

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO  
**TRG KAPITALA V ZDA**

Ljubljana, oktober 2001

MATEJ PIRC

## KAZALO

1. UVOD.....	1
2. SVETOVNI FINANČNI TRG.....	2
1.1. RAZDELITEV FINANČNIH TRGOV .....	2
1.1.1. Trg lastniškega in trg dolžniškega kapitala .....	2
1.1.2. Primarni in sekundarni trg.....	3
1.1.3. Trg denarja in trg kapitala .....	4
1.2. TRG KAPITALA.....	5
1.1.1. Trg vrednostnih papirjev .....	6
2. TRG KAPITALA V ZDA .....	7
1.1. INSTRUMENTI TRGA KAPITALA .....	9
1.2. TRGOVANJE NA TRGU KAPITALA .....	11
1.2.1. Način trgovanja.....	11
1.1.2. Internacionalizacija trgovanja .....	12
1.1.3. Organizirane borze.....	13
1.1.4. Odprti trg ali trg »prek okenc« .....	15
3. VREDNOSTNI PAPIRJI TRGA KAPITALA .....	16
1.1. DELNICE .....	16
1.1.1. Borzni indeksi delnic .....	18
1.1.2. Kupovanje tujih delnic .....	19
1.2. OBVEZNICE.....	20
1.1.1. Zakladne obveznice .....	20
1.1.2. Komunalne obveznice.....	23
1.1.3. Obveznice podjetij .....	24
1.1.4. Mednarodni trg obveznic .....	27
1.1.5. Finančne garancije na obveznice .....	28
1.1.6. Trendi na trgu obveznic .....	28
1.3. HIPOTEKARNA POSOJILA.....	28
1.4. S HIPOTEKO ZAVAROVANI VREDNOSTNI PAPIRJI (OBVEZNICE) .....	29
1.1.1. Trendi na trgu vrednostnih papirjev zavarovanih s hipoteko .....	30
1.5. IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI .....	30
1.5.1. Finančne terminske pogodbe.....	30
1.1.2. Opcijske pogodbe .....	32
1.1.3. Trgovanje z opcijami in »futures« pogodbami.....	33
1.6. KAPITALSKE NALOŽBE .....	34
1.6.1. Indeksi vrednostnih papirjev .....	34
1.6.2. Opcijske listine .....	34
1.6.3. LEAPS .....	34
1.1.4. Zamenljivi vrednostni papirji .....	35
1.7. INVESTICIJSKI/VZAJEMNI SKLADI.....	35
1.7.1. Vrste investicijskih skladov.....	35
4. PRIMERJAVA EVROPSKEGA IN AMERIŠKEGA TRGA KAPITALA .....	37
5. TRŽNA KAPITALIZACIJA IN LIKVIDNOST TRGA .....	38
6. SKLEP .....	41
LITERATURA .....	43
VIRI .....	44
PRILOGA.....	I

# 1. UVOD

Splošna vloga trga kapitala je v mobilizaciji in kanalizaciji prihrankov v produktivne namene. Trg kapitala zagotavlja tvegani kapital in dolgoročno dolžniško ali kreditno financiranje na temelju izdaje lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev. Poleg tega prispeva k povečanju konkurence v finančnem sistemu in pomaga usmeriti sredstva v investicije z najvišjim donosom ob danem tveganju. To spodbuja gospodarsko rast, znižuje stroške finančnega posredništva, pomaga krepiti finančno strukturo podjetij in izboljšuje splošno solventnost finančnega sistema.

Če je vsemu temu zadoščeno, potem dobimo učinkovit trg kapitala in ameriški trg kapitala je prav gotovo sinonim za najučinkovitejši trg kapitala na svetu. To je tudi razlog, zakaj sem izbral prav ameriški trg kapitala, ki s svojimi številnimi finančnimi proizvodi (instrumenti) predstavlja dobro osnovo za razumevanje ostalih mednarodnih kapitalskih trgov.

V samem začetku diplomskega dela bom na kratko predstavil razdelitev finančnega trga, v nadaljevanju pa se bom osredotočil na enega izmed njegovih delov, to je trg kapitala, natančneje trg kapitala v ZDA. Temu bo sledil natančen opis značilnosti, po katerih se ZDA ločijo od ostalih držav oziroma njihovih kapitalskih trgov.

Ker se razvitost posameznega kapitalskega trga (finančnega centra) v svetovnem merilu ponavadi izraža z raznovrstnostjo finančnih proizvodov, ki jih ta trg ponuja uporabnikom, bom večji del diplomskega dela, to je tretje poglavje, posvetil prav obravnavi finančnih instrumentov ameriškega kapitalskega trga, med katerimi najbolj izstopajo delnice in obveznice. Predmet obravnave bodo tudi določeni finančni instrumenti terminskega trga, katere najdemo le na nekaterih največjih in najbolj razvitih kapitalskih trgih. Kot zadnje bom omenil še različne kapitalske naložbe, predvsem investicijske sklade, ki so prav tako pomemben del kapitalskega trga, saj svoja sredstva porabljajo za nakup instrumentov trga kapitala, kot so delnice in obveznice. Poleg glavnih značilnosti teh instrumentov, bom predstavil še njihovo uporabo in njihov pomen na ameriškem trgu kapitala.

Del diplomske naloge bom posvetil ugotavljanju kakršnihkoli podobnosti oziroma drugačnosti ameriškega trga kapitala v primerjavi z ostalimi svetovnimi trgi kapitala, predvsem evropskim.

Predmet te diplomske naloge je, poleg preučevanja posameznih instrumentov trga kapitala, tudi pregled institucij, ki omogočajo delovanje ameriškega trga kapitala, pri čemer mislim predvsem na različne vrste borz.

Namen diplomskega dela je torej spoznavanje same sestave ameriškega trga kapitala, pregled njegovih značilnosti in analiza letnih podatkov za zadnje desetletje, to je od leta 1990 do leta 2000. Podatke bom analiziral s pomočjo tržne kapitalizacije in vrednostjo prometa na posameznih borzah vrednostnih papirjev ter preveril pomen ameriškega trga kapitala v svetovnem merilu.

## 2. SVETOVNI FINANČNI TRG

Finančni trg lahko definiramo kot prostor, na katerem se srečujeta ponudba in povpraševanje po finančnih sredstvih. Osnovna funkcija finančnih trgov je v učinkovitosti alociranja finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim ekonomskim celicam (Prohaska, 1999, str. 10). Z drugimi besedami, gre za prenašanje sredstev od tistih s presežkom sredstev do tistih s primanjkljajem sredstev. Med prvimi, to so tisti, ki imajo vlogo posojilodajalca (suficitne celice), so navadno gospodinjstva, včasih pa tudi korporacije, vlada (v primeru ZDA državne in lokalne vlade) ter tujci in njihove vlade. K posojilojemalcem (deficitne celice) pa štejemo predvsem podjetja in vlado (tu se v glavnem pojavljajo zvezne vlade), kot tudi gospodinjstva in tujce, ki s temi sredstvi financirajo nakupe avtomobilov, hiš, pohištva... Z omogočanjem pretoka teh finančnih sredstev, finančni trgi prispevajo k višji produkciji in učinkovitosti gospodarstva. Prav tako neposredno vplivajo na izboljšanje finančnega položaja potrošnika, saj mu omogočajo časovno učinkovitejšo strukturo nakupov. Ob predpostavki, da finančni trgi delujejo učinkovito, lahko rečemo, da izboljšujejo ekonomsko blaginjo vsakega posameznika v družbi.

