:* podjetje ne sme svojih obveznosti plačevati pred dospelostjo oziroma pred zadnjim rokom, po katerem bi bilo poslovanje kako drugače prizadeto – zamudne obresti, znižanje kreditne sposobnosti.
- *Uporaba denarja v obtoku:* od dneva plačila je v knjigah zabeležen manjši znesek denarja kot je dejansko stanje na računu, ki ga beleži banka. Torej se ta denar lahko še uporablja toliko časa, dokler ne pride do poravnave.
- *Učinkovito nalaganje presežkov:* presežki morajo biti varno in čim bolj donosno naloženi ves čas trajanja teh presežkov.
- *Poceni financiranje primanjkljajev:* financirati jih je mogoče z nizkimi stroški v primeru dobrega načrtovanja, saj je tako možen ugoden vnaprejšnji dogovor s potencialnimi financerji in izbor najugodnejšega. Podjetje ima na voljo različne vire financiranja, in sicer so to bančni kredit, prodaja kratkoročnih vrednostnih papirjev, odlog plačila dobaviteljem, izdaja lastnih vrednostnih papirjev (komercialni zapisi) in zadolževanje pri drugih podjetjih. V normalnih okoliščinah se najprej uporabi bančni kredit ali prodaja kratkoročne vrednostne papirje. Če se na omenjena načina ne zagotovi potrebnega obsega sredstev, je podjetje prisiljeno odlagati obveznosti do dobaviteljev. Izdaja lastnih vrednostnih papirjev prihaja v poštev le za podjetja z dobro boniteto.

Kratkoročno upravljanje z denarnimi sredstvi je izrednega pomena za preživetje in uspešnost podjetja. Zaradi tega mora podjetje nujno pristopiti k načrtovanju denarnih sredstev. V praksi se za to uporablja načrt denarnih tokov.

3.3. Načrt denarnih tokov

Načrt denarnih tokov predstavlja vse plačane in prejete denarne zneske v proučevanem obdobju. Ker prejemi in izdatki ponavadi niso niti časovno niti količinsko usklajeni, nastajajo presežki ali primanjkljaji. Načrt denarnih tokov je najpomembnejši instrument kratkoročnega finančnega načrtovanja in omogoča pregled nad kratkoročno plačilno sposobnostjo podjetja.

Z izkazom denarnih tokov prikažemo, koliko denarja je priteklo in koliko odteklo iz transakcijskega računa podjetja v določenem časovnem obdobju. Pri denarnih tokovih gre torej za prejeme, ki pomenijo neposredno povečanje denarnih sredstev, in izdatke, ki

pomenijo neposredno zmanjšanje denarnih sredstev. Razlika med prejemki in izdatki je čisti denarni tok in pove, ali je bil pritek večji od odtoka in se je stanje denarnih sredstev povečalo ali pa so bili izdatki večji od prejemkov in so se denarna sredstva zmanjšala (Hočevar, 2000, str. 255). Podjetje ima lahko primanjkljaj ali pa presežek denarnih sredstev.

Glavni cilj tega izkaza je določiti obdobja v prihodnosti, ko bo podjetje potrebovalo dodatne vire sredstev in obdobja, ko bo podjetje imelo presežke denarnih sredstev. S takim načrtom si podjetje zagotovi ugodnejše vire financiranja za premostitev likvidnostnih težav na eni strani, po drugi strani pa izbiro najugodnejše oblike naložbe.

Tehnika načrtovanja denarnih tokov zahteva ustrezno podatkovno podlago. Običajno so izhodišče različni poslovni načrti, kot so načrt prodaje, načrt nabave materiala, načrt nabave trgovskega materiala, načrt storitev, načrt kadrov, načrt naložb in načrt zunanjega financiranja. Točnost načrtovanih denarnih sredstev je odvisna od tega, kako dobre so napovedi, na katerih temelji. Poleg omenjenih načrtov v podjetju so pri sestavljanju verjetnih prejemkov in izdatkov denarja pomembne še pretekle izkušnje na prodajnih trgih, tekoči in pričakovani prihodnji gospodarski ter finančni trendi, znanje in sposobnost posloводства ter drugo.

Načrt denarnih tokov se dela za obdobje največ enega leta. Praviloma se ga sestavlja za krajša obdobja npr. teden, mesec, trimesečje. Izkazi, izdelani za krajša obdobja so praviloma natančnejši kot tisti, ki so delani za daljše obdobje, saj je tveganje dolgoročnih napovedi večje.

Načrt denarnih tokov prikazuje začetno stanje denarnih sredstev, denarne prilive (+), denarne odlive (-) ter končno stanje denarnih sredstev. Podrobnejša shema izkaza denarnih tokov je prikazana v Prilogi 1.

Denarne tokove se deli na denarne tokove pri poslovanju, pri naložbenju in pri financiranju. Denarni tokovi iz poslovanja kažejo ključni obseg, v katerem je poslovanje podjetja povzročilo zadostne denarne tokove za vračanje posojil, ohranjanje poslovne sposobnosti, plačevanje dividend in nove investicije brez zunanjega financiranja. Denarni tokovi iz investicijske dejavnosti kažejo obseg izdatkov za dejavnike, ki so namenjeni nastajanju prihodnjih dobičkov in prejemkov. Denarni tok iz financiranja predstavlja prihodnje terjatve in obveznosti iz naslova danih oziroma dobljenih dolgoročnih in kratkoročnih posojil, izplačila dividend ipd.

Večji kot je delež neto denarnih pritokov pri poslovanju in večji kot je razkorak med denarnimi pritoki in odtoki pri poslovanju, večja je realizacija in večja je finančna moč podjetja ter manjša je verjetnost likvidnostnih problemov. Velikost neto denarnih odtokov v kapitalne investicije neposredno kaže dober konkurenčni položaj podjetja, večanje tržnega deleža in pričakovano rast povpraševanja po proizvodih. Manjši kot je delež neto denarnih pritokov zunanjega zadolževanja, manjša je verjetnost likvidnostnih težav. Večji neto denarni

tok pri poslovanju omogoča manjšo potrebo po sposojanju iz zunanjih virov. Obratno pa se z manjšanjem neto denarnih tokov pri poslovanju povečujejo potrebe po sposojanju za pokrivanje tekočih stroškov. Večje sposojanje pomeni tudi večje finančno tveganje.

V nadaljevanju prikazujem zelo enostaven primer izkaza denarnih tokov za podjetje XY za obdobje šestih mesecev. V hipotetičnem primeru predpostavljam, da je 20 % prodaje plačane v mesecu izstavitve računa, 50 % prodaje je plačane naslednji mesec, preostalo pa z odlogom plačila za dva meseca. Podjetje vse svoje obveznosti do dobaviteljev plačuje z valuto računa 30 dni. Podjetje vsak mesec izplača še plače zaposlenim in obresti na najete kredite.

Tabela 4: Izkaz denarnih tokov podjetja XY za obdobje januar do junij

Mesec	1	2	3	4	5	6
načrtovana prodaja	1.350	1.450	1.400	1.300	1.250	1.200
prитоки denarja od prodaje	270	965	1.410	1.395	1.320	1.255
tekoči mesec (20 %)	270	290	280	260	250	240
naslednji mesec (50 %)		675	725	700	650	625
čez dva meseca (30 %)			405	435	420	390
ostali denarni prитоки	90	210	220	260	270	340
nabava blaga	1.050	1.100	1.100	1.050	1.050	1.050
odток denarja iz poslovanja	305	1.355	1.405	1.405	1.355	1.355
plačilo blaga		1.050	1.100	1.100	1.050	1.050
plače	250	250	250	250	250	250
davki	55	55	55	55	55	55
obresti	30	30	30	40	40	40
mesečni neto denarni prиток	25	-210	195	210	195	200
začetno stanje na TRR	100	125	-85	110	320	515
končno stanje na TRR	125	-85	110	320	515	715
želeno končno stanje na TRR	80	80	80	80	80	80
PRESEŽEK/PRIMANJKLJAJ	45	-165	30	240	435	635

Vir: Lasten prikaz (ilustrativna ponazoritev).

Iz prikazanega izkaza denarnih sredstev so ugotovili, da se podjetju obeta denarni primanjkljaj v mesecu februarju. Običajna nihanja denarnih sredstev rešujejo v podjetju tako, da vodijo politiko minimalnega stanja denarnih sredstev v višini 80. V mesecu februarju bo potrebno najeli posojilo v višini 165. Od meseca marca dalje se bo pozicija obrnila in bodo samo še kumulirali denarna sredstva. Od tega trenutka dalje je naloga posloводства načrtovanje učinkovitega plasiranja presežka denarnih sredstev

3.3.1. Ukrepi v primeru denarnih primanjkljajev

Poznavanje obdobj, ko se bodo pojavili primanjkljaji, njihove višine in trajanje primanjkljaja za podjetje pomeni pocenitev stroškov financiranja. Za odpravo primanjkljaja lahko podjetje uporabi naslednje ukrepe: preoblikovanje denarnih ustreznikov⁵ v denar,

⁵ Gre za sredstva, ki jih lahko podjetje kadarkoli spremeni v znane zneske denarnih sredstev in pri katerih obstaja zelo nizko tveganje glede spremembe vrednosti.

prodaja vrednostnih papirjev, pospeševanje izterjave terjatev, skrajševanje plačilnih rokov, izdaja lastnih vrednostnih papirjev, podaljševanje roka plačila – odlaganje plačila zapadlih obveznosti, povečanje obsega proizvodnje tistih proizvodov, ki se hitreje preoblikujejo v denar, prodaja osnovnih sredstev, zahteve po akontaciji, zmanjševanje danih predujmov, preoblikovanje kratkoročnih obveznosti v dolgoročne, najem posojil idr.

3.3.2. Ukrepi v primeru denarnih presežkov

Če se na podlagi izkaza denarnih tokov ugotovi, da bo podjetje imelo denarne presežke, lahko z njimi zmanjša dolgove podjetja, ali pa jih naloži v čim bolj optimalno rešitev z vidika likvidnosti in tveganja. Pri odločanju o nalaganju presežkov gre za tehtanje med donosnostjo in likvidnostjo naložbe. Podjetje se med drugim lahko odloči za nakup vrednostnih papirjev oziroma drugih finančnih naložb, kreditiranje porabnikov, kreditiranje drugih fizičnih ali pravnih oseb, deponiranje pri bankah in drugih finančnih organizacijah, predčasno poravnavanje obveznosti, naložbe v materialne oblike sredstev idr.

Pri določitvi obsega denarja, katerega naj se drži v podjetju namesto donosnejših vrednostnih papirjev se lahko pomaga z določenimi orodji, to so modeli upravljanja z denarnimi sredstvi.

3.4. Modeli upravljanja z denarnimi sredstvi

Optimalni obseg denarnih sredstev določi vsako podjetje na podlagi izkušenj in lastne presoje, lahko pa si pomaga tudi s kvalitativnimi modeli. Osnovna naloga modelov upravljanja z denarjem je ugotoviti optimalno raven denarnih sredstev za posamezno podjetje. Kot alternativa denarnim sredstvom se v teh modelih pojavljajo kratkoročne finančne naložbe, v katera podjetje nalaga presežke denarnih sredstev oziroma jih v primeru primanjkljaja denarnih sredstev prodaja. Podjetje se odloča o obsegu denarnih sredstev in kratkoročnih finančnih naložb na podlagi tehtanja med njihovo donosnostjo in transakcijskimi stroški, ki nastajajo pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev. Namreč, če transakcijski stroški ne bi obstajali in bi podjetje lahko vsak trenutek spremenilo obliko sredstev, potem ne bi bilo potrebe po držanju denarnih sredstev. Ker ni tako, podjetje denar naloži v primeru, ko donosnost presega transakcijske stroške, hkrati pa mora imeti, zaradi časovnega zamika pri spreminjanju sredstev, določeno količino denarnih sredstev.