### 2.1. RAZDELITEV FINANČNIH TRGOV

Finančni trg v najširšem pomenu obsega vse prenose finančnih sredstev oziroma finančne tokove, ne glede na tok oziroma na način prenosa (direkten, indirekten – neposreden, posreden) in ne glede na finančne oblike, ki se pri tem uporabljajo (denarne oblike, oblike vlog oziroma kreditov, oblike vrednostnih papirjev) ter ne glede na finančne institucije, ki izvajajo te prenose.

Finančne trge lahko delimo na (Prohaska, 1999, str. 10):

- trg lastniškega kapitala in trg dolžniškega kapitala (debt and equity markets),
- primarni in sekundarni trg (primary and secondary markets),
- trg denarja in trg kapitala (money and capital markets).

#### 2.1.1. Trg lastniškega in trg dolžniškega kapitala

Podjetje ali posameznik lahko zbere sredstva na finančnem trgu na dva načina. Prvi in tudi najpogostejši način je izdaja dolžniških finančnih instrumentov, kot sta na primer obveznica in hipoteka, kar pomeni pogodbeno obvezo posojilojemalca, da bo lastniku tega instrumenta plačeval fiksni znesek v rednih časovnih intervalih (obresti) do določenega datuma (datum dospelja), ko bo izvršil tudi končno plačilo. Glede na čas dospelja se dolžniški instrument ločijo na kratkoročne (čas dospelja je manj kot leto dni), dolgoročne (čas dospelja je 10 let ali več) in srednjeročne (čas dospelja je od 1 leta do 10 let).

Drugi način zbiranja sredstev je izdaja lastniških finančnih instrumentov, kot so navadne delnice, ki prinašajo pravico do udeležbe pri čistem dobičku in lastništvo nad podjetjem (sorazmerno z odstotkom delnic, ki jih ima nekdo v lasti, glede na celotno število izdanih delnic). Poleg tega pa lastnikom navadno prinašajo tudi periodična izplačila (dividende) in se smatrajo kot dolgoročni vrednostni papirji, saj nimajo določenega časa dospelja (Mishkin, 1998, str. 16).

Prednost za lastnike dolžniških vrednostnih papirjev je v tem, da so le-ti izplačani pred izplačilom obveznosti lastnikom vrednostnih papirjev. Prednost slednjih pa je ta, da se vsako povečanje v dobičkonosnosti podjetja ali vrednosti sredstev, prenaša direktno na njihove

lastnike, medtem ko lastniki dolžniškega kapitala s tem nič ne pridobijo, saj je njihov donos fiksen.

### 2.1.2. Primarni in sekundarni trg

O primarnem trgu govorimo takrat, ko se prodajajo nove izdaje vrednostnih papirjev (Mishkin, 1998, str. 16). Različni ekonomski subjekti emitirajo vrednostnice zato, da bi si zagotovili nova, sveža finančna sredstva. Interes kupcev vrednostnih papirjev pa je, da donosno naložijo svoje finančne presežke.

Ta trg imenujemo primarni, ker so na njem papirji prvič ponujeni v prodajo. Primeri takih izdaj so na primer izdaja novih državnih obveznic z namenom financirati proračunski primanjkljaj, izdaja obveznic nekega podjetja za financiranje nove proizvodne linije ali izdaja novih delnic bodočega podjetja.

Celotna nova izdaja nekih papirjev je navadno izvedena s pomočjo specializirane finančne institucije – investicijske banke (»investment bank«). Ta prevzame celotno izdajo novih papirjev in jih poskuša prodati naprej (ameriški izraz za to je »underwriting«). Izdajatelju ni treba skrbeti, če bodo papirji prodani ali ne, ker je to naloga investicijske banke. Le-ta se ponavadi zavaruje tako, da k poslu pritegne še druge podobne institucije in te potem skupaj oblikujejo konzorcij za izdajo vrednostnih papirjev (»underwriting syndicate«), ki razprši tveganje in pomaga prodajati vrednostne papirje. Možni so trije načini sodelovanja med izdajateljem in investicijsko banko (Reilly, 1986, str. 75):

- največkrat je tako, da ekonomski subjekt najame neko investicijsko banko, ki zanj opravi to delo; ta mu svetuje, kakšen vrednostni papir naj izda, po kakšni ceni naj ga proda, kdaj naj to naredi in vse ostalo, kar je potrebno;
- drugi način je tak, da se izdajatelj že sam odloči, kakšen papir bo izdal in potem naredi razpis glede tega, katera investicijska banka mu bo za izvedbo projekta ponudila najboljše pogoje;
- tretji način se navadno uporablja pri špekulativnih novih izdajah; tu investicijski bančnik ne prevzame izdaje vrednostnih papirjev, ampak nastopa kot posrednik, ki poskuša prodati čimveč teh papirjev, provizija pa je zato tu najmanjša.

Kupci teh papirjev so največkrat člani sindikata investicijskih bank, ki že pred začetkom uradne prodaje papirjev povprašajo svoje stranke (različne investitorje), za koliko teh papirjev bi bili zainteresirani. Na osnovi interesa nato določijo ceno in velikokrat tako že pred uradnim dnevom izdaje razprodajo vrednostne papirje.

Zato, ker bi rade čimprej prodale papirje, investicijske banke pritiskajo na izdajatelja, naj zanje zahteva čim nižjo ceno. Pri tako imenovanih zrelih izdajah (»seasoned securities«), to je pri dodatnih izdajah papirjev, ki že obstajajo (na primer dodatna izdaja delnic IBM), določanje cene ni problematično, ker le-ta ne more odstopati prav veliko od tečaja že obstoječih papirjev. Težje je pri novih izdajah, ki jih do sedaj še ni bilo na trgu (»unseasoned securities«). Tukaj ni nobene tržne cene, ki bi služila kot opora, zato je pritisk investicijskih bank na to, da bi bila cena čim nižja, zelo velik. Po raziskavi Ibbotsona (Fuller, 1987, str. 19) je zato zelo velik del novih izdaj podcenjen. Že po enem mesecu cene papirjev iz novih izdaj tako zrastejo povprečno za 11,4%. To pa je že kar dober zaslužek in tudi razlog, da investitorji nove izdaje vrednostnih papirjev kar radi kupujejo.

Poznamo javno (»public«) in zasebno (»private«) prodajo papirjev iz nove izdaje. Pri zasebni izdaji izdajatelj s pomočjo investicijskega bančnika poišče majhno skupino investitorjev, ki so

posebej zainteresirani za podjetje, ki ga izdaja zadeva. Taka prodaja je mnogo cenejša, ker ni potrebno zagotoviti obširne dokumentacije, katera je sicer potrebna za javno prodajo. Morajo pa papirji, ki so izdani na tak način, obetati mnogo višji donos, saj je njihova nadaljna prodaja na sekundarnem trgu skoraj nemogoča.

Javna prodaja pa pomeni, da so papirji nove izdaje ponujeni v nakup vsem investitorjem, s temi vrednostnimi papirji pa navadno poteka trgovanje tudi na sekundarnem trgu.

Na sekundarnem trgu gre za trgovanje s papirji, ki so bili že prej prodani na primarnem trgu. Ko je bil nek papir enkrat prodan na primarnem trgu, lahko kasneje zamenja nešteto lastnikov s trgovanjem na sekundarnem trgu. To je zelo pomembno, ker je s tem kupcem papirja zagotovljena likvidnost njihovih naložb.

V nekem trenutku lahko investitor potrebuje denar ali pa spozna, da naložba ni obetavna, zato se odloči, da bo prodal svoje papirje, ki jih je kupil pri investicijski banki. Brez organiziranega sekundarnega trga tega ne bi mogel storiti in zanimanje za vrednostne papirje bi bilo v takem primeru mnogo manjše. Mnogo manjše pa bi bile tudi možnosti donosnega planiranja finančnih presežkov.

Sekundarni trg je zelo pomemben tudi za ekonomski subjekt, ki je izdal papirje, s katerimi se trguje. Ob vsaki novi izdaji vrednostnih papirjev (»seasoned new issue«) bo lahko le-te prodal samo po ceni, ki bo takrat na trgu veljala za njegove stare papirje.

Katere so institucije, ki omogočajo delovanje sekundarnega trga? Najprej so to borze, centralne lokacije, kjer se kupci in prodajalci vrednostnih papirjev (ali njihovi agenti oziroma brokerji) srečajo z določenim namenom, kot je izpeljava posla. Drugače povedano, so to ustanove, ki omogočajo svojim članom trgovanje z določenim blagom. Primeri tako organiziranih borz v ZDA so New York Stock Exchange in American Stock Exchange za trgovanje z delnicami ter The Chicago Board of Trade za trgovanje z blagom (žita, koruza, srebro in ostali surovi materiali).

Naslednji mehanizem sekundarnega trga pa je trg prek okenc (»over the counter« – OTC). Na njem se največ trguje z vrednostnimi papirji, ki ne kotirajo na borzah. OTC nima neke fizične lokacije, ampak je organiziran kot množica posrednikov, ki so razpršeni po vsej državi, med seboj pa so povezani z elektronskimi komunikacijskimi povezavami. Tukaj ni takih omejitev članstva kot na borzah, vendar pa morajo tudi tukaj člani izpolnjevati določene pogoje.

S čim pa se trguje na borzah in s čim na trgu prek okenc? Na borzah se trguje največ z lastniškimi vrednostnimi papirji in deloma z dolžniškimi papirji, ki so jih izdala podjetja. Na OTC trgu pa se trguje predvsem z dolžniškimi vrednostnimi papirji, in sicer z obveznicami podjetij, predvsem pa države. Državne dolžniške papirje je tako mogoče kupiti samo v sistemu OTC preko določenih posredniških hiš, ki so specializirane za trgovanje s posameznimi izdajami teh papirjev (Fuller, 1987, str. 33).

### **2.1.3. Trg denarja in trg kapitala**

Glede na čas prenosa (ročnost, dospelost) finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim celicam delimo finančni trg na trg denarja in trg kapitala (Fabozzi, Modigliani, 1992, str. 13). Na trgu denarja se trguje le s kratkoročnimi dolžniškimi instrumenti (čas dospelja znaša manj kot eno leto), medtem ko na trgu kapitala trgujemo z dolgoročnimi dolžniškimi in lastniškimi

instrumenti. Prvi (kratkoročni vrednostni papirji) so bolj razširjeni, zato imajo tudi večjo likvidnost. Prav tako ima njihova tržna cena manjše nihanje, kar se kaže v večji varnosti naložb. Rezultat vsega tega je, da podjetja in banke na trgu denarja aktivno delujejo, saj s tem zaslužijo obresti na presežek sredstev, za katerega pričakujejo, da bo le kratkotrajen. Instrumenti trga kapitala, kot so na primer delnice in dolgoročne obveznice, pa so navadno v lasti finančnih posrednikov. Največkrat so to zavarovalnice in pokojninski skladi, katerih potrebe po sredstvih, kratkoročno gledano, niso tako pomembne.

## 2.2. TRG KAPITALA

Trg kapitala je del finančnega trga za dolgoročne finančne oblike (drugi del finančnega trga je trg denarja), preko katerega se prenašajo finančni prihranki od suficitnih k deficitnim celicam. Poleg tega se preko finančnega trga spreminjajo upniki podjetij in drugih pravnih in fizičnih oseb (Černe, 1998, str. 2).

Preko trga kapitala podjetja zbirajo večji del sredstev za dolgoročno financiranje svojih investicij, hkrati pa služi tudi za dolgoročno financiranje javnega dolga.

Trg kapitala v širšem pomenu zajema trgovanje z vsemi dolgoročnimi finančnimi instrumenti. V ožjem pomenu besede pa trg kapitala pomeni mesto trgovanja z dolgoročnimi dolžniškimi (»debt securities«) in lastniškimi (»equity securities«) vrednostnimi papirji, katerih izdajatelji so lahko podjetja, banke in druge poslovne institucije, država, občine in posamezniki (preko trga kapitala podjetja zbirajo večji del sredstev za dolgoročno financiranje svojih investicij, hkrati pa služi tudi za dolgoročno financiranje javnega dolga).

Poglavitni funkciji trga kapitala, odločilni za učinkovitost in solventnost finančnega sistema sta (Černe, 1998, str. 2):

- povečanje finančnih virov sredstev,
- omogočanje učinkovitejše porabe teh sredstev z namenom spodbujanja in pospeševanja gospodarske rasti.

Splošna vloga trga kapitala pa je v mobilizaciji in kanalizaciji prihrankov v produktivne namene. Trg kapitala zagotavlja tvegani kapital in dolgoročno dolžniško ali kreditno financiranje na temelju izdaje lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev. Poleg tega prispeva k povečanju konkurence v finančnem sistemu in pomaga usmeriti sredstva v investicije z najvišjim donosom ob danem tveganju. To spodbuja gospodarsko rast, znižuje stroške finančnega posredništva, pomaga krepiti finančno strukturo podjetij in izboljšuje splošno solventnost finančnega sistema.

Dobro razvit trg kapitala krepi in razširja učinkovitost monetarne politike. Z razvojem trga kapitala, v povezavi z razvojem denarnega trga, se domači finančni sistem poveže z mednarodnim sistemom in omogoča kapitalske pretoke preko državnih meja. Finančni sistem mora biti za doseg ciljev učinkovit in solventen. Za razvoj finančnih trgov in v tem smislu tudi trga kapitala je zelo pomembna vloga vlade oziroma države, ki s svojo monetarno in fiskalno politiko oblikuje pogoje, v katerih trg kapitala deluje in se razvija.

Trg kapitala se lahko deli na trg dolgoročnih posojil in trg dolgoročnih vrednostnih papirjev (Prohaska, 1999, str.11). Pri trgu dolgoročnih posojil, imenujemo ga tudi pogodbeni trg (»negotiated market«), gre za dolgoročno posojilo (za več kot eno leto) in za trajna posojila, ko posojilodajalec postane tudi lastnik podjetja. Pri tem gre za bilateralne odnose in se kreditni

odnos ne izraža z vrednostnimi papirji. K trgu kapitala štejemo tudi tista dolgoročna in trajna posojila, kjer gre za odprti trg (»open market«), torej je vse zapisano na vrednostnem papirju, ki ga lahko vsakdo kupi.

Trg kapitala se deli tudi na primarni in sekundarni trg, ki se naprej lahko razčleni na terciarni trg (trg »prek okenc«) in kvartarni trg. O terciarnem trgu kapitala govorimo, če gre za prodajo vrednostnih papirjev podjetij, ki sicer kotirajo na borzi, preko okenc bank. O kvartarnem trgu pa govorimo, če se prodajajo vrednostni papirji institucionalnim varčevalcem (neposredni kontakti med korporacijami).

### **2.2.1. Trg vrednostnih papirjev**

Trg vrednostnih papirjev kot del trga kapitala omogoča nastanek finančnih oblik vrednostnih papirjev in njihov prenos. Trg omogoča likvidnost posameznim finančnim oblikam vrednostnih papirjev, ponudnik in povpraševalec pa lahko na tem trgu ob vsakem času in za določeno ceno uskladita interese z nakupom ali prodajo oblike vrednostnega papirja. Trg omogoča tudi racionalno alokacijo prihrankov in zamenjavo likvidnih sredstev v investicijska in obratno.