Baumolov model

Baumolov model predpostavlja, da podjetje uporablja denar v stalnih, vnaprej določenih količinah, torej so denarni pritoki stalni in napovedljivi. Osnovna logika modela je v tem, da tehta oportunitetne stroške na kratkoročne vrednostne papirje s transakcijskimi stroški spreminjanja vrednostnih papirjev v denar in obratno. Previsoka raven denarnih sredstev pomeni oportunitetne stroške, ker ni tega denarja naložilo in zaslužilo obresti. Prenizka raven denarja povzroča stroške v obliki nezmožnosti nujenja prodaje na kredit ali v obliki prodaje

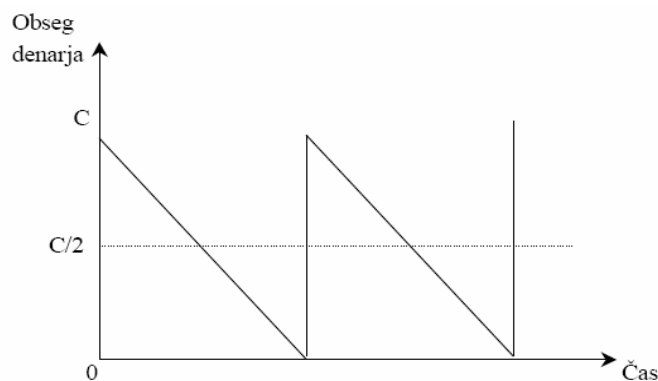
likvidnih naložb oziroma v obliki obresti zaradi zadolževanja (transakcijski stroški). Treba je najti ravno pravo raven denarja, tako da bodo skupni stroški minimalni. Stroški so torej dveh vrst: oportunitetni stroški, ki predstavljajo izgubljene potencialne obresti, in transakcijski stroški, ki so stroški prodaje vrednostnih papirjev v primeru denarnega primanjkljaja. Celotne stroške (TC) lahko izrazimo takole (Brigham, 1999, str. 672-674):

$$TC = \frac{C}{2} \times i + \frac{T}{C} \times F$$

($C/2$) predstavlja povprečno stanje denarnih sredstev v podjetju v določenem obdobju. Če jih pomnožimo z obrestno mero (i), dobimo oportunitetne stroške hranjenja denarja. (F) so fiksni transakcijski stroški, ki so neodvisni od velikosti transakcije, (T/C) predstavlja število transakcij v obdobju. Dobimo jih tako, da celotne potrebe po denarju (T) delimo z vsakokratno količino pridobljenega denarja s prodajo vrednostnih papirjev (C).

Iz Slike 4 sta razvidna potek nabave in trošenje denarja. Na začetku podjetje proda kratkoročne vrednostne papirje in pridobi denarna sredstva v višini C . V opazovanem obdobju se ta sredstva linearno porabljajo do trenutka, ko je podjetje zopet prisiljeno prodati del kratkoročnih vrednostnih papirjev ali se zadolžiti. Proces lahko poteka tudi obratno in je denarnih sredstev linearno vedno več. V tem primeru podjetje presežke nalaga v vrednostne papirje.

Slika 4: Proces porabe in nabave denarja



Vir: Brigham, 1999, str. 672.

Iz prejšnje enačbe se lahko izpelje enačba, ki pove, kolikšen je optimalen obseg denarnih sredstev (C^*), ki naj jih ima podjetje v svojem premoženju.

$$C^* = \sqrt{\frac{2TF}{i}}$$

Optimalen obseg denarja naj bi bil sorazmeren z višino transakcijskih stroškov in obratnosorazmeren z višino obrestne mere. To pomeni, da višji kot so transakcijski stroški, višja bo raven denarnih sredstev in višja kot je obrestna mera, nižja bo raven denarnih sredstev v podjetju. Enačba tudi nakazuje, da povečanje potreb po denarju, kar je lahko

posledica rasti podjetja, ni enako povečanju optimalnega obsega denarja. Če se na primer velikost podjetja podvoji, in s tem tudi njegova potreba po denarnem premoženju (T), se optimalni obseg denarja poveča le za 41 %.

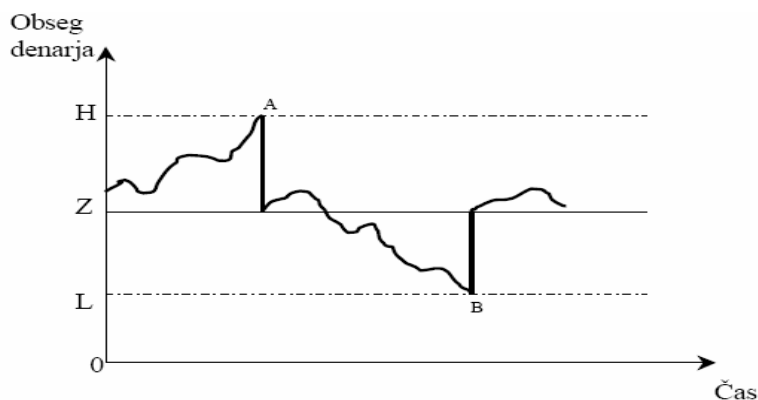
Slabost modela je v predpostavki, da je poraba denarnih sredstev linearna in da je možno plačila v obdobju napovedati s popolno gotovostjo.

Miller-Orrov model

Baumolovemu modelu je sledil Miller-Orrov (1966), ki predpostavlja, da so denarni pritoki in odtoki negotovi in se spreminjajo iz dneva v dan. Podjetje se odloča, ali bo imelo svoja sredstva v obliki denarnih sredstev ali v obliki kratkoročnih vrednostnih papirjev. Na eni strani obstajajo transakcijski stroški (F) ob nakupu in prodaji vrednostnih papirjev, na drugi strani pa obstajajo oportunitetni prihodki od obresti na vrednostne papirje (k). Cilj modela je ugotoviti optimalen obseg denarnih sredstev ob najnižjih stroških.

Določi se interval sprejemljivih denarnih blagajn, ki ga določata zgornja (H) in spodnja (L) kontrolna meja, med njima pa leži ciljna raven denarnih sredstev (Z). Če količina denarja preseže zgornjo mejo, bo podjetje kupilo likvidne denarne naložbe v višini (H-Z). Če količina denarja pade pod spodnjo mejo, bo podjetje prodalo likvidne naložbe v višini (Z-L) in tako povečalo obseg denarja.

Slika 5: Miller-Orrov model



Vir: Brigham, 1990, str. 698.

Spodnja meja je v tem modelu določena eksogeno. Določi jo management na podlagi izkušenj in presoje v odvisnosti od tveganja nelikvidnosti, ki ga je podjetje pripravljeno sprejeti. Glede na izbrano spodnjo mejo se na podlagi modela izračunata zgornja meja in ciljna raven denarnih sredstev (Brigham, 1990, str. 699).

$$Z = \left(\frac{3F\sigma^2}{4k} \right)^{1/3} + L$$

$$H = 3 \times \left(\frac{3F\sigma^2}{4k} \right)^{1/3} + L = 3Z - 2L$$

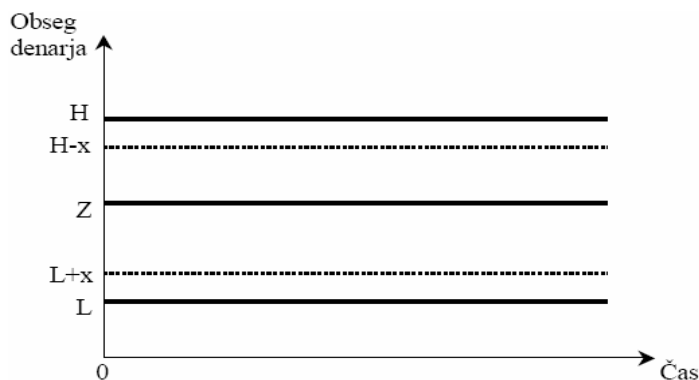
(F) predstavlja stalne transakcijske stroške, (σ^2) varianco dnevnih neto denarnih tokov, (k) pa oportunitetne stroške držanja denarja na dnevni ravni. Izračuna se lahko tudi povprečen obseg denarja v podjetju, in sicer z enačbo $((4Z-L)/3)$.

Iz modela je razvidno, da je povezanost med ciljnim obsegom denarja in obrestno mero kratkoročnih vrednostnih papirjev (k) negativna. Ciljni in posledično tudi sprejemljivi obseg denarja v podjetju se povečuje z rastjo transakcijskih stroškov in večjo spremenljivostjo denarnih sredstev (σ^2) ter s tem povezanim tveganjem plačilne nesposobnosti. Prav zaradi slednjega je optimalna višina denarja v podjetju pri tem modelu višja kot pri Baumolovem modelu. Linija ciljnega obsega ni enako oddaljena od zgornje in spodnje linije, temveč je bližje spodnji, zato se ji bo obseg denarja približal večkrat kakor zgornji liniji. Spodnja meja je lahko enaka nič, lahko pa je tudi višja, če podjetje oceni, da potrebuje določeno varnostno višino denarnih sredstev.

Stoneov model

Nadgradnja Miller-Orrovega je Stonov model (1972). V osnovi je podoben Miller-Orrovemu modelu, vendar posveča več pozornosti upravljanju z denarnimi blagajnami kot pa določanju optimalne ravni denarnih sredstev. V modelu se uporabljata dve zgornji in spodnji kontrolni meji. Pri tem modelu kontrolni meji še ne pomenita povoda za nakup oziroma prodajo vrednostnih papirjev, ampak služita zgolj kot opozorilo. Aktivnost je odvisna od denarnih tokov, ki jih podjetje pričakuje v naslednjih nekaj dneh. Ko v podjetju dosežejo ali presežejo zunanje kontrolne meje (H in L), se »pogleda naprej« nekaj dni, da se ugotovi, ali se bo v tem časovnem obdobju pričakovana denarna blagajna spet vrnila znotraj notranjih kontrolnih mej (H-x, L+x). Če se vrednost blagajne premakne znotraj notranje kontrolne meje v tem določenem prihodnjem obdobju, se ne naredi nobene aktivnosti. Če se to ne zgodi, se sproži nakup ali prodaja likvidnih vrednostnih papirjev, da se podjetje vrne na ciljno denarno blagajno (Z).

Slika 6: Stoneov model



Vir: Brigham, 1990, str. 701.

Bistvo modela je, da z upoštevanjem prihodnjih denarnih tokov zmanjša število transakcij. Stonov model ne razloži, kako sta določeni zunanja zgornja in spodnja kontrolna meja, prav tako nima vključenih nobenih predpostavk, razen možnosti takojšnjega nakupa in prodaje likvidnih vrednostnih papirjev. Model se zanaša izključno na presojo in na pretekle izkušnje podjetja.

Čeprav Baumolov in drugi teoretični modeli omogočajo določitev optimalne denarne blagajne, v splošnem niso praktično uporabni. Podjetja v glavnem določajo ciljno višino denarnih sredstev na osnovi nekega minimalnega stanja denarja, ki zmanjšuje verjetnost nelikvidnosti na sprejemljivo raven (Brigham, 1999, str. 675).

Simulacija Monte Carlo

Praktično bolj uporabna metoda, vendar bolj zahtevna za določitev ciljne višine denarnih sredstev, je simulacija Monte Carlo.

Za predstavitev te metode si moramo predstavljati načrt denarnih tokov. Prodaja in denarni pritoki so najpomembnejši del načrta denarnih tokov in njihova glavna značilnost je negotovost. V načrtu denarnih tokov se uporablja pričakovane vrednosti za prodajo in denarne pritoke, kakor tudi za vse ostale postavke. Če hočemo vpeljati negotovost, moramo uporabiti simulacijo Monte Carlo. Negotove spremenljivke bi lahko določili kot verjetnostne porazdelitve namesto kot točkovne vrednosti. Rezultat simulacije bi bila verjetnostna porazdelitev mesečnih neto denarnih tokov namesto samo ene vrednosti za želena prihodnja obdobja. Glede na verjetnostno porazdelitev neto denarnih tokov managerji določijo ciljno višino denarnih sredstev v odvisnosti od tveganja, ki ga želijo prevzeti (Brigham, 1999, str. 675).

3.5. Upravljanje s kratkoročnimi vrednostnimi papirji

Investitorji tehtajo med donosnostjo in tveganostjo posameznih vrednostnih papirjev, kar predstavlja podlago za oblikovanje premoženja v obliki kratkoročnih vrednostnih papirjev.

S pomočjo modelov upravljanja z denarnimi sredstvi podjetje ugotovi višino presežnih denarnih sredstev, ki jih lahko vloži v vrednostne papirje. Izbor ustreznih kratkoročnih vrednostnih papirjev naj bi temeljil na pričakovanjih o prihodnjih neto denarnih tokovih in njihovi negotovosti.

V primeru, da je mogoče te denarne tokove napovedati z ustrezno gotovostjo, bo podjetje kupilo take papirje, katerih zapadlost bo usklajena s prihodnjimi potrebami po denarnih sredstvih. Takšna usklajenost omogoča večjo prilagodljivost pri maksimiranju povprečne donosnosti premoženja, saj je na ta način manjša nevarnost, da bo moralo podjetje predčasno prodati svoje kratkoročne naložbe, po manj ugodni ceni in z višjimi stroški.

Ko pa so neto denarni pritoki v podjetju, tako glede časa kot glede velikosti, negotovi, je dospelost vrednostnih papirjev manjšega pomena. Podjetje v takem primeru sestavi svoj portfelj iz visoko likvidnih vrednostnih papirjev, ki jih bo lahko prodalo v trenutku brez večjih izgub in stroškov.

Na denarnem trgu učinki razpršitve nimajo večjega pomena, saj se pojavljajo razmeroma poenoteni papirji z vidika tveganja (dobra boniteta izdajateljev kratkoročnih vrednostnih papirjev).

Kratkoročne finančne naložbe, ki so primerne za investiranje presežkov denarja podjetja, so zakladne menice, blagajniški zapisi, komercialni zapisi, kratkoročni depoziti pri bankah, potrdila o vlogah in evrodolarske vloge.