Trg vrednostnih papirjev je mehanizem, ki pripelje skupaj kupce in prodajalce določenega vrednostnega papirja. Tako lahko na newyorški borzi vrednostnih papirjev (NYSE) kupimo ali prodamo celo vrsto delnic in tudi obveznic. Z drugimi delnicami in večino obveznic lahko trgujemo na trgu preko okenc. Opcije lahko kupujemo ali prodajamo na Chicago Board of Options Exchange. Nekateri od teh trgov imajo centralno lokacijo (NYSE na Wall Street številka 11 v New Yorku), drugi pa je nimajo. Trg preko okenc tako deluje samo kot množica posredniških hiš, ki so med seboj povezane s sodobnimi komunikacijskimi povezavami.

Kakršnakoli je že organizacija posameznih trgov, namenjena je temu, da se zbere čimveč kupcev in prodajalcev in da ti opravijo čimveč kupčij.

Značilnosti, ki jih ima dober trg vrednostnih papirjev, pa so sledeče (Reilly, 1986, str. 73):

- pravočasne in natančne informacije; kupci in prodajalci morajo poznati ceno in obseg preteklih transakcij ter kakšna je trenutna ponudba in povpraševanje po določenem papirju;
- likvidnost; trg mora biti organiziran tako, da lahko kupec v zelo kratkem času kupi in prodajalec v zelo kratkem času proda papir, s katerim želi trgovati; to pa se mora zgoditi po ceni, ki je blizu tistim iz prejšnjih transakcij, če vmes ni prispela kakšna pomembna informacija; likviden trg zagotavlja, da se cene iz iz transakcije v transakcijo bistveno ne spreminjajo; tak trg je mogoč samo tam, kjer se srečuje veliko število ponudnikov in veliko število povpraševalcev;
- nizki stroški transakcij; učinkovitost trga ne more biti visoka, če stroški transakcij niso nizki; k tem stroškom spadajo stroški dostopa na trg, posredniške provizije, borzna provizija in stroški prenosa papirja po izvedeni kupčiji;
- naglo prilagajanje cen novim informacijam; zagotovljeno mora biti, da cene odražajo vse informacije, ki zadevajo nek papir.

#### **2.2.1.1. Razdelitev trga vrednostnih papirjev**

Trg vrednostnih papirjev ni enovit, ampak je razdeljen na več slojev. Ker smo primarni in sekundarni trg dokaj dobro opisali že na začetku diplomske naloge, si sedaj oglejmo le še terciarni in kvartarni trg.



Terciarni trg imenujemo poslovanje na trgu »prek okenc« s tistimi vrednostnimi papirji, ki kotirajo tudi na borzi. Ko nek vrednostni papir kotira na borzi, so njeni člani običajno dolžni trgovati z njim le v njenem okviru. Običajno je tudi najbolje poslovati preko borze, ki je najbolje organizirana in kjer se cene oblikujejo na osnovi velikega števila ponudb in povpraševanj. Kljub temu pa sme nekdo, ki ni član borze, sam organizirati trgovanje s papirjem, ki kotira tudi na borzi. Večina takih trgov poteka preko velikih finančnih institucij, ki organizirajo trgovanje z delnicami zelo znanih podjetij, kot so AT&T, IBM ali Xerox.

Obseg poslovanja na terciarnem trgu je navadno odvisen od tega, ali je ta trg boljši ali slabši od borze. Če mu investitorji zaupajo bolj kot borzi, potem se tu sklene tudi več poslov. Zelo pomembna pa je tudi primerjava stroškov transakcij med obema mehanizmoma.

Terciarni trg je doživel največji razcvet v letih od 1965 do 1972, ko so ga veliki investitorji uporabljali zato, da so se izognili prevelikim provizijam (»commissions«), ki so bile na borzah fiksno določene. Po letu 1975, ko pa so provizije postale stvar dogovora, je pomembnost terciarnega trga upadla, vendar le-ta še vedno ostaja pomemben člen v trgovanju z vrednostnimi papirji, posebej še v primerih, kadar je delovanje borze prekinjeno ali pa je ta zaprta.

Pojem kvartarni trg uporabljamo takrat, ko se z vrednostnimi papirji trguje brez posrednika. Ponavadi gre za velike finančne institucije, ki prodajajo papirje direktno ena drugi. Ta način se uporablja zato, da se izognemo plačilu provizije. Res je sicer, da se s pomočjo posrednika navadno hitreje najde kupca, vendar pa je pri velikih naročilih prihranek pri proviziji tolikšen, da se izplača, če si le-tega sami poiščemo.

Obstaja celo elektronski komunikacijski sistem Instinet, ki je namenjen sklepanju kupčij brez posrednikov. Na njem kotira nekaj najpomembnejših vrednostnih papirjev.

### **3. TRG KAPITALA V ZDA**

#### **Kratka zgodovina ameriškega trga kapitala**

17. maja 1792 je 24 »borznih posrednikov« podpisalo sporazum, ki je bil podlaga za nastanek prvega organiziranega trga delnic v New Yorku. Leta 1817 se je neuradna združba mešetarjev uradno organizirala, postavila pravila, sprejela statut in se poimenovala New York Stock & Exchange Board oziroma od leta 1863 naprej New York Stock Exchange. Promet z delnicami je bil v tistem času zelo majhen, pravi razmah pa se je začel s pričetkom gradnje železnic v Ameriki. Število borznih posrednikov se je postopoma povečevalo, saj so medse sprejeli tudi poulične mešetarje, ki se prej vnašali veliko zmedo v njihovo poslovanje. Tako je bilo leta 1869 že 1060 borznih posrednikov, leta 1903 pa so borzne prostore preselili na novo lokacijo. Kljub povečanju števila članov je bilo še vedno veliko mešetarjev, ki so se zbirali na t.i. neuradnem borznem trgu (Curb Market). Leta 1921 so le-ti ustanovili svojo borzo, to je ameriško borzo vrednostnih papirjev oziroma American Stock Exchange (AMEX). Razcvet borz se je nadaljeval vse do leta 1929, ko je prišlo do borznega zloma. Zatem je bilo sprejetih več ukrepov:

- zakon, ki naj bi poskrbel za popolno razkritje podatkov in preprečeval goljufije pri trgovanju z vrednostnimi papirji, imenovan Securities Act, sprejet leta 1933;

- zakon, ki je poskrbel za nadzor nad trgovanjem z vrednostnimi papirji in za ustanovitev ameriške komisije za borzni nadzor (SEC – Security and Exchange Commission), imenovan Securities Exchange Act, sprejet leta 1934;
- zakon, s katerim so poskrbeli za nadzor OTC trga, imenovan Maloney Act, sprejet leta 1938.

### **Značilnosti ameriškega trga kapitala**

Združene Države Amerike imajo od vseh razvitih gospodarstev najširši razpon finančnih storitev in trgov, ki so na razpolago kreditorejalcem in kreditodajalcem. To kaže na veličino ameriškega gospodarstva, njegov pomen v svetovnem gospodarstvu in politično pripadnost kapitalizmu. Trg kapitala namreč potrebuje učinkovite finančne institucije, veliko količino prihrankov in močne potrebe po kapitalskih investicijah v zemljo, proizvodnjo in opremo, saj le tako lahko zagotavlja in pospešuje dolgoročno akumulacijo kapitala in gospodarsko produktivnost.

New York je center ameriškega trga kapitala. Vse večje investicijske bančne hiše, kot na primer Salomon Brothers, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Shearson Lehman, First Boston in Morgan Stanley, delujejo v New Yorku, kjer na primarnem trgu nastopajo kot prevzemniki izdaj vrednostnih papirjev, na sekundarnem trgu pa kot borzni posredniki pri prodaji ali nakupu le-teh. Imajo pa še vlogo borznega trgovca, saj trgujejo tudi za svoj račun. Rast mednarodnih tokov kapitala je spodbudila mnoge tuje banke in investicijske bančne hiše, da so v New Yorku ustanovile svoje podružnice.

Ameriški trg kapitala je učinkovit predvsem zaradi dejstva, da imajo domače finančne institucije, v primerjavi s tujimi trgi, precej nižje stroške plasiranja novih izdaj obveznic na trg. Po raziskavi, ki jo je napravila OECD, so v ZDA stroški velike izdaje obveznic znašali 0.98%, medtem ko so v Veliki Britaniji znašali 1.08%, na Japonskem pa celo 3.5% (Eng, Lees, Mauer, 1995, str. 229). Na primarnem trgu so, zaradi velikega obsega obveznic, izdaje obveznic bolj pomembne od izdaj delnic, medtem ko so na sekundarnem trgu bolj pomembni lastniški vrednostni papirji, kar je posledica večjega prometa z delnicami.

New York je v finančnem pogledu glavno mesto ZDA z newyorško borzo vrednostnih papirjev (NYSE) in manjšo ameriško borzo vrednostnih papirjev (AMEX). Prav tako pa v ZDA obstajajo še druge borze, kot so borza v Chicagu, Pacific borza v Los Angelesu in nekatere manjše v Bostonu, Philadelphiji in Cincinnatiju. Poleg tega imajo tudi nacionalni trg prek okenc NASDAQ, vse ostale borze pa so glede načina delovanja bolj ali manj podobne borzi vrednostnih papirjev v New Yorku. Tu naj omenim še blagovne borze, kot so Chicago Mercantile Exchange, New York Mercantile Exchange, Chicago Board of Trade, New York Board of Trade in Kansas City Board of Trade.

Podjetja, ki zbirajo sredstva s pomočjo instrumentov trga kapitala, in investitorji, ki te instrumente kupujejo, imajo drugačen motiv kot v primeru, ko poslujejo na trgu denarja. Podjetja in posamezniki se pojavljajo na trgu denarja predvsem z namenom pridobitve sredstev v kratkoročne namene, medtem ko trg kapitala uporabljajo za dolgoročne investicije. Trg kapitala zatorej predstavlja alternativo investicijam v sredstva, kot so nepremičnine in zlato.

Primarni izdajatelji instrumentov trga kapitala so federalne in lokalne vlade ter korporacije. Federalna vlada izdaja dolgoročne zapise in obveznice, s čimer financira državni dolg. Državne in mestne vlade prav tako izdajajo dolgoročne zapise in obveznice za financiranje državnih projektov, kot so gradnja šol in zaporov. Vlade namreč nikoli ne izdajajo delnic, saj ne morejo opravičiti lastniške pravice, ki jo le-te prinašajo.

Korporacije izdajajo tako obveznice kot tudi delnice. Prav tu se pojavlja največji problem, saj se morajo podjetja odločiti, ali bo rast financiralo z dolžniškim ali z lastniškim kapitalom. Rezultat te odločitve je najbolj viden v strukturi kapitala podjetja, ki nam pove razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom določenega podjetja. Korporacije se lahko poslužujejo trga kapitala z razlogom, ker nimajo zadosti kapitala, da bi financirali svoje investicije. Po drugi strani pa lahko podjetja vstopijo na trg kapitala zato, da svoj kapital ohranjajo in se s tem zavarujejo pred nepričakovanimi potrebami. V obeh primerih pa je nujno potrebna zagotovitev učinkovito delujočega trga kapitala, saj le tako lahko ohranimo zdravo gospodarstvo.

Seveda pa so največji kupci na trgu kapitala prav gospodinjstva, saj posamezniki pogosto naložijo svoja sredstva v različne finančne institucije, kot so vzajemni in pokojninski skladi, ki nato kupujejo posamezne instrumente trga kapitala, največkrat delnice in obveznice.

### 3.1. INSTRUMENTI TRGA KAPITALA

Instrumenti trga kapitala so dolžniški in lastniški instrumenti z rokom dospelja, daljšim od enega leta (Mishkin, 1998, str. 21). Nihanje cen je pri teh instrumentih precej večje kot pri instrumentih denarnega trga, zato so to precej tvegane investicije. Tokrat bom predstavil le nekaj splošnih značilnosti posameznega instrumenta, saj podrobnejša analiza sledi v nadaljevanju diplomskega dela.

Delnice so lastniški zahtevki na neto dobiček in na sredstva podjetja. Je najbolj razširjen instrument kapitalskega trga, kar nam kaže tudi spodnja razpredelnica. Letni znesek na novo izdanih delnic je dokaj majhen, saj predstavlja le 1% vrednosti vseh že izdanih delnic. Zanimivo je tudi, da je kar polovica teh delnic v lasti posameznikov, ostalo pa je v lasti pokojninskih skladov, vzajemnih skladov in zavarovalnih podjetij.

Tabela 1: Glavni instrumenti trga kapitala (v milijardah USD, na koncu leta)

INSTRUMENT	1970	1980	1990	1996
Delnice podjetij (tržna vrednost)	906	1.601	4.146	10.090
Stanovanjske hipoteke	355	1.106	2.886	4.221
Podjetniške obveznice	167	366	1.008	1.399
Ameriški državni vrednostni papirji (dolgoročni)	160	407	1.653	2.667
Državne in lokalne vladne obveznice	146	310	870	1.087
Vrednostni papirji ameriških vladnih agencij	51	193	435	924
Komercialna posojila bank	152	459	818	789
Potrošniška posojila	134	355	813	1.226
Komercialne in kmetijske hipoteke	116	352	829	833

Vir: Mishkin, 1998, str. 21.

Hipotekarna posojila so posojila gospodinjstvom ali podjetjem, namenjena za nakup stanovanjskih hiš, zemlje ali stvarnega premoženja, kjer premoženje oziroma zemlja služi kot kritje za najeto posojilo. Trg s hipotekarnimi posojili je največji dolžniški trg v ZDA, pri katerem količina stanovanjskih hipotek (porabljena za nakup stanovanj) za več kot štirikrat presega

količino poslovnih in kmetijskih hipotek. Prvi posojilodajalci na trgu stanovanjskih hipotek so bila hranilna in posojilna združenja ter vzajemne hranilnice in posojilnice, kasneje pa so na trg vstopile tudi poslovne banke, medtem ko je večina poslovnih in kmetijskih hipotek sklenjenih prav s poslovnimi bankami in zavarovalnicami. Na trgu hipotekarnih posojil ima pomembno vlogo država oziroma njene agencije: »Federal National Mortgage Association«, »Government National Mortgage Association« in »Federal Home Loan Mortgage Corporation«, o katerih bomo več izvedeli v nadaljevanju diplomske naloge. Te agencije trgu hipotekarnih posojil priskrbujejo sredstva, predvsem z iztržkom od prodaje obveznic, s katerim nato financirajo hipoteke.

Podjetniške obveznice so dolgoročne obveznice podjetij z močno kreditno sposobnostjo. Tipična podjetniška obveznica lastniku obveznice dvakrat letno prinaša izplačilo obresti, kot tudi izplačilo nominalne vrednosti obveznice ob njenem dospelju. Nekatere podjetniške obveznice, imenovane zamenljive obveznice, imajo posebno značilnost, ki daje lastniku možnost zamenjave v določeno število delnic, kadarkoli do časa dospelja. Ta posebnost povzroča pri potencialnih kupcih večje zanimanje kot je le-to pri navadnih obveznicah, podjetju pa omogoča, da zmanjša znesek izplačil obresti, saj se, v primeru znatnega povišanja cene delnice, lahko tudi cena obveznice kaj hitro poveča. Podjetniške obveznice pa seveda niso tako likvidne kot ostali vrednostni papirji, kot na primer ameriške državne obveznice, saj je število obveznic, ki jih izda katerikoli podjetje, razmeroma majhno. Ne glede na dejstvo, da trg podjetniških obveznic predstavlja le eno petino trga delnic, pa je v zadnjih letih število novih izdaj podjetniških obveznic znatno večje od števila novih izdaj delnic. Kar pa je povsem logično, če vemo, da je pri odločitvah o financiranju podjetja obnašanje trga podjetniških obveznic pomembnejše kot obnašanje trga delnic. Najpomembnejši kupci podjetniških obveznic so zavarovalna podjetja, kot tudi pokojninski skladi in gospodinjstva.