4. KRATKOROČNE FINANČNE NALOŽBE

Podjetja praviloma svoje začasne presežke nalagajo tako, da ohranijo čim večjo likvidnost ob hkratni čim večji varnosti, da bo glavnica naložbe ostala nespremenjena. To lahko podjetje doseže le z naložbami v likvidne in varne naložbe. Z naložbami teh začasnih presežkov je treba ohranjati prilagodljivost nepredvidenim denarnim odtokom.

Delnice ali obveznice praviloma ne izpolnjujejo zahteve po čim večji likvidnosti in varnosti. Omenjena pogoja izpolnjujejo predvsem nekatere kratkoročne finančne naložbe.

Glavni cilj vsakega vlagatelja je finančna sredstva razporediti na takšen način, da bodo ob določenem tveganju prinesla ustrezne donose. Ko govorimo o izbiri prave finančne naložbe, govorimo o vplivanju različnih subjektivnih in zunanjih dejavnikov. To so posameznikovi finančni cilji, obstoječe in prihodnje finančne zmožnosti (prihodki in dolgovi), vlagateljev odnos do tveganja in znanje s področja finančnih naložb.

Kljub močni poenotenosti glede tveganja se lahko kratkoročne finančne naložbe razlikujejo po donosnosti. Najpomembnejše lastnosti, ki vplivajo na donosnost, so naslednje (Van Horne, 1992, str. 404):

- Kreditno tveganje: to je tveganje, da izdajatelj vrednostnega papirja ne bo izpolnil vseh opredeljenih obveznosti. Državni vrednostni papirji so netvegani, saj za njimi stoji država, večje kot pa je kreditno tveganje, višja je njegova zahtevana donosnost.
- Likvidnost: likvidnost predstavlja možnost, da imetnik svojo naložbo hitro in brez večjih stroškov spremeni v denar. Naložbe, ki so slabše likvidne, imajo sicer višjo donosnost, vendar obstaja nevarnost, da bo moralo podjetje ob morebitni nenadni potrebi po denarju naložbo prodati po nižji ceni in bo tako izgubilo del donosa.

- Zapadlost: daljša kot je zapadlost, večja je verjetnost spremembe cene in s tem večje tveganje za podjetje, kar pomeni, da se zahteva višjo donosnost.
- Obdavčitev: tudi obdavčitev donosa vpliva na donosnost posamezne naložbe.

V nadaljevanju poglavja podrobneje opisujem različne vrste kratkoročnih finančnih naložb, z večjim poudarkom na tistih, ki so prisotne tudi v Sloveniji. Na tem mestu bi rada še opozorila na predviden prihod evra s 1. 1. 2007. S tem dnem se bo pri instrumentih, ki so nominirani v tolarjih, opravila konverzija v evre, upoštevajoč fiksno razmerje z zaokroževanjem na najbližji cent. Instrumenti nominirani v evrih se ne bodo spreminjali.

4.1. Bančne vloge

Med posameznimi segmenti denarnega trga je trg depozitov dosegel največjo stopnjo razvoja. Bančni depoziti ostajajo kljub zniževanju obrestnih mer najpogostejša in najpreprostejša oblika varčevanja. Varčevanje v bankah je povečini kratkoročno. Razne vloge pri bankah predstavljajo relativno varne naložbe začasnega presežka denarja. Možne so vezane vloge, vloge na odpoklic, potrdila o vlogi, okvirni depoziti in kratkoročni depoziti.

Po eni strani je nesmiselno, da denar leži na vpoglednem računu, na katerem je obrestovan po nižji obrestni meri, po drugi strani pa se ne ve natančno, kdaj se bo ponovno potreboval. Banke v tem primeru nudijo vrsto rešitev. Na voljo so različne možnosti kratkoročne in dolgoročne vezave presežnih sredstev, ki se po ročnosti, obrestni meri in drugih pogojih prilagajajo individualnim in specifičnim potrebam. Banke med seboj konkurirajo s ponudbo svojih storitev, za komitente pa je verjetno najpomembnejša obrestna mera. Prikaz obrestnih mer za različne ročnosti in po različnih bankah je podan v Prilogi 2.

Tabela 5: Nominalne obrestne mere bančnih vlog leta 2003, 2004 in septembra 2005

LETO	VRSTA VLOGE				
	na vpogled	do 30 dni	od 31-90 dni	od 91-180 dni	181 dni-1 leto
2003	1,0	3,9	6,0	6,1	6,4
2004	0,6	2,8	3,8	3,7	3,8
sept. 2005	0,3	2,4	3,1	3,1	3,1

Vir: Bilten Banke Slovenije, 2005, str. 53.

Depoziti, ki jih je mogoče vsak trenutek brez zadržkov dvigniti, se imenujejo **depoziti na vpogled**. Zanje banke plačujejo minimalne obresti, saj lahko vlagatelj prosto razpolaga s sredstvi.

V primeru, da podjetje želi sredstva varno naložiti in ve, da jih bo kmalu potrebovalo, so na voljo **kratkoročni vezani depoziti**. Namen vezanih depozitov ni opravljanje plačilnega prometa, temveč so to naložbena sredstva. S temi sredstvi v tem času ni mogoče razpolagati in jih uporabljati, zato je za imetnike sredstev ta finančna oblika v dogovorjenem času

nelikvidna. Komitenti jih v bankah časovno vežejo, s tem pa banka pridobi kakovostnejša denarna sredstva, ki jih lahko bolj zanesljivo plasira v posojila. Banke težijo k temu, da bi dobile čim več vezanih sredstev za čim daljši rok, zato so tudi obrestne mere višje kot pri depozitih na vpogled. Možen čas vezave sredstev je do enega meseca, od enega do treh mesecev, od treh do šestih mesecev, kratkoročno pa se lahko sredstva vežejo tudi od šestih mesecev do enega leta. Po preteku pogodbenega obdobja banka znesek, skupaj z obračunanimi obrestmi, izplača na dogovorjen način. Za vplačan denarni znesek deponenti prejmejo obresti, ki se obračunavajo in izplačujejo na način, določen v pogodbi.

V primeru, da želi podjetje oplemenititi kratkoročne viške sredstev na poslovnem računu z višjo obrestno mero in imeti sredstva ponovno na voljo z dnevom odpoklica, določenem v pogodbi, banke nudijo **okvirne depozite**. Pri odločitvi za okvirni depozit lahko komitenti večkrat v dogovorjenem obdobju vplačujejo denarne zneske – prosta finančna sredstva kot kratkoročne nenamenske vloge in hkrati v istem obdobju sredstva večkrat porabljajo. Izplačilo vezanih sredstev je pogojeno z odpoklicem, ki ga je treba podati 6 ali 15 dni pred izplačilom oziroma v skladu s pogodbenim dogovorom. Za vplačane denarne zneske banka plača obresti, ki se obračunavajo in izplačujejo na način, določen s pogodbo.

Vloge na odpoklic so za dajalca zanimive zato, ker imajo visoko likvidnost, za banko pa pomenijo poceni sredstva, ker je obrestna mera nekoliko nižja. Pri teh vlogah banka zahteva, da podjetje določeno število dni pred dvigom to sporoči. Te vloge dajejo večjo likvidnost, vendar je zaradi tega donos običajno nižji kot pa pri vezani vlogi.

V primeru, da podjetje želi varčevati, pri tem pa sredstva morebiti koristiti pred zapadlostjo, se lahko odloči za **potrdilo o vlogi** (CD). To je vrednostni papir, katerega prednost je v tem, da ga lahko imetnik pred dospelostjo proda ali indosira drugi pravni osebi. S tem načinom lahko pride do likvidnih sredstev ne glede na dospelost dokumenta. Potrdilo o vlogi se lahko sklene tudi za devizna sredstva. V bistvu gre za kratkoročni dolžniški instrument, ki ga izdajajo banke svojim deponentom. So nekakšna standardizirana oblika vezanih vlog, in sicer gre za bančno potrdilo o deponiranju denarnih sredstev za določeno obdobje po določeni obrestni meri. Na razpolago so tako majhni kot tudi večji zneski ter različni roki zapadlosti. Iz papirja je razviden znesek depozita, datum dospelosti, obrestna mera in način obrestovanja. Minimalni zneski se po bankah razlikujejo, in sicer se začnejo pri 1 milijonu tolarjev pa do 10 milijonov tolarjev. Potrdilo se lahko uporabi tudi kot zavarovanje pri pridobivanju kreditov in garancij.

Pri odločitvi za potrdilo o vlogi komitent vplača določen tolarski ali devizni znesek kot nenamensko vlogo za obdobje vezave od treh mesecev do enega leta ali več. Od klasičnega depozita se razlikuje po svoji prosti prenosljivosti z indosamentom na tretjo pravno osebo. Obresti in glavnica se izplačajo imetniku ob zapadlosti potrdila o vlogi.

Tabela 6: Potrdila o vlogi pri različnih bankah v Sloveniji

Banka	Minimalni znesek CD	Valuta
NLB	1.000.000/10.000	SIT/EUR/USD
Abanka	10.000.000	SIT
SKB banka	10.000.000	SIT
Banka Koper	2.000.000	SIT
Gorenjska banka	100.000/500	SIT/EUR/USD

Vir: Spletne strani bank, 2005.

Trg potrdil o vlogah v slovenskem prostoru ni nikoli prav zaživel. Nekatere banke sicer izdajajo potrdila o vlogah, vendar pa trgovanje s temi potrdili ni organizirano. Posamezni posli se sklepajo na podlagi bilateralnih dogovorov.

4.1.1. Prednosti bančnih vlog

Čeprav bančne vloge niso najdonosnejša oblika varčevanja, so to zelo varne naložbe, ki poleg enostavnosti in nizkih transakcijskih stroškov lahko ponujajo tudi fiksen donos. Obstaja široka mreža poslovalnic, obresti pa so vnaprej znane (pri kratkoročnih vezavah).

4.1.2. Slabosti bančnih vlog

Zaradi težjega določanja obrestnih mer na dolgi rok imajo vezane vloge omejeno ročnost, znotraj pogodbenega roka ne moremo spreminjati ročnosti vezave ali drugih pogojev (valuta, znesek), nelikvidnost (ne morete do svojega denarja pred potekom vezave), nizke obresti pri kratkoročnih vezavah, spremenljiva obrestna mera dolgoročnih varčevanj (lahko bo v teku varčevalne dobe precej nižja, kot je bila ob podpisu vezave, pa se kljub temu ne more brez posledic prekiniti vezave).

4.2. Blagajniški zapisi Banke Slovenije

Blagajniški zapis je vrednostni papir, ki se glasi na določen denarni znesek z določenim rokom dospelosti in določeno obrestno mero. To je kratkoročni, prinosniški, diskontni vrednostni papir. Spada med najvarnejše vrednostne papirje, saj ima pravzaprav jamstvo države. Z vidika likvidnosti naložbe imajo ti vrednostni papirji ob izdaji običajno dospelje od 30 do 360 dni, lahko pa jih je prodati brez bistvene izgube tudi pred dospeljem, saj zanje obstaja sekundarni trg, delno prek Ljubljanske borze, predvsem pa prek bančnih okenc. Blagajniški zapis je lahko izdan v tolarjih ali v tujem denarju. Glasi se lahko na ime ali na prinosnika. Prenos na ime se izvaja z indosamentom. Le banke in hranilnice jih lahko vpisujejo pri Banki Slovenije v svojem imenu za svoj račun in v svojem imenu za tuj račun. Je instrument denarnega trga, s katerim se lahko učinkovito vpliva na kreditni potencial bank in na denarni obtok v državi.

Likvidnost blagajniških zapisov ni najboljša, saj je trgovanje z njimi na sekundarnem trgu dokaj skromno. Eden od glavnih razlogov so previsoki stroški transakcij, kar zmanjšuje njihovo donosnost.

Banka Slovenije je izdala štiri različne vrste lastnih vrednostnih papirjev, in sicer:

- blagajniške zapise v tujem denarju,
- blagajniške zapise v tolarjih,
- dvodelne blagajniške zapise,
- blagajniške zapise z nakupnim bonom.

Tabela 7: Obrestne mere blagajniških zapisov Banke Slovenije v obdobju od leta 2002-2004 in septembra 2005

Leto	BLAGAJNIŠKI ZAPISI							
	v SIT		v EUR			v USD		
	60 dni	270 dni	60 dni	90 dni	120 dni	60 dni	90 dni	120 dni
2000	8,19	9,35	4,16	4,23	4,29	6,29	6,37	6,40
2001	10,42	11,16	4,08	4,04	4,00	3,55	3,52	3,50
2002	8,44	9,72	3,14	3,14	3,15	1,60	1,62	1,65
2003	6,92	7,44	2,17	2,15	2,13	1,03	1,03	1,03
2004	4,48	4,70	2,00	2,01	2,03	1,48	1,54	1,60
9/2005	4,00	-	2,04	2,05	2,06	3,79	3,65	3,90

Vir: Bilten Banke Slovenije, 2005, str. 52.