Ameriški državni vrednostni papirji so dolgoročni dolžniški instrumenti, izdani s strani urada državne zakladnice ZDA. Uporabljajo se za financiranje primanjkljaja zvezne vlade. To so najbolj trgovane obveznice v ZDA, saj je povprečna vrednost opravljenih transakcij 100 milijard dolarjev dnevno, zato so tudi najbolj likviden vrednostni papir, s katerim se trguje na trgu kapitala (Mishkin, 1998, str. 22). Njihovi lastniki so centralna banka ZDA, banke zveznih rezerv, gospodinjstva in tujci.

Vrednostni papirji ameriških državnih agencij so dolgoročne obveznice, izdane s strani različnih državnih agencij, kot so »Ginnie Mae«, »Federal Farm Credit Bank« in »Tennessee Valley Authority«. Namenjeni so za financiranje hipotekarnih posojil, posojil kmetom ali elektroenergetski opremi. Večina teh vrednostnih papirjev je zavarovana s strani zvezne vlade. Funkcionirajo podobno kot ameriške državne obveznice, zato imajo tudi enake lastnike.

Obveznice državnih in lokalnih vlad, pravijo jim tudi komunalne obveznice, so dolgoročni dolžniški instrumenti, izdani s strani državnih in lokalnih vlad. Namenjene so za financiranje šol, cest in drugih velikih projektov. Pomembna značilnost teh obveznic je, da so oproščene plačila davka na obresti. Največji kupec teh obveznic so komercialne banke, ki imajo zelo visoko stopnjo davka na dohodek in imajo v lasti več kot polovico zneska vseh izdaj. Naslednja večja skupina lastnikov so premožni posamezniki, sledijo pa jim zavarovalnice.

Potrošniška in bančna komercialna posojila so posojila potrošnikom in podjetjem, predvsem s strani bank, kot tudi s strani finančnih podjetij (v primeru potrošniških posojil). So najmanj likvidni instrumenti trga kapitala, saj sekundarni trg navadno ne obstoja. Trend na področju teh posojil pa danes že poteka v smeri nastanka sekundarnega trga.

## 3.2. TRGOVANJE NA TRGU KAPITALA

### 3.2.1. Način trgovanja

Način trgovanja je povezan z naravo proizvodov, zahtevami udeležencev, tehnologijo in pravno ureditvijo trgovanja. Temeljno razlikovanje lahko opravimo na ravni dveh izbir (Torkar, 2001, str. 18):

- decentralizirano trgovanje: to je "neorganizirano" trgovanje neposredno med udeleženci (»over-the-counter«), brez osrednje institucije, ki bi usmerjala in urejala odnose med uporabniki;
- centralizirano trgovanje, ki poteka v okviru posebne institucionalne infrastrukture; ta zajema borzo kot kraj trgovanja, institucijo za obračun in poravnavo (borznih) poslov in nadzorno ustanovo.

Primarni in sekundarni trg kapitala v ZDA regulira Securities and Exchange Commission (SEC). Člane SEC imenuje predsednik ZDA, potrdi pa jih senat. SEC na ameriškem trgu kapitala opravlja podobne naloge kot v Sloveniji agencija za trg vrednostnih papirjev. Zakon, ki ureja delovanje na primarnem trgu, je Securities Act of 1933, ki je bil sprejet med veliko depresijo v začetku tridesetih let prejšnjega stoletja. Vsi vrednostni papirji, izdani na primarnem trgu kapitala, s katerimi se pozneje trguje na organiziranem javnem sekundarnem trgu (borzi), morajo biti registrirani pri SEC in morajo izpolnjevati številne pogoje, ki so namenjeni predvsem zavarovanju vlagateljev (isti pogoji morajo biti izpolnjeni tudi če podjetje ne izda vrednostnih papirjev na primarnem trgu ampak že izdane samo registrira na borzi). Pred prihodom na borzo mora podjetje predložiti SEC svoj natančen opis (»prospectus«), ki vsebuje podatke o poslovanju podjetja.

Evropski parcialni trgi v marsikaterih vidikih zaostajajo za ameriškim trgov kapitala, kljub temu pa je še vedno razlika med obema, pri čemer ima Evropa prednost. Tu mislim predvsem na različne elektronske sisteme trgovanja, ki so evropske borzne trge že popolnoma osvojili, medtem ko se tradicionalnem trgovanju v živo v Ameriki še ne mislijo odpovedati. Velikost in tradicija sta lahko tudi slabost. Prav to sta namreč razloga, da so na NYSE, največji opcijski borzi na svetu - CBOE in vrsti ameriških območnih borz še vedno zvesti trgovalnemu parketu.

Vzporedno s trgovanjem v živo sicer poteka tudi trgovanje v elektronskih sistemih. Prek njih se v povprečju sklene več kot polovica vseh poslov (na NYSE več kot 80 odstotkov), a je vrednostni obseg bistveno manjši (NYSE na parketu doseže polovico vsega obsega). Razlog za to je, da želijo brokerji večje posle še vedno opraviti neposredno (Peterle, 2001, str. 21).

Kljub tradiciji bo konkurenca tista, ki bo še naprej zahtevala spremembe v načinih trgovanja in razmerah v njem. Vlagateljev danes ne zanima več, kje bodo trgovali, ampak kako. Kako hitro bo posel izveden in s kakšnimi stroški. Pomembni so likvidnost trga, dostop do trga 24 ur na dan in nizki transakcijski stroški. Prav to omogoča nova tehnologija, predvsem internet. Računalniške sisteme, ki povezujejo kupce in prodajalce prek interneta, uporabljajo številne borzoposredniške hiše, tudi največje. Poleg alternativnih tržnih sistemov (ATS – »alternative trading systems«) so pomembni zlasti elektronski komunikacijski sistemi (ECN – »electronic communication networks«), ki se v Ameriki vse hitreje širijo kot protiutež tradicionalnemu načinu trgovanja. Elektronske komunikacijske mreže oziroma na kratko e-trgi že dosegajo vidnejši delež v prometu z delnicami.

Trenutno je v Ameriki vseh devet ECN-sistemov (Island, Instinet, Archipelago...), pri SEC registriranih kot borzoposredniške družbe, pojavljajo pa se že težnje največjih, da bi začeli delovati kot samostojne borze. Tradicionalne borze na to odgovarjajo s ponudbo vse zmogljivejših elektronskih sistemov izvajanja poslov. Tako je naprimer NYSE pred kratkim predstavila nov sistem NYSE Direct+, ki njenim članom omogoča samodejno izvajanje poslov z omejenimi naročili do tisoč delnic, in sicer brez transakcijskih stroškov (Peterle, 2001, str. 21).

Pri vprašanju, ali je za pravno ureditev trga kapitala boljša centralizacija ali decentralizacija, je na dveh celinah opaziti povsem različne tendence. Medtem ko v Evropski uniji uživa močno akademsko podporo ideja centralizacije zakonodaje, ki sili v smer zamenjave nacionalnih pravil s federalnimi, pa je prevladujoča tendenca v ZDA nasprotna. Odločbe ameriškega ustavnega sodišča so omejile vpliv države pri urejanju trgovanja na kapitalskem trgu.