4.2.1. Blagajniški zapisi v tujem denarju

Blagajniški zapisi v tujem denarju so imenski, prenosljivi in neserijski vrednostni papirji. Prvo emisijo teh papirjev je Banka Slovenije izdala januarja leta 1992 z rokom dospelosti 60, 90 in 120 dni. Od maja leta 1994 so se vpisovali tudi blagajniški zapisi za 180, 270 in 360 dni. Po stalno odprti ponudbi jih lahko kupujejo banke in prek njih tudi druge pravne osebe. Vplačajo se z diskontom v evrih ali v ameriških dolarjih.

Obrestne mere se pri tej vrsti blagajniških zapisov precej pogosto spreminjajo, ker jih Banka Slovenije prilagaja obrestnim meram na tujih denarnih trgih.

Če želi imetnik vnovčiti blagajniški zapis, mora Banki Slovenije dostaviti zahtevek za izplačilo najmanj pet delovnih dni pred zapadlostjo. Priložiti mora original potrdila in navesti številko računa, na katerega se mu nakaže znesek, ki je enak nominalni vrednosti zapisa. Če imetnik tega ne naredi pravočasno, mu sredstva neobrestovano ležijo na računu Banke Slovenije. Če želi banka ponovno vpisati blagajniške zapise, mora ravno tako pravočasno predložiti zahtevek za ponovni vpis, in sicer v svojem imenu in za svoj račun ali pa v svojem imenu in za račun druge pravne osebe. V tem primeru ne pride do transfera sredstev, vpisovalcu se izplačajo le obresti zaradi diskontiranega načina vplačila.

Ker so to imenski papirji je njihova mobilnost nekoliko zmanjšana. Prodaja pred zapadlostjo se opravi z indosamentom. V primeru da postane novi lastnik zapisa banka, je treba to sporočiti Banki Slovenije.

Cilj blagajniških zapisov v tujem denarju je uravnnavati ponudbo deviz na deviznem trgu, saj se s prodajo zapisov absorbira devize z deviznega trga in v pogojih presežne ponudbe deviz posredno vpliva tudi na tečaj (Ribnikar, 1996, str. 5).

4.2.2. Blagajniški zapisi v tolarjih

Blagajniški zapisi v tolarjih so imenski, nematerializirani kratkoročni vrednostni papirji, ki jih po odprti ponudbi Banke Slovenije vpisujejo le banke in hranilnice. Na razpolago so 60-dnevni tolarški blagajniški zapisi, do novembra 2004 pa so bili na voljo tudi 270-dnevni tolarški blagajniški zapisi. Do 3. aprila 2000 je Banka Slovenije izdajala tudi zapise z ročnostjo 7 in 14 dni, ki so bili namenjeni hranilnicam, ter 30-dnevne zapise, ki so jih vpisovale banke. Od naštetih zapisov so se razlikovali 28-dnevni, ki jih je Banka Slovenije izdajala do marca 2000. Julija 2000 so bili ukinjeni blagajniški zapisi z ročnostjo 2 dni, decembra 2001 12 dnevni ter januarja 2003 360-dnevni blagajniški zapisi.

Banke jih lahko kupijo na rednih tedenskih avkcijah. Banke licitirajo ceno kot odstotek od nominalne vrednosti. Kupijo se z vplačilom na poseben račun Banke Slovenije, ki izda potrdilo o deponiranih sredstvih, ob dospelosti pa se izplača glavnica skupaj s pripadajočimi obrestmi. Banka Slovenije pri posameznih ponudbah spreminja obrestne mere, ki se določajo v odvisnosti od obrestnih mer na domačem denarnem trgu ter namer denarne in tečajne politike.

Tolarski blagajniški zapisi so namenjeni predvsem uravnavanju likvidnosti bančnega sistema. Bankam omogočajo nalaganje likvidnostnih presežkov ter predstavljajo alternativo plasiranja likvidnostnih presežkov bank na medbančnem trgu. Blagajniški zapisi so namenjeni tudi vodenju politike sterilizacije.

4.3. Blagajniški zapisi komercialnih bank

V primerjavi z blagajniškimi zapisi Banke Slovenije so ti vrednostni papirji nekoliko manj varni, vendar kljub temu še relativno varni. Običajni roki dospelja so 30, 60 ali več dni, vendar le do 360 dni. Njihova likvidnost pred dospeljem je nizka.

Blagajniški zapis je vrednostni papir, ki je prenosljiv, z njim se lahko poravnava obveznosti ter zavaruje najeto posojilo ali druge obveznosti.

V Gorenjski banki nudijo več vrst blagajniških zapisov. Za pravne osebe so na voljo (Spletne strani Gorenjske banke, 2005):

- tolarški blagajniški zapisi, za katere je najnižja vsota vpisa 100.000,00 SIT oziroma mnogokratnik tega zneska,
- tolarški blagajniški zapisi, nominirani v tujih valutah (CHF, USD, EUR in GBP), za katere je najnižja vsota vpisa 100.000,00 SIT oziroma mnogokratnik tega zneska,
- devizni blagajniški zapisi v CHF, USD, EUR in GBP. Najnižja vsota je 1.000 CHF, 500 USD, 500 EUR, 500 GBP oziroma mnogokratnik teh zneskov.

Tolarški blagajniški zapisi se revalorizirajo po temeljni obrestni meri, obrestujejo pa po realni obrestni meri, medtem ko tolarški blagajniški zapisi, nominirani v tujih valutah, in devizni blagajniški zapisi prinašajo tečajne razlike in realne obresti. Obresti se obračunavajo na konformni način, realna obrestna mera za vpisane blagajniške zapise pa je fiksna. Za nekatere vrste blagajniških zapisov je, ne glede na skoraj popolnoma prosto izbiro roka zapadlosti, možno tudi predčasno vnovčenje. Roki zapadlosti blagajniških zapisov so v razponu od 7 do 365 dni (v prestopnem letu do 366) glede na željo komitentov oziroma potrebe. Ne glede na skoraj popolnoma prosto izbiro roka zapadlosti je možno blagajniške zapise tudi predčasno vnovčiti po pogojih, ki jih določi banka, vendar to pomeni nižji donos.

4.4. Zakladne menice RS

Trg zakladnih menic danes predstavlja enega najbolj likvidnih trgov dolžniških vrednostnih papirjev v Sloveniji.

Zakladne menice so državni kratkoročni dolžniški vrednostni papirji. So varna in donosna naložba prostih denarnih sredstev v državne vrednostne papirje, za izplačilo katerih jamči Republika Slovenija. Namenjene so tistim, ki želijo svoja prosta denarna sredstva varno in donosno naložiti za obdobje do enega leta. Zakladne menice dospejo v skladu z amortizacijskim načrtom, in sicer poznamo enomesečne, tri-, šest- in dvanajstmesečne zakladne menice. Praviloma gre za diskontne vrednostne papirje, ki ne izplačujejo obresti, ampak prinašajo imetniku dohodek v obliki kapitalskega dobička.

Tabela 8: Obrestne mere zakladnih menic v letih 2002 - 2004 ter septembra 2005

LETO	EZM	TZM	SZM	DZM
2002	8,2	8,73	8,75	9,00
2003	5,43	5,11	5,12	5,10
2004	3,56	3,55	3,55	3,60
9/2005	3,70	3,71	3,67	3,58

Vir: Bilten Banke Slovenije, 2005, str. 31.

Terjatve iz zakladnih menic niso zavarovane in za njihovo izpolnitev odgovarja imetnikom zakladnih menic izključno Republika Slovenija kot dolžnik. Zakladne menice ne vsebujejo klavzul, s katerimi bi si izdajatelj zagotovil pravico do odpoklica vrednostnih papirjev pred njihovo dospelostjo. Imetnik zakladnih menic nima pravice zahtevati od izdajatelja

predčasnega vnovčevanja svojih terjatev iz naslova zakladnih menic oziroma vnovčevanja terjatev iz naslova zakladnih menic pred njihovo dospelostjo.

Zakladne menice so namenjene financiranju začasnih razlik med proračunskimi prejemki in izdatki ali pa kratkoročnim potrebam financiranja državnih posojil. Državna zakladnica jih je začela izdajati že leta 1992 z namenom, da bi zagotovila sredstva za izpolnjevanje obveznosti proračuna. Takrat so poskusno ponudili prvo izdajo šestmesečnih zakladnih menic, vendar se niso obdržale. Za neuspeh so obstajali številni razlogi. Prvi je bil prav gotovo ta, da Slovenija še ni imela velikih likvidnostnih težav, saj so imeli na finančnem ministrstvu stalne likvidnostne presežke. Drugi razlog je v vodenju denarne politike Banke Slovenije, saj je vodila denarno politiko z izdajanjem lastnih vrednostnih papirjev (blagajniški zapisi), ki so imeli višje donose kot pa zakladne menice. Tretji razlog pa je bil, da zaradi prevelikih stroškov pri prodaji na sekundarnem trgu ni bilo mogoče oblikovati sekundarnega trga zakladnih menic. Leta 1998 je država zaradi precejšnega proračunskega primanjkljaja začela ponovno izdajati zakladne menice. Enomesečne zakladne menice so se začele uporabljati šele v maju leta 2001. Državna zakladnica si je pri tem zadala za primarni cilj razvoj sekundarnega trga, ki bi omogočal poravnavo v realnem času in sorazmerno majhne stroške trgovanja.

Prednosti zakladnih menic:

- naložba v zakladne menice predstavlja donosno in varno naložbo,
- za izplačilo vseh obveznosti iz naslova zakladnih menic jamči Republika Slovenija,
- banka kot pooblaščen vpisnik na primarnem trgu ne zaračuna provizije,
- preknjižba lastništva v KDD iz naslova primarne prodaje je brezplačna,
- zakladna menica je likviden vrednostni papir, ki ga je možno dnevno kupiti ali prodati na sekundarnem trgu,
- objavljene so dnevne kotacije cen za nakup in prodajo na sekundarnem trgu.

Republika Slovenija izdaja zakladne menice na primarnih avkcijah, na katerih lahko sodelujejo le primarni vpisniki. Na dan avkcije pooblaščen vpisniki zakladnih menic zbirajo ponudbe vlagateljev za nakup zakladnih menic in jih posredujejo izdajatelju. Avkcija poteka v času od 13:30 do 14:00 ure. Na podlagi vseh danih ponudb vlagateljev se oblikuje enotna prodajna cena.

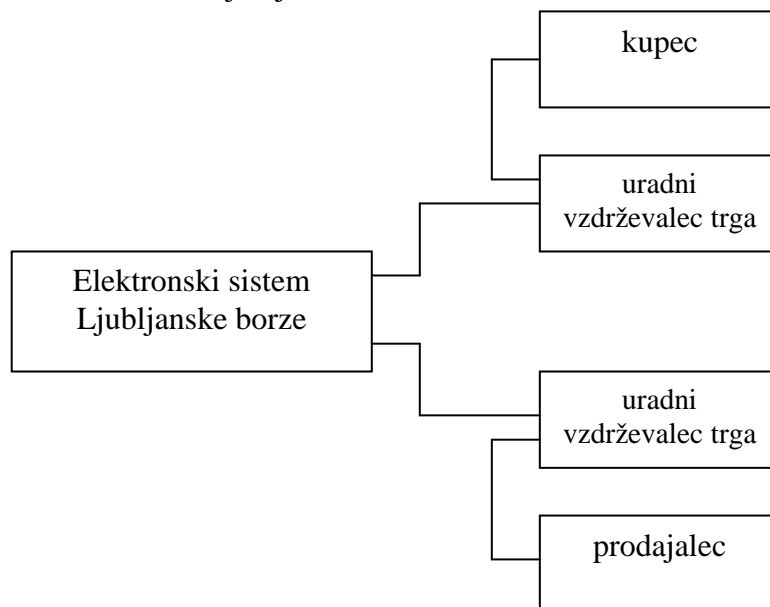
Tabela 9: Vrednost apoena, ročnost in potek avkcij zakladnih menic

	EZM	TZM	SZM	DZM
Vrednost apoena	10.000 SIT	10.000 SIT	10.000 SIT	10.000 SIT
Ročnost	28 dni	91 dni	181 dni	364 dni
Potek avkcij (praviloma)	vsako sredo	četrti torek v mesecu	četrti torek / sodi mesec	četrti torek / lihi mesec

Vir: Spletne strani NLB, 2005.

Sekundarno trgovanje z zakladnimi menicami poteka na t.i. neorganiziranem trgu, ki poteka mimo borze, pri čemer je omogočena hkratna izvršitev in poravnava posla. Trgovanje z zakladnimi menicami na sekundarnem trgu poteka prek elektronskega sistema Ljubljanske borze. Za izplačilo vseh obveznosti iz naslova zakladnih menic jamči Republika Slovenija.

Slika 7: Elektronski sistem Ljubljanske borze



Vir: Spletne strani Ljubljanske Borze, 2005.

Za dnevne nakupne in prodajne kotacije posamezne emisije zakladnih menic skrbijo uradni vzdrževalci sekundarnega trga zakladnih menic. Kupec in prodajalec se medsebojno dogovorita o vseh sestavinah kupoprodajnega posla in izpolnita nalog za prenos vrednostnih papirjev. Prodajalec nalog posreduje v banko, pri kateri ima odprt račun. Ko prejme kupec od svojega borznega posrednika referenčno številko naloga, plača kupnino na klirinški poravnalni račun, in sicer tako, da predloži nujni plačilni nalog banki in pri sklicu obvezno navede referenčno številko naloga. Po prejemu denarja na klirinški poravnalni račun, KDD izbriše pravico razpolaganja na vrednostnih papirjih prodajalca in prenese vrednostne papirje na račun kupca ter istočasno nakaže kupnino za vrednostne papirje na račun prodajalca. Če KDD v tekočem dnevu, to je do 15:30, ne pridobi informacije o dobroimetju na klirinškem poravnalnem računu, v celoti zavrne izvršitev takšnega naloga.

4.4.1. Enomesečne zakladne menice

Enomesečna zakladna menica je serijski, imenski, kratkoročni vrednostni papir, izdan v nematerializirani obliki z vpisom v centralni register vrednostnih papirjev pri KDD. Dospelost enomesečne zakladne menice je praviloma štiri tedne oziroma 28 dni po izdaji. Obresti se izračunajo v diskontu od nominalne vrednosti z uporabo navadnega obrestnega računa, dekurzivnega načina obrestovanja⁶ in z upoštevanjem dejanskega števila dni do dospelosti ter 360 dni v letu (določilo A/360).

⁶ To je obračunavanje obresti po preteku ustreznega obdobja za nazaj.

Enomesečne zakladne menice se prodajajo prek avkcij, ki so enkrat tedensko in na katerih imajo izključno pravico sodelovanja pooblaščenim vpisniki (seznam v Prilogi 3). Pooblaščenim vpisnikom na avkcijah posredujejo ponudbe za nakup enomesečnih zakladnih menic v svojem imenu in za svoj račun ter v svojem imenu in za račun ostalih investitorjev. Investitorji podajo svoje ponudbe na avkcijah enomesečnih zakladnih menic tako, da posredujejo želeno število lotov menic in ceno, izraženo v obliki tečaja. Pooblaščenim vpisnikom investitorjem ne zaračunajo nobene provizije.

Vplačilo kupnine enomesečnih zakladnih menic je en delovni dan po uspešno izvedeni avkciji, izdajatelj pa na dan prejema kupnine izvrši vpis enomesečnih zakladnih menic na račune investitorjev v KDD. Izdajatelj izplača imetnikom obveznost iz posamezne emisije enomesečnih zakladnih menic na dan dospelosti.

Enomesečne zakladne menice so se do 9. 6. 2005 razlikovale od ostalih menic predvsem po višini apoena in po tem, da fizične osebe niso mogle biti imetniki. Enomesečna zakladna menica se je izdajala v apoenu po 10.000.000 SIT. Z 9. 6. 2005 je Minister za finance izdal sklep, s katerim je odpravil navedene omejitve. Vrednost apoena se je znižala na 10.000 tolarjev, imetniki pa so lahko tudi fizične osebe. Glavni namen izdaje enomesečnih zakladnih menic je, da se velika podjetja in različne finančne institucije spodbudi v naložbe v to obliko kratkoročnega vrednostnega papirja.

4.4.2. Tri-, šest- in dvanajstmesečne zakladne menice

Značilnosti tri-, šest- in dvanajstmesečnih zakladnih menic: so imenski vrednostni papir, v nematerializirani obliki, gre za diskontni vrednostni papir, višina apoena je 10.000,00 SIT, uporablja se nominalne proporcionalna obrestna mera, prodajajo se preko avkcij, na katerih lahko sodelujejo le pooblaščenim vpisnikom in druge poslovne banke, omogočeno je nadaljnje trgovanje na sekundarnem trgu.

Nominalna proporcionalna obrestna mera se izračuna na podlagi prodajne cene določene na posamezni avkciji. Obresti se obračunavajo vnaprej od dneva vplačila do dneva dospelosti zakladnih menic, in se ob izdaji zakladne menice odštejejo v obliki diskonta od njene nominalne vrednosti. Upošteva se dejansko število dni do dospelosti ter 360 dni v letu (določilo A/360). Ob dospelosti, ki je v skladu s predvidenim koledarjem avkcij oziroma vpisov, vplačil in dospelosti posamezne emisije zakladnih menic praviloma 91 dni od dneva vplačila pri trimesečni, 182 dni pri šestmesečni, oziroma 364 dni pri dvanajstmesečni zakladni menici, izplača izdajatelj imetniku zakladne menice njeno nominalno vrednost.

Vpisovanje in vplačevanje zakladnih menic poteka prek sistema pooblaščenih vpisnikov, ki podajajo na avkciji naročila za vpis zakladnih menic v svojem imenu in za svoj račun ali za račun strank. Zakladne menice so vpisane na podlagi sprejetih ponudb na avkciji, vplačilo zakladnih menic pa je dva delovna dneva po uspešno izvedeni avkciji. Izdaja zakladnih

menic se vrši z vknjižbo zakladnih menic v centralni register vrednostnih papirjev pri KDD najkasneje tri delovne dni po uspešno izvedeni avkciji.

4.4.3. Sekundarni trg zakladnih menic Republike Slovenije

Razvoj sekundarnega trga kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev omogoča večjo likvidnost udeležencem tega trga, pomaga pa tudi pri upravljanju likvidnosti državnega proračuna in upravljanju javnega dolga v primeru, ko država nastopa kot aktivna udeleženka sekundarnega trga.

Od začetka izdajanja zakladnih menic pa do uresničitve projekta uradnega vzdrževanja sekundarnega trga zakladnih menic je bil ta trg popolnoma neformaliziran, likvidnost pa izredno majhna. Razvit denarni trg daje državi možnost cenejšega zadolževanja. Malo trgovanja z zakladnimi menicami na Ljubljanski borzi in posledično slaba likvidnost sekundarnega trga sta povzročila, da so investitorji na primarnem trgu k zahtevani donosnosti dodali še premijo za nelikvidnost naložbe in premijo za ročnost, ki se je določala glede na zapadlost zakladnih menic (daljša zapadlost je pomenila višjo premijo za ročnost). Zniževanje stroškov zadolževanja države je tako predstavljalo enega izmed glavnih povodov za razvijanje sekundarnega trga zakladnih menic.

Ministrstvo za finance in Banka Slovenije sta pristopila k aktivnemu razvoju sekundarnega trga zakladnih menic konec leta 2001. Izhodišča pri tem projektu so bila naslednja:

- čim nižji transakcijski stroški sekundarnega trgovanja,
- varnost preknjižbe oziroma netvegan prenos vrednostnih papirjev in denarja ter možnost poravnave v realnem času (T+0),
- obstoj subjektov, ki so v vsakem trenutku pripravljeni kupiti ali prodati določen vrednostni papir – to so uradni vzdrževalci trga oziroma market makerji (seznam v Prilogi 3),
- javnost in transparentnost podatkov o trgovanju.

Projekt je bil uspešno izveden in v januarju 2002 se je začelo trgovanje na novem izvenborznem trgu.

Pri trgovanju s kratkoročnimi vrednostnimi papirji so transakcijski stroški zelo pomemben faktor. Pred vzpostavitvijo izvenborznega OTC trga so bili stroški trgovanja sestavljeni iz stroškov Ljubljanske borze (0,03 %), stroškov KDD (0,15 %) in stroškov borznih posrednikov (0,1-1,0 %). Stroški so bili določeni kot odstotek od vrednosti posla. Problem so predstavljali predvsem stroški borznih posrednikov. Tako se je trgovanje premaknilo na izvenborzni OTC trg⁷, ki zagotavlja relativno nizke stroške. Stroški preknjižbe znašajo le 0,0023 % od vrednosti posla, vendar najmanj 2.500 SIT in največ 20.000 SIT. Poleg tega je

⁷ Kljub trgovanju na novi obliki trga, zakladne menice še vedno kotirajo tudi na borzi, vendar trgovanja na borzi praktično ni več.

treba plačati še stroške svojega posrednika, ki izpelje posel z vzdrževalcem trga in preknjiži vrednostne papirje. Ti stroški naj ne bi presegali 2.000 SIT. Borznih provizij ni (Dolenc, 2002, str. 20).

Pomembna prednost sklepanja poslov na sekundarnem OTC trgu je netvegan prenos vrednostnih papirjev (DVP) in denarja ter možnost poravnave v realnem času. OTC-DVP mehanizem je omogočil sočasno preknjižbo vrednostnih papirjev in denarja po sklenjeni transakciji ter hkrati tudi možnost poravnave v realnem času in z valuto na dan sklenjenega posla (T+0), kar na Ljubljanski borzi zaradi dvodnevnega zamika (T+2) ni bilo mogoče. Dolenc (2002, str. 20) pravi, da poravnava v realnem času pomeni, da podjetje po sklenitvi posla dobi denar od prodaje v roku pol ure, oziroma pri nakupu vrednostne papirje prejme takoj po plačilu.

Na razvitih denarnih trgih vedno nastopajo subjekti, ki so v vsakem trenutku pripravljeni kupiti ali prodati določen vrednostni papir. To so t.i. vzdrževalci trga oziroma market makerji. Vzdrževalec je finančni posrednik, ki ima na zalogi finančne instrumente (običajno vrednostne papirje), za katere objavlja nakupno in prodajno ceno in je pripravljen izvršiti nakup ali prodajo s temi instrumenti (Ferjančič, Dolenc, 2002, str. 43). Vzdrževalci trga skrbijo za likvidnost sekundarnega trga in zagotavljajo povpraševanje po finančnih instrumentih na primarnem trgu ob njihovi izdaji. Če je vzdrževalec aktiven tudi na primarnem trgu, govorimo o pooblaščenem (primarnem) vpisniku.

Poleg petih oziroma po 1. septembru 2005 šestih uradnih vzdrževalcev trga so udeleženci sekundarnega trga zakladnih menic še poslovne banke, podjetja, institucionalni investitorji⁸, fizične osebe in tuji investitorji. Z aktivnim sodelovanjem vse večjega števila udeležencev je sekundarni trg zakladnih menic pridobil tako na širini kot na globini.

Pred začetkom uradnega vzdrževanja sekundarnega trga je bil problem tudi nedostopnost informacij. Zato se podatki o kotacijah market makerjev in podatki o sklenjenih poslih na OTC-DVP trgu dnevno objavljajo na spletnih straneh Banke Slovenije (do 31. 8. 2005) in po 1. 9. 2005 na spletnih straneh Ljubljanske borze.

Trgovanje z državnimi vrednostnimi papirji (z vsemi izdajami zakladnih menic in z izbranimi državnimi obveznicami iz seznama, ki ga določa Ministrstvo za finance) po 1. 9. 2005 poteka v okviru posebne aplikacije (Priloga 5) na spletni strani Ljubljanske borze d.d.⁹, torej ne v okviru borznega trgovalnega sistema (t.i. BTS).

Med glavnimi obveznostmi uradnih vzdrževalcev sekundarnega trga zakladnih menic sta dnevno kotiranje nakupnih in prodajnih cen (obrestnih mer) zakladnih menic in omogočanje pridobivanja podatkov o kotacijah in sklenjenih poslih. Kot že rečeno se ti podatki dnevno

⁸ Zavarovalnice, pokojninski skladi, druge finančne institucije.

⁹ <https://tuv1.ljse.si>.

objavljajo na spletnih straneh Banke Slovenije oziroma Ljubljanske borze.. Na ta način se zagotavlja javnost in transparentnost podatkov.

Zaradi načina izračuna cene pri zakladnih menicah, ki se prodajajo z diskontom, so nakupne kotacije višje od prodajnih. Market makerji so namreč pripravljeni kupiti zakladne menice po višji obrestni meri (to je nižji ceni) in jih prodati po nižji obrestni meri (to je višji ceni). Razmik med tema dvema obrestnima merama je zaslužek market makerjev, od katerega je treba odšteti še stroške transakcij. Market makerji se lahko sami odločijo, kakšen bo ta razmik, vendar v primeru neustreznega kotiranja cen Ministrstvo za finance oziroma Državna zakladnica za posameznega market makerja določi največji razmik, ki ne sme biti manjši od stroškov transakcij.

4.5. Komercialni zapisi

Komercialni zapisi so po svoji vsebini posebna oblika (nezavarovanih) lastnih menic z določenim rokom dospelja. V praksi (ZDA) je največ zapisov izdanih na 30 dni. Navadno se glasijo na prinosnika, prodajajo se z diskontom in je nominalna vrednost izplačana ob zapadlosti (Prohaska, 1999, str. 20-21).