V ZDA sta gonilo razprave o federalnih pravilih trgovanja nasproti državnim in razkrivanju podatkov neoklasična mikroekonomska teorija ter moderna teorija financ. Večina ekonomistov meni, da korist delničarjev maksimizira konkurenčni decentralizirani pravni sistem in da so zato pravila, ki bi jih postavljala federacija, nepotrebna ter družbeno škodljiva. V ZDA zato pravo trga vrednostnih papirjev temelji na zaščiti interesov delničarjev in investitorjev.

Paralelnost nacionalne in federalne zakonodaje v ZDA ni pripeljala do hujših problemov, saj se je SEC (Securities and Exchange Commission) osredotočila predvsem na trgovanje z nacionalno sindiciranimi delnicami, s katerimi trgujejo prodajalci v pomembnejših finančnih centrih, medtem ko so se posamezne države posvetile lokalnim finančnim promocijam. Nacionalne borze ponujajo svoje storitve tudi prek federacije. Borze lahko za posle tekmujejo na področju cen, transakcijskih stroškov, finančne in organizacijske sposobnosti in podobno. Ker se danes s pomembnejšimi količinami delnic trguje tudi na mednarodni ravni, le-to zahteva sodelovanje med agencijami za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev različnih držav. Regulativo na področju razkrivanja podatkov so v ZDA prepustili federaciji, tako da le-ta enako zavezuje vse državljane (nerezidenti se ji lahko izognejo, kar je še vedno hud problem).

### **3.2.2. Internacionalizacija trgovanja**

Videti je, da se na pretečo konkurenco najdejavneje pripravlja največja ameriška borza po obsegu prometa Nasdaq, ki ima v nasprotju z NYSE razvito samo elektronsko podlago trgovanja. V kratkem napovedujejo nadgradnjo svojega integralnega elektronskega sistema z novim sistemom Super-Montage, ki naj bi obsegal tudi pet največjih ameriških ECN-sistemov. Uspeh tega novega, po njihovih besedah izredno zmogljivega sistema, pa je precej odvisen od posameznih ECN, kajti pogajanja o njihovem vključevanju v sistem še potekajo.

Nasdaq vidi svojo vse dejavnejšo vlogo tudi na širšem svetovnem trgu. Njihov odgovor na zahteve vlagateljev po hitri uveljavitvi na globalnih trgih in podaljšanju časa trgovanja je ustanavljanje borz na različnih celinah. Širše, v smislu globalnega svetovnega trga, ne razmišljajo zaradi prevelikih časovnih razlik in s tem povezanimi stroški. Namesto tega je njihova strategija odpiranja borz na različnih koncih sveta: Nasdaq Japan, Nasdaq Canada, Nasdaq Americas. Navzoči so tudi že na Stari celini, saj so prevzeli Easdaq in ga preimenovali v Nasdaq Europe (Peterle, 2001, str. 21).

### 3.2.3. Organizirane borze

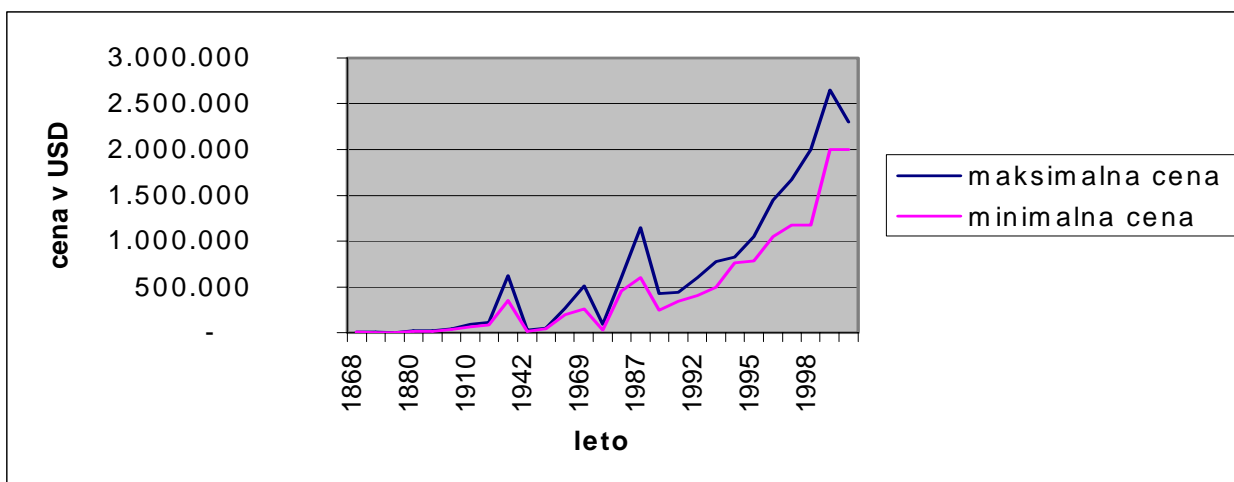
Organizirana borza je pravzaprav stavba, kjer poteka trgovanje z vrednostnimi papirji (vključujoč delnice, obveznice, opcije in termenske pogodbe – »futures«). Borze delujejo po pravilih, ki jih postavlja država, s čimer je zagotovljeno učinkovito in legalno poslovanje. Nadzorni odbor borze ta pravila redno pregleduje, saj jim morajo omogočati konkurenčno trgovanje.

Organizirane borze v ZDA predstavljajo preko 72% vsega trgovanja z domačimi delnicami, predmet trgovanja na teh borzah pa so tudi obveznice, hipoteke, termenske pogodbe, opcije...

Največja borza v ZDA je newyorška borza vrednostnih papirjev (NYSE), s sedežem v New Yorku, trgovanje pa je dovoljeno le njenim članom. Član borze postaneš s tem, da podjetje ali posameznik kupi tako imenovani "sedež" (»seat«). NYSE ima 1366 članov, večina od teh so posredniške hiše. Člani se delijo na tiste, ki delujejo kot posredniki (»brokers«), in tiste, ki trgujejo za svoj račun (»registered traders – dealers, specialists«). Pomembno vlogo imajo krojači trga (»market makers«), ki zagotavljajo nemoteno trgovanje. Če je ponudba večja od povpraševanja, zagotavljajo dodatno povpraševanje in nasprotno. Iz slike 1 je razvidno, da se danes sedež na NYSE prodaja za približno 2.300.000 USD (leta 1990 je bila cena »samo« 430.000 USD), natančen znesek pa je odvisen od potencialnega dobička, ki ga bodoči član lahko ustvari na trgu (NYSE Fact book, [URL: <http://www.nyse.com>], 16. 6. 2001).

Povprečni dnevni obseg trgovanja na NYSE je v letu 2000 znašal 1.041,6 milijona delnic (leta 1990 »le« 156,6 milijona delnic), medtem ko je celoletni obseg trgovanja znašal 262,5 milijarde delnic (leta 1990 39,7 milijarde delnic). Vrednost letnega prometa z delnicami na NYSE je bila v letu 2000 rekordnih 11.000 milijard USD. Za primerjavo lahko pogledamo številke na trgu obveznic, kjer je skupna vrednost trgovanja z obveznicami v letu 2000 znašala 2,3 milijarde USD, kar je precej manj kot leto prej, ko je le ta znašala 3,2 milijarde USD (NYSE Fact book, [URL: <http://www.nyse.com>], 16. 6. 2001).

Slika 1: Rast cen članstva na NYSE, 1868 – 2001



Vir: NYSE Fact book, [URL: <http://www.nyse.com>], 16. 6. 2001.