Komercialni zapisi so se uveljavili predvsem kot nadomestek za bančno posojilo. Osnovni namen izdaje s strani dobrih podjetij je pridobivanje cenejših finančnih sredstev na trgu, interes bank pa je zamenjati kredit s prenosljivim vrednostnim papirjem. Med izdajatelji komercialnih zapisov se pojavljajo različni gospodarski subjekti, in sicer tako finančne organizacije in ustanove, ki prevladujejo, kot tudi podjetja. Komercialne zapise prodajajo predvsem podjetja in organizacije z najboljšo boniteto.

V Sloveniji je teh zapisov relativno malo in imajo dospelje od 3 do 6 mesecev, za njih pa sekundarni trg skoraj ne obstaja. Zato jih je težko prodati pred dospeljem brez izgube, pa tudi tveganje v zvezi z nakupom je večje kot pri že omenjenih naložbah.

4.6. Reodkupni sporazum (REPO)

Repo (krajše za ang. repurchase agreement) je v osnovi transakcija, kjer se dve stranki dogovorita (gre za pravno zavezujoč dogovor) o izvedbi dveh nasprotno-smernih poslov v paketu. Prvi del posla predstavlja prodaja vrednostnih papirjev ali drugih finančnih instrumentov, drugi del pa povratni odkup istih oziroma ekvivalentnih¹⁰ vrednostnih papirjev na določen datum v prihodnosti oziroma na poziv. Ob sklenitvi repo posla lastništvo vrednostnih papirjev preide na kupca. Ta lahko z njimi prosto razpolaga, vendar pa mora ob zaključku posla vrniti enake oziroma ekvivalentne vrednostne papirje prodajalcu, razen v primeru, ko prodajalec ne izpolni svojih obveznosti.

¹⁰ Vrednostni papirji, ki imajo istega izdajatelja, izdajo, tip, vrednost in količino.

Za prodajalca vrednostnih papirjev pomeni repo posel takojšnjo prodajo in hkrati terminski nakup, za kupca pa je ravno nasprotno. Pri njem gre za takojšnjo nakup in terminsko prodajo vrednostnih papirjev (obratni – ang. reverse repo).

Obstajata dva razloga, ki vodita k sklenitvi repo poslov:

- Prvi razlog je potreba po financiranju. V tem primeru prodajalec proda vrednostne papirje z namenom, da bi zbral določena denarna sredstva. Kupec bo v tem primeru sprejel katerekoli vrednostne papirje, seveda pod pogojem, da so primerne kakovosti. Pobudnik posla je prodajalec, vrsta repo posla pa se imenuje splošni repo - "general collateral" ali "GC".
- Drugi razlog za sklenitev repo poslov je potreba po točno določeni vrsti vrednostnih papirjev. V tem primeru je pobudnik posla kupec vrednostnih papirjev, ki ima kratko pozicijo v določeni vrsti vrednostnih papirjev. Ta vrsta repo posla se imenuje posebni repo – "special".

V primeru splošnega repo posla je, v kolikor se stranki dogovorita, za časa trajanja posla mogoče zamenjati prodane vrednostne papirje z ekvivalentnimi. Pri posebnem repo poslu to seveda ni mogoče, saj kupec zahteva točno določene vrednostne papirje.

Ne glede na to, da vrednostni papirji za časa trajanja repo posla s pravnega vidika pripadajo kupcu, pa z ekonomskega vidika kupec vrednostne papirje drži le kot zavarovanje. Zato vsi prihodki iz naslova vrednostnih papirjev pripadajo prodajalcu – osnovnemu lastniku. Prodajalec proda svoje vrednostne papirje po njihovi tekoči tržni ceni, povišani za obresti, pripisane vrednostnim papirjem do dneva sklenitve repo posla. Ob zapadlosti posla plača kupcu vrednostnih papirjev za posojeni znesek še repo obresti, izračunane po dogovorjeni stopnji – repo obrestni meri. Ta obrestna mera dejansko predstavlja strošek prodajalca vrednostnih papirjev za pridobitev denarnih sredstev. Njeno višino določajo različni dejavniki, kot so tveganost posla, likvidnost, pravica prodajalca, da zamenja vrednostne papirje med trajanjem repo posla, prodajalčevi stroški poravnave, oblika krivulje donosa, donosi podobnih instrumentov denarnega trga in pričakovanja glede višine tržnih obrestnih mer.

Zapadlost se pri teh poslih giblje od enega dneva do več mesecev. Reodkupni sporazum ima značilnosti zavarovanega posojila, pri katerem kot zavarovanje služijo vrednostni papirji.

Repo je v zadnjem času eden najbolj uporabljenih instrumentov na večini nacionalnih denarnih trgih, saj pomeni nizko tveganje in zelo likviden kratkoročni finančni instrument, primeren za široko uporabo. V veliki meri ga uporabljajo razni finančni posredniki, vendar ne le za financiranje svojega portfelja, ampak tudi za kritje primanjkljaja pri določenih vrednostnih papirjih in za arbitražo.

Repo je pomemben tudi z vidika vodenja denarne politike države. Centralne banke ga pogosto uporabljajo pri izvajanju politike odprtega trga. Na ta način lahko intervenira na trgu denarja in s tem uravnava količino denarja v obtoku. Repo posli se široko uporabljajo kot instrument upravljanja državne likvidnosti in državnega dolga.

Instrument reodkupa v Sloveniji uporablja samo centralna banka, na denarnem trgu ZDA pa posle opravljajo tudi drugi udeleženci denarnega trga. Trg repo poslov v Sloveniji torej še ne deluje. Banka Slovenija je že leta 2002 začela z aktivnostmi za razvoj trga, in sicer najprej na podlagi kratkoročnih in nato na podlagi dolgoročnih vrednostnih papirjev (Ferjančič, 2002a, str. 2-6).

4.7. Evrovalutni denarni trg

Evro trg je mednarodno tržišče, na katerem poslujejo banke z nedomicilnimi valutami. Njegov glavni pomen in lastnost je, da na tem trgu ni restrikcij s strani nacionalnih monetarnih oblasti. Na evrotrgu se danes trguje praktično z vsemi konvertibilnimi valutami. Če se osredotočimo npr. na ZDA, so evrodolarji dolarji naloženi zunaj ZDA.

Poleg evrodolarskih vezanih depozitov se na denarnem trgu pojavljajo tudi evrovalutni certifikati o vezani vlogi in evrokomercialni zapisi. Prednosti evrodepozitov so ugodnejše obrestne mere, kot bi jih dobili za posamezno valuto v njeni domicilni državi. Evrokomercialni zapisi so oblika kratkoročnih menic, ki se glasijo na nizke zneske in so nezavarovani, izdajajo jih le mednarodne korporacije z najvišjo boniteto. Ta vrednostni papir ni reguliran po predpisih države, v valuti katere je nominiran.

4.8. Izvedeni finančni instrumenti

Ti instrumenti niso namenjeni zbiranju sredstev, ampak predvsem učinkovitemu upravljanju z že obstoječim kapitalom. Pogosto se jih uporablja skupaj s praviimi instrumenti denarnih in kapitalskih trgov, prvenstveno z namenom zmanjšanja tveganja osnovnih instrumentov ter tako znižanja stroškov financiranja. Z njimi je mogoče tudi špekulirati. Trg izvedenih finančnih instrumentov hitro narašča.

V Sloveniji je bilo v preteklosti nekaj poskusov organiziranega trgovanja z izvedenimi instrumenti, vendar nobeden ni uspel. Glavni razlogi so bili v premajhni velikosti trga, ki ni zadostoval za kritično maso obsega poslov. Še najbolj aktiven je OTC trg navadnih valutnih terminskih pogodb.

Na trgu izvedenih finančnih instrumentov so z vidika denarnega trga najpomembnejši naslednji instrumenti:

- *Futures ali standardizirane terminske pogodbe*: kupec se obveže kupiti, prodajalec pa prodati določeno količino blaga na določen dan v prihodnosti, in sicer pod pogoji, ki jih določa standardizirana terminska pogodba, s katerimi se organizirano trguje na borzi. Promet s terminskimi pogodbami narašča. Najpomembnejše so terminske pogodbe vezane na EURIBOR. Poleg teh pogodb so pomembne še pogodbe na obrestno mero za angleški funt in pogodbe Euroswiss (trgovanje s temi pogodbami na švicarski frank poteka v Londonu). Gre za posle kratkih ročnosti (v povprečju treh mesecev).
- *Opcije*: to je pogodba, ki daje lastniku pravico, da kupi ali proda v pogodbi določen instrument denarnega trga oziroma valuto po vnaprej določeni ceni, na dogovorjeni dan ali do dogovorjenega roka.
- *Valutna zamenjava* je zavezujoč dogovor med banko in komitentom o promptnem nakupu ali prodaji določenega zneska določene valute ob hkratni terminski prodaji ali nakupu istega zneska iste valute. Zaradi enotne evrovalute je trg valutnih zamenjav v zadnjih letih izgubil pomen, v Sloveniji pa je še vedno zanimiv in se povečuje tako pri poslih med bankami kot tudi med bankami in drugimi pravnimi osebami.
- *Z obrestno zamenjavo* se lahko obveznosti iz naslova obresti s fiksno obrestno mero zamenja za obveznosti s spremenljivo obrestno mero in nasprotno. Pri tem so obveznosti lahko v enakih ali različnih valutah. Tako se zagotovi učinkovito upravljanje sredstev in obveznosti. Večina tržnih udeležencev uporablja te finančne instrumente za zavarovanje obrestnega tveganja¹¹, le peščica jih trguje s špekulativnim namenom.

Postopoma, v Sloveniji, pridobiva na pomenu trg valutnih zamenjav. Trgovanje z valutnimi zamenjavami poteka pretežno med domačimi bankami in nerezidenti, medtem ko so med slovenskimi bankami relativno redke.

4.9. Skladi denarnega trga

Čeprav tovrstnih skladov v Sloveniji še ni prisotnih, so v tujini zelo razširjeni. Skladi denarnega trga so posebna oblika vzajemnih investicijskih skladov, ki sredstva nalagajo v varnejše kratkoročne vrednostne papirje, zato jih štejemo za najvarnejše izmed vzajemnih skladov. Njihov glavni cilj je ohranjanje vrednosti premoženja, donos pa je drugotnega pomena, tako da predstavljajo alternativo bančnim depozitom. Prednost teh skladov pred depoziti pa je, da so sredstva v njih likvidna, saj lahko vlagatelj kadarkoli proda točke oziroma delnice sklada, saj naložba ni časovno vezana, tako kot pri bančnih depozitih. Vrednost sredstev, ki jih je vlagatelj naložil v sklad, naj se tako ne bi spreminjala (ena delnica oziroma en VEP je vedno vreden en dolar), vlagatelju pa se dnevno pripisujejo še dividende (obresti), ki se ponavadi izplačajo enkrat mesečno.

¹¹ To je tveganje spremembe obrestne mere.

Vrste naložb skladov denarnega trga so zakonsko določene. Vlagajo lahko predvsem v kratkoročne vrednostne papirje oziroma v inštrumente denarnega trga z najvišjo oziroma visoko bonitetno oceno. Veliko upravljavcev še dodatno omeji naložbeni prostor skladom, tako da so skladi še bolj varni. Skladi v ZDA nalagajo sredstva v naslednje vrednostne papirje oziroma inštrumente denarnega trga:

- bančna potrdila o vlogi (CDs - Certificates of Deposit),
- zakladne menice (Treasury Bills ali T-bills),
- vrednostni papirji državnih agencij - sem spadajo dolžniški vrednostni papirji, izdani iz strani državnih agencij oziroma podjetij za financiranje stanovanjskih, študentskih ter drugih kreditov gospodinjstev, kot so Freddie Mac, Fannie Mae ter Sallie Mae,
- komercialni zapisi - zadolžnice podjetij, katerih zapadlost ni daljša od 270 dni, njihova kreditna boniteta pa je odvisna od bonitete podjetja, ki jih izda,
- druge inštrumente denarnega trga.

Skladi denarnega trga v Sloveniji še do pred kratkim niso bili možni, novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) pa ureja tudi to področje. Čeprav je tudi Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP) že sprejela potrebne podzakonske akte in torej pravnih ovir za ustanavljanje takšnih skladov ni, se postavlja vprašanje smiselnosti ustanavljanja VSDT v Sloveniji. V tem trenutku so namreč donosi na slovenskem denarnem trgu prenizki, da bi bili zanimivi za vlagatelje.

Glavna prednost skladov denarnega trga v primerjavi z bančnimi depoziti je v likvidnosti sredstev, saj so ta dostopna kadarkoli želimo (nekateri skladi imajo manjše omejitve). Poleg tega je praviloma donos skladov za malenkost višji od obrestnih mer na bančne vloge. Zaradi fleksibilnosti glede vstopanja in izstopanja iz skladov denarnega trga so ti skladi zelo priljubljeni tudi pri aktivnih vlagateljih. Kadar se namreč želijo izogniti nihanjem na delniškem in/ali obvezniškem trgu, sredstva ali del sredstev kratkoročno naložijo v sklade denarnega trga in tako dobivajo vsaj minimalen donos. Skladi denarnega trga lahko v ZDA do neke mere prevzamejo tudi vlogo transakcijskega računa, saj se lahko s sredstvi, ki so naložena v skladih, krije izdane osebne čeke, poleg tega pa je ta sredstva možno dvigati na bankomatih.

Poglavitna pomanjkljivost skladov denarnega trga je njihova nizka donosnost, tako da na daljši rok donos skladov verjetno ne bo pokrival niti inflacije. Zato so ti skladi primerni predvsem za »kratkotrajne izlete na varno«. Skladi denarnega trga so zaradi naložb v kratkoročne vrednostne papirje zelo občutljivi na spremembo obrestnih mer. Ob njihovem padanju se bo donos sklada hitreje zmanjševal, kot se bo zmanjševal donos skladov, ki sredstva nalagajo v dolgoročne dolžniške papirje. Seveda pa bo obratno pri naraščanju obrestnih mer, kjer se bo donos skladov denarnega trga hitreje prilagodil višjim obrestnim meram. V primerjavi z bančnimi depoziti, pri katerih za izplačilo do nekega zneska jamči država, pa za izplačilo sredstev v skladih denarnega trga ni državnih jamstev. Skladi pa so kljub temu zelo varni, saj vlagajo predvsem v državne vrednostne papirje, za katere jamči

država. Poleg tega ima veliko skladov do neke meje zavarovana sredstva vlagateljev pri vzajemnih organizacijah, kjer upravljavci zbirajo sredstva za primer težav katerega od skladov.

5. SKLEP

Pomembnejša faktorja današnjega poslovnega okolja podjetja sta spremembe okolja in negotovost, povezana s prihodnostjo. Tveganju, ki je v svetu nenehnih sprememb torej nekaj vsakdanjega, se podjetje ne more izogniti. Lahko ga le ublaži s kakovostnim načrtovanjem, težave, ki pa se kljub temu pojavijo, pa odpravlja z redno kontrolo.

Zagotovitev likvidnosti oziroma kratkoročne plačilne sposobnosti je eden izmed najpomembnejših ciljev podjetja. Da bi bil ta cilj dosežen, mora podjetje smotrno upravljati z denarjem. Upravljanje z denarnimi sredstvi podjetja se osredotoča na denarne pritoke in odtoke, na izmenjavo med držanjem denarja in naložbami v likvidne vrednostne papirje. Določanje optimalne ravni denarnih sredstev je torej neločljivo povezano z naložbami v likvidne vrednostne papirje in predstavlja precejšen teoretičen problem. Lotili so se ga številni avtorji s svojimi modeli (Baumol, 1952; Miller, Orr, 1966; Stone, 1972), vendar so bili njihovi rezultati pogosto drugačni od dejanskega obsega denarnih sredstev v podjetjih. Zato veliko podjetij še danes pri tem vprašanju uporablja bolj pretekle izkušnje in operativne metode.

Denar na transakcijskem računu ali v blagajni je nedonosna naložba, ki v razmerah inflacije izgublja vrednost. Temu se podjetje lahko izogne le s čim bolj natančnim načrtovanjem, pri čemer mu je v pomoč izkaz denarnih tokov, ki na eni strani prikazuje načrtovane pritoke in na drugi načrtovane odtoke denarja. Na podlagi tako izdelanega izkaza se podjetje odloči za najprimernejšo obliko naložbe presežka denarja oziroma za primerno obliko financiranja primanjkljajev.

S kratkoročnimi vrednostnimi papirji oziroma instrumenti se trguje na denarnem trgu. Denarni trg je za celovit finančni sistem izrednega pomena. Razvit denarni trg omogoča centralni banki učinkovitejšo transmisijo ukrepov denarne politike, bankam in ostalim udeležencem denarnega trga pa daje možnost lažjega uravnavanja likvidnosti.

Denarni trg v Sloveniji se sicer po stopnji razvoja, še ne more primerjati z denarnimi trgi posameznih držav članic EU, vendar je z uvedbo izvenborznega sekundarnega trga za zakladne menice dosegel velik napredek. Sekundarni trg zakladnih menic je bil do leta 2002 nerazvit in nelikviden. V letu 2002 je začel delovati nov izvenborzni trg za zakladne menice z bistveno boljšimi pogoji za trgovanje. Občutno so se znižali transakcijski stroški, hkrati pa je bil omogočen netvegan prenos vrednostnih papirjev in denarja ter možnost poravnave v realnem času. Imenovani so bili vzdrževalci sekundarnega trga zakladnih menic, ki skrbijo za

ponudbo in povpraševanje po zakladnih menicah. Z objavljanjem podatkov o kotacijah in trgovanju pa je bila zagotovljena tudi javnost in transparentnost podatkov. Zakladne menice so državni kratkoročni vrednostni papirji, ki investitorjem predstavljajo varno in donosno naložbo. Republika Slovenija prek avkcij izdaja enomesečne, trimesečne, šestmesečne in dvanajstmesečne zakladne menice. Namenjene so tistim, ki želijo svoja prosta denarna sredstva varno in donosno naložiti za obdobje do enega leta. Poleg tega gre za zelo likviden vrednostni papir, ki ga je mogoče dnevno kupiti ali prodati na sekundarnem denarnem trgu.

Razne vloge pri bankah predstavljajo relativno varne naložbe začasnega presežka denarja. Možne so vezane vloge za določen čas v dneh, ali pa vloge na odpoklic, kjer banka zahteva da podjetje določeno število dni pred dvigom to sporoči. Medtem ko so vezane vloge popolnoma nelikvidne, obstajajo še CD potrdila, ki omogočajo likvidnost tudi bančnim vlogam, vendar trg potrdil o vlogah v slovenskem prostoru ni oživel.

Blagajniški zapisi Banke Slovenije so kratkoročni vrednostni papir, ki so med najvarnejšimi, saj imajo pravzaprav jamstvo države. Ob izdaji imajo običajno dospelje med 30 do 180 dni. V primerjavi z zakladnimi menicami so precej manj likvidni. Komerčni zapisi so uspešno nadomestilo bančnim posojilom, izdajajo jih podjetja z najboljšo boniteto poslovanja.

Reodkupni sporazum nima lastnosti kratkoročnih vrednostnih papirjev, vendar igra pomembno vlogo na denarnem trgu. Repo posli so sestavljeni iz dveh delov, in sicer začasne prodaje vrednostnih papirjev in povratnega odkupa ekvivalentnih vrednostnih papirjev na določen datum oziroma na odpoklic. Zaradi varnosti in fleksibilnosti so eden najpomembnejših instrumentov razvitih finančnih trgov.

LITERATURA

1. Baloh Peter: Informacijska podpora finančnemu načrtovanju v razmerah tveganja. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 60 str.
2. Baumol William J.: The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach. Quarterly Journal of Economics. Cambridge, 66(1952), 4, str. 545-556.
3. Bažato Katja: Kratkoročne finančne naložbe. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 29 str.
4. Berk Aleš et al.: Poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 291 str.
5. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C., Daves Phillip R.: Intermediate Financial management. Sixth edition. Orlando : The Dryden Press, 1999. 1083 str.
6. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C.: Intermediate Financial Management. Third edition. Chicago : The Dryden Press, 1990. 923 str.
7. Coyle Brian: Cash Flow Forecasting and Liquidity. Chicago : Glenlake Publishing Company, 2000. 130 str.
8. Dermol Tina: Zakladne menice in referenčna obrestna mera. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 42 str.
9. Dolenc Primož: Upravljanje likvidnosti pri enotnem računu državne zakladnice. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 94 str.
10. Dolenc Primož, Grum Andraž: The Slovenian path in money market development. Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci, Rijeka, 19(2001), 1, str. 103-121.
11. Doumont Michel: Evropski notranji trg finančnih storitev. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 7/8, str.13-21.
12. Ferjančič Cilka, Dolenc Primož: Sekundarni trg zakladnih menic. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 3, str. 43-47.
13. Ferjančič Cilka: Denarni trg v državah članicah Evropske unije leta 2003. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004), 6, str. 31-36.
14. Ferjančič Cilka: Denarni trg v državah kandidatkah za članstvo v Evropski uniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002a), 6, str. 2-6.
15. Ferjančič Cilka: Denarni trg v evroobmočju leta 2004. Bančni vestnik, Ljubljana, 54(2005), 9, str. 35-38.
16. Filipič Drago, Mlinarič Franjo: Temelji podjetniških financ. Maribor : Ekonomsko-poslovna fakulteta, 1999. 199 str.
17. Gostiša Jure: Skladi denarnega trga - likvidni depozit. [URL: <http://www.vzajemci.com/text.php?id=1797>], 22. 5. 2003.
18. Gregorič Dejan: Kratkoročni vrednostni papirji. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 53 str.
19. Hočevar Marko, Igličar Sandi, Zaman Maja: Osnove računovodstva. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 469 str.
20. Horvat Tatjana: Pri finančnem načrtovanju je v ospredju denarni tok. [URL: <http://www.finance-on.net>], 13. 11. 2003.

21. Junkar Tomaž: Računovodske informacije za ugotavljanje kapitalske ustreznosti podjetja. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 52 str.
22. Kalan Uroš: Slovenski denarni trg: značilnosti, prihodnost ter oblikovanje obrestnih mer. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 87 str.
23. Kesič Jasna Tjaša: Analiza donosnosti vzajemnih skladov v primerjavi z bančnimi vlogami v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 42 str.
24. Kolarič Marko: Zakladne menice v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 32 str.
25. Kovačič Kristina: Dva namena blagajniških zapisov Banke Slovenije. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 49 str.
26. Levy Haim, Sarnat Marshall: Principles of Financial Management. Englewood Cliffs, New Jersey : Prentice Hall, 1988. 617 str.
27. Michele Allman-Ward, James Sagner: Essentials of Managing Corporate Cash. Hoboken: John Wiley & Sons, 2003. 264 str
28. Miller Merton H., Orr Daniel: A Model of the Demand for Money by Firms. Quarterly Journal of Economics, Cambridge, 80(1966), 4, str. 413-435.
29. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
30. Mulligan Emer: Treasury Management Organization: An Examination of Centralized versus Decentralized Approaches. The Irish Journal of Management, Galway, 22(2001), str. 7-33.
31. Pečar Igor: Naložbe na slovenskem finančnem trgu. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 30 str.
32. Peterlin Barbara: Osebne finance. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 37 str.
33. Petrič Tine: Blagajniški zapisi: Konec ujčkanja. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2004, 44, str. 42.
34. Prohaska Zdenka: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 196 str.
35. Prosen Ksenija: Upravljanje z denarjem v podjetju. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1995. 22 str.
36. Ribnikar Ivan: Denarni sistem in denarna politika. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 80 str.
37. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
38. Ribnikar Ivan: Finančni trgi (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 44(1995), 9, str. 38-39.
39. Rovčanin Adnon: Upravljanje finansijama. Sarajevo : Ekonomski fakultet, 2003. 337 str.
40. Snoj Alenka: Repo posli. Prikazi in analize, Ljubljana, 9(2001), 5, str. 1-17.
41. Stigum Marcia: The Money Market. Third edition. Homewood : Dow-Jones-Irwin, 1990. 1252 str.
42. Stone Bernell K.: The Use of Forecasts and Smoothing in Control-Limit Models for Cash Management. Financial Management, 1(1972), 1, str. 72-84.
43. Šafhalter Sabina: Analiza finančnih naložb v tujini. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 39 str.

44. Šibič Polona: Prenova finančne funkcije v podjetju. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 51 str.
45. Škof Jerneja: Varčevanje v vrednostnih papirjih. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 32 str.
46. Torkar Tanja: Blagajniški zapisi Banke Slovenije. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 43 str.
47. Valenčič Boštjan: Sekundarni trg državnih vrednostnih papirjev Republike Slovenije. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 53 str.
48. Van Horne C. James: Financial Management and Policy. Ninth edition. Englewood Cliffs : Prentice Hall, 1992. 833 str.
49. Veselinovič Draško: Mednarodne poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003.
50. Veselinovič Draško: Slovenski finančni trg in EU. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004), 5, str. 81-87.
51. Veselinovič Draško: Financial Sector Development in Transitional Countries: Emerging Capital Markets Development With Some Focus on Slovenia. Veselinovič Draško, Mednarodne poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003a. 23 str.
52. Weston Fred J., Brigham Eugene F.: Essentials of Managerial Finance. 10th ed. Forth Worth : The Dryden Press, 1993. 892 str.
53. Zaman Maja, Trtnik Boštjan: Zbirka vaj iz predmeta osnove računovodstva. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 29 str.