Seveda pa na borzi ne more kotirati prav vsaka delnica, zato mora podjetje izpolniti posebno prijavnico in zadostiti določenim kriterijem, ki jih postavi posamezna borza. NYSE ima svoje

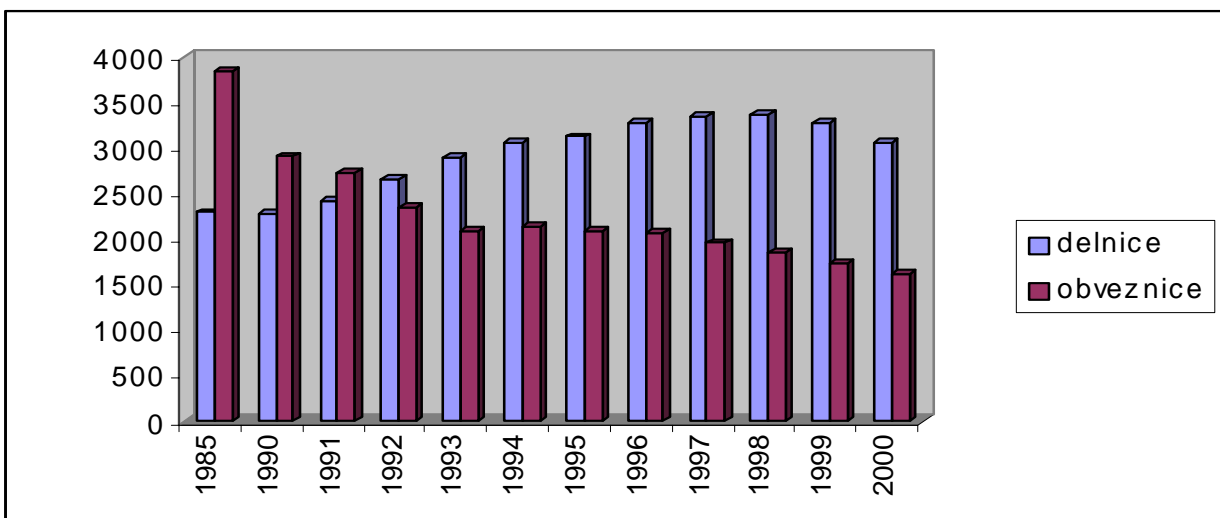
kriterije oblikovane tako, da na borzo privablja le velika podjetja, saj s tem zagotavlja čim večji obseg trgovanja. Zatorej mora podjetje, ki želi kotirati na NYSE, zadostiti naslednjim kriterijem in imeti (Mishkin, 1998, str. 246):

- vsaj 2200 lastnikov delnic, ki imajo v lasti 100 ali več delnic,
- najmanj 1,1 milijona delnic, s katerimi se javno trguje in katerih tržna kapitalizacija znaša vsaj 18 milijonov dolarjev,
- najmanj 2,5 milijona dolarjev dobička pred davki za zadnje poslovno leto in vsaj 2 milijona dolarjev dobička pred davki v vsakem od predhodnih dveh let,
- skupno 100 milijonov USD tržne vrednosti v javnosti trgovanih delnic,
- povprečni mesečni promet za zadnjih šest mesecev v vrednosti 100.000 delnic.

Poleg tega pa mora biti podjetje v tako imenovanem “nacionalnem interesu” in se mora zavezati, da bo redno in pravočasno obveščalo delničarje o vseh spremembah v poslovanju.

Na NYSE tako kotirajo delnice več kot 2862 podjetij iz celega sveta, od česar se jih je več kot dve tretjini borzi pridružilo po letu 1986. Novo podjetje na borzi ima v povprečju tržno vrednost v višini 305,6 milijona USD, 263,1 milijona USD prihodkov, 24 milijonov USD dobička pred davki, neto dobiček v višini 14,9 milijona USD in 12,9 milijona odprodanih (še nevplačanih) delnic (NYSE Fact book, [URL: <http://www.nyse.com>], 16. 6. 2001).

Slika 2: Število izdaj delnic in obveznic na NYSE po posameznih letih, 1985 - 2000



Vir: NYSE Fact book, [URL: <http://www.nyse.com>], 16. 6. 2001.

Druga največja organizirana borza v ZDA je ameriška borza (American Stock Exchange), ki ima manj zahtevne kriterije glede kotiranja, zato na njej trguje okoli 2500 podjetij. Je naslednica »curb« trga, ki je deloval vzporedno z današnjo NYSE. Že v 70-ih so zaradi hude konkurence začeli trgovati z opcijami, leta 1990 pa so trgovanje razširili še na obveznice, zadolžnice, opcije na Nikkei 225, CAC 40 itn. Posebnost te borze so tudi različni tipi članstva, saj je mogoče postati polnopravni član, možen pa je tudi nakup omejenega članstva zgolj za delovanje na trgu z opcijami. Cena članstva z leti pada, kar je predvsem posledica podrejene vloge glede na NASDAQ (AMEX Fact book. [URL: <http://www.amex.com/>], 26. 8. 2001.).



Borza vrednostnih papirjev v Chicagu (Chicago Stock Exchange) je bila ustanovljena leta 1882. Začetni obseg kotacije (82 obveznic in 52 delnic) je bil usmerjen zlasti na vrednostne papirje domačih podjetij ter na delnice bank in železarskih družb, saj je ravno v tem času Chicago postajal eno izmed pomembnejših železarskih središč v ZDA. Od leta 1949 do 1993 je skupaj s še dvema borzama tvorila Midwest Stock Exchange, sedaj pa ima zopet svoje staro ime. V letu 1997 je lastnika na borzi zamenjalo 5600 milijonov delnic.

Pacifiška borza vrednostnih papirjev (Pacific Stock Exchange) je nastala leta 1956 z združitvijo borz v San Franciscu in Los Angelesu. Trgovalna parketa sta se ohranila, tako, da se je leta 1990 trgovalo na obeh lokacijah, pri čemer pri delnicah prednjači Los Angeles, pri trgovanju z opcijami pa San Francisco. Leta 1990 je bilo na borzi 60 odstotkov prometa narejenega z delnicami, 90 odstotkov vsega prometa pa narejenega z vrednostnimi papirji, ki so primarno kotirali na NYSE in AMEX.

Borza vrednostnih papirjev v Philadelphiji (Philadelphia Stock Exchange) je bila ustanovljena leta 1790, to je dve leti pred NYSE, in je tako najstarejša borza v ZDA. Kasneje se združi z borzami v Baltimoru, Washingtonu in Pittsburgu, trgovanje pa se je ohranilo v Philadelphiji. Leta 1990 je lastnika na borzi zamenjalo 915 milijonov delnic, pomemben segment trgovanja pa predstavljajo opcije na tuje valute (Bradley, Teweles, 1987, str. 208).

Borza vrednostnih papirjev v Bostonu (Boston Stock Exchange), ustanovljena leta 1834, je bila zaradi izbruha I. svetovne vojne 14 mesecev zaprta. Na njej je leta 1990 kotiralo 95 vrednostnih papirjev, večina prometa pa je bila opravljena z vrednostnimi papirji, ki primarno kotirajo na NYSE. Borza uspešno razvija trg opcij, sicer pa je lastnika na borzi leta 1990 zamenjalo 815 milijonov delnic.

Borza vrednostnih papirjev v Cincinnatiju (Cincinnati Stock Exchange), ki je bila ustanovljena leta 1885, je dolgo časa delovala kot tipična regionalna borza, sedaj pa njen pomen čedalje bolj upada. Razvili so sicer svoj elektronski sistem trgovanja, vendar je kljub temu promet v višini 313 milijonov delnic v letu 1990 zanemarljiv v primerjavi z ostalimi borzami (Bradley, Teweles, 1987, str. 209).

Regionalne borze imajo nižje kriterije kotiranja, tako od NYSE kot tudi od AMEX-a. Nekatera podjetja kotirajo na več borzah hkrati, saj pričakujejo, da jim bo večja