VIRI

1. Arhiv slovenskih medbančnih obrestnih mer. Združenje Bank Slovenije. [URL: http://www.zbsgiz.si/slo/financni_podatki.htm], 10. 1. 2006.
2. Bilten Banke Slovenija. Ljubljana : Banka Slovenije, 14(2005), 10, 144 str.
3. Denarni trg v Sloveniji. [URL: <http://www.sbaza.net>], 15. 10. 2005.
4. Deželan Silva: Prosojnice za predmet Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta.
5. Enomesečna zakladna menica. Prospekt. Ljubljana : Ministrstvo za finance, 2005. 4 str.
6. Euro Money Market Study 2004. Frankfurt : Evropska centralna banka, 2005. 57 str.
7. Finančni trgi. Ljubljana : Banka Slovenije, oktober 2005. 30 str.
8. Informacije o uvedbi evra Sloveniji. [URL: <http://www.evro.si>], 10. 1. 2006.
9. Letno poročilo banke Slovenije 2004. Ljubljana : Banka Slovenije, 2004. 118 str.
10. Mesečna informacija o dogajanju na denarnem trgu. Ljubljana : Banka Slovenije, september 2005. 6 str.
11. Mohorič Saša: Gradivo za vaje za mednarodne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 49 str.
12. Priročnik za investitorje v zvezi z nakupom in prodajo zakladnih menic na OTC trgu z DVP poravnavo. Ljubljana : Ministrstvo za finance 2005. 2 str.
13. Schroeder Michael: Benefits of Diversification and Integration for International Equity and Bond Portfolios. Mannheim : Centre for European Economic Research. 6 str. [URL: <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/div/schroeder.pdf>], 2002.
14. Spletne strani Nove Ljubljanske banke. [URL: <http://www.nlb.si>], 10. 5. 2005.
15. Spletne strani Abanke. [URL: <http://www.abanka.si>], 10. 5. 2005.
16. Spletne strani Bank Austria. [URL: <http://www.ba-ca.si>], 10. 5. 2005.
17. Spletne strani Banke Koper. [URL: <http://www.banka-koper.si>], 10. 5. 2005.
18. Spletne strani Gorenjske banke. [URL: <http://www.gbkr.si>], 13. 5. 2005.
19. Spletne strani Probanke. [URL: <http://www.probanka.si>], 10. 5. 2005.
20. Spletne strani SKB banke. [URL: <http://www.skb.si>], 10. 5. 2005.
21. Spletne strani Sparkasse. [URL: <http://www.sparkasse.si>], 10. 5. 2005.
22. Spletne strani Ljubljanske Borze. [URL: <http://www.ljse.si>], 15. 6. 2005.
23. Spletne strani Financ. [URL: <http://www.finance-on.net>], 20. 2. 2006.
24. Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets. London : London Economics, 2002. 207 str.
25. 3,6 in 12 mesečna zakladna menica. Prospekt. Ljubljana : Ministrstvo za finance 2005, 15 str.

PRILOGA 1: Shema izkaza denarnih tokov

PREJEMKI
<i>Začetno stanje denarnih sredstev</i>
Prejemki iz poslovanja a) od prodaje proizvodov ali storitev b) od obresti in deležev iz dobička drugih c) drugi prejemki pri poslovanju
Prejemki pri investicijski dejavnosti a) od odtujitve neopredmetenih dolgoročnih sredstev b) od odtujitve opredmetenih osnovnih sredstev c) od odtujitve dolgoročnih finančnih naložb d) od odtujitve kratkoročnih finančnih naložb
Prejemki pri dejavnosti financiranja a) od vplačanega kapitala b) od dobljenih dolgoročnih posojil c) od dobljenih kratkoročnih posojil

IZDATKI
Izdatki iz poslovanja a) za nakup materiala ali storitev b) za plače in deleže delavcev iz dobička c) za dajatve d) za obresti e) drugi izdatki pri poslovanju
Izdatki pri investicijski dejavnosti a) za pridobitev neopredmetenih dolgoročnih sredstev b) za pridobitev opredmetenih osnovnih sredstev c) za pridobitev dolgoročnih finančnih naložb d) za pridobitev kratkoročnih finančnih naložb
Izdatki pri dejavnosti financiranja a) za vračila kapitala b) odplačilo dolgoročnih posojil c) odplačilo kratkoročnih posojil d) izplačilo dividend in drugih deležev lastnikov iz dobička
<i>Končno stanje denarnih sredstev</i>

PRILOGA 2: Nominalne obrestne mere v mesecu oktobru 2005 za različne vrste vlog po posameznih poslovnih bankah

BANKA	Na vpogled	do 30 dni	od 31-90 dni	od 91-180 dni	od 181-365 dni
Banka Vipa	0,3	1,90-3,00	3,05-3,30	3,10-3,35	3,10-3,35
Bank Austria	0,5-0,6	2,50-3,30	3,00-3,35	3,00-3,40	2,80-3,45
Banka Celje	0,3	1,50-3,15	3,10-3,40	3,10-3,40	3,10-3,40
Banka Koper	0,3	3,00	2,90-3,15	2,90-3,15	3,00-3,25
Factor Banka	0,6	1,50-2,50	2,00-3,60	2,80-3,65	3,00-3,75
Gorenjska banka	0,3	1,85-3,40	3,05-3,35	3,20-3,45	3,20-3,45
Hypo banka	0,3	3,20-3,40	3,25-3,40	3,25-3,40	3,20-3,30
Sparkasse	0,65-1,5	-	1,80-3,80	1,90-3,70	2,00-3,70
NLB	0,3	1,85-2,60	2,60-3,25	2,60-3,25	2,60-3,25
PBS	0,3	1,80-3,10	3,05-3,50	3,05-3,50	3,05-3,50
Probanka	0,6	2,50-3,30	3,30-3,50	3,30-3,50	3,30-3,50
Raiffeisen Krekova banka	0,48-0,6	1,75-3,00	2,80-3,50	2,85-3,50	2,85-3,50
SKB	0,5	2,00-3,50	3,50-3,75	3,25-3,75	3,00-3,50
Volksbank	0,5-1,0	1,00-3,30	3,05-3,60	3,20-3,40	3,10-3,60
Hranilnica Lon	0,7	2,00-3,40	3,70	3,70-3,80	3,80-3,90

Vir: Spletne strani Financ, 2006.

PRILOGA 3: Pooblašчени vpisniki zakladnih menic in uradni vzdrževalci sekundarnega trga zakladnih menic

Pooblašчени (primarni) vpisniki

Na avkcijah državnih vrednostnih papirjev s ponodbami neposredno sodelujejo le primarni vpisniki, ki lahko podajajo ponudbe v svojem imenu in za svoj račun ter v svojem imenu in za tuj račun. Primarni vpisniki obveščajo investitorje o avkcijah in sprejemajo naročila investitorjev za vpis in vplačilo državnih vrednostnih papirjev na avkcijah ter na podlagi naročil investitorjev posredujejo ponudbe za vpis in vplačilo državnih vrednostnih papirjev.

Primarni vpisniki za leto 2006 so pravne osebe, ki jih je Ministrstvo za finance izbralo za uradne vzdrževalce likvidnosti za obdobje od 1.9.2005 do 31.12.2006 na podlagi kriterijev za izbor uradnih vzdrževalcev likvidnosti. Primarni vpisniki so:

1. ABANKA VIPA, D. D. , Slovenska 58, 1517 Ljubljana
2. BANK AUSTRIA CREDITANSTALT, D.D.,Ljubljana, Šmartinska 140, 1000 Ljubljana
3. FACTOR BANKA, D. D., Tivolska 48, 1000 Ljubljana
4. PERSPEKTIVA, D. D., Dunajska 156, 1000 Ljubljana
5. NOVA LJUBLJANSKA BANKA, D. D., Čopova 3/2, 1520 Ljubljana
6. PROBANKA, D. D., Gosposka 23, 2000 Maribor
7. SKB BANKA, D.D., SOCIETE GENERALE GROUP, Ajdovščina 4, 1513 Ljubljana

Uradni vzdrževalci

Uradni vzdrževalci pri trgovanju z vrednostnimi papirji so lahko banke in borznoposredniške hiše, ki izpolnjujejo določene pogoje v skladu s kriteriji za izbor uradnih vzdrževalcev likvidnosti in pravili za trgovanje z vrednostnimi papirji Republike Slovenije preko uradnih vzdrževalcev likvidnosti z dne 6. 7. 2005. Uradni vzdrževalci sekundarnega trga zakladnih menic so naslednji:

1. ABANKA VIPA, D. D., Slovenska 58, 1517 Ljubljana
2. BANK AUSTRIA CREDITANSTALT , D. D., Ljubljana, Šmartinska 140, 1000 Ljubljana
3. NOVA LJUBLJANSKA BANKA, D. D., Trg republike 2, 1000 Ljubljana
4. PROBANKA, D. D., Gosposka 23, 2000 Maribor
5. SKB BANKA, D. D., SOCIETE GENERALE GROUP, Ajdovščina 4, 1513 Ljubljana
6. PERSPEKTIVA, D. D., Dunajska 156, 1000 Ljubljana

PRILOGA 4: Primer izračuna cene, obresti in obrestne mere

Pooblaščen vpisnik oziroma investitor želi investirati v trimesečno zakladno menico in z naložbo doseči 3,5 % letno stopnjo donosa. Za ta namen poda pooblaščen vpisnik, v svojem imenu in za svoj račun oziroma v svojem imenu in za tuj račun, na avkciji ponudbo za odkup zakladne menice po tečaju 99,123 %.

$$P_T = \frac{100}{1 + \frac{OM_I}{100} \times \frac{d}{360}} = \frac{100}{1 + \frac{3,5}{100} \times \frac{91}{360}} = 99,123\%$$

V primeru, da se avkcija zapre pri enotnem tečaju 99,120 %, je prodajna cena zakladne menice 9.912 SIT. Pooblaščenemu vpisniku oziroma investitorju pripada 88 SIT obresti od posamezne zakladne menice, ki so obračunane v obliki diskonta od nominalne vrednosti zakladne menice. V tem primeru znaša letna obrestna mera zakladne menice, dosežena na avkciji, 3,51 %.

$$PC = PC_T \times N = 99,120\% \times 10.000 = 9.912 \text{ SIT}$$

$$O = N - PC = 10.000 - 9.912 = 88 \text{ SIT}$$

$$OM = \frac{O \times 360 \times 100}{PC \times d} = \frac{88 \times 360 \times 100}{9.912 \times 91} = 3,51\%$$

PRILOGA 5: Prikaz kotacije zakladnih menic na spletni strani Ljubljanske borze
(od 1. septembra 2005 dalje)

POVPRAŠEVANJE

V okviru določene serije je za prodajalca vrednostnih papirjev najugodnejša najvišja cena oziroma najnižji donos do dospelja.

PONUDBA

V okviru določene serije je za kupca vrednostnih papirjev najugodnejša najnižja cena oziroma najvišji donos do dospelja.

Trgovanje	Obrestna mera v %	Ročnost do dospelja	Tečaj v %	Donosnost do dospelja	Koda UVL	Tečaj v %	Donosnost do dospelja	Koda UVL	za vrednostni papir
Kotacije									
Vse kotacije posameznega vrednostnega papirja	0,0000	38 dni	99,5984	3,82	1B	99,6152	3,66	1B	DZ28
Amortizacijski načrt	0,0000	101 dni	98,9589	3,75	1B	99,0138	3,55	1P	DZ29
Donosnost	0,0000	164 dni	98,2990	3,80	P2	98,4438	3,47	1S	DZ30
Sklenjeni posli	0,0000	220 dni	97,7597	3,75	2A	97,8766	3,55	2A	DZ31
Tečajnica	0,0000	283 dni	97,1736	3,70	2A	97,3223	3,50	2A	DZ32
Kalkulator	0,0000	346 dni	96,5839	3,68	2A	96,7906	3,45	2A	DZ33
Uradni vzdrževalci trga	0,0000	3 dnevi	99,9677	3,88	1B	99,9692	3,70	2A	EZ229
	0,0000	10 dni	99,8929	3,86	3A	99,8976	3,69	3A	EZ230
	0,0000	17 dni	99,8185	3,85	3A	99,8250	3,71	1S	EZ231
Statistični podatki	0,0000	24 dni	99,7440	3,85	2A	99,7546	3,69	2A	EZ232
Arhiv poslov	7,7500	130 dni	101,3500	3,77	2A	101,5500	3,22	2A	RS51
Zbirni podatki prikaza poslov	0,0000	10 dni	99,8932	3,85	2A	99,8976	3,69	3A	SZ34
	0,0000	73 dni	99,2273	3,84	3A	99,2550	3,70	1S	SZ35
	0,0000	136 dni	98,5848	3,80	2A	98,6325	3,67	1S	SZ36
Dodatne informacije	0,0000	10 dni	99,8929	3,86	3A	99,8973	3,70	1P	TZ87
Opis in namen trgovanja	0,0000	38 dni	99,5953	3,85	1S	99,6110	3,70	2A	TZ88
Pravila trgovanja	0,0000	73 dni	99,2273	3,84	3A	99,2533	3,71	1P	TZ89

© Ljubljanska borza d.d. 2005 | izvedba Inetis

Vir: Spletna stran Ljubljanske borze, 2005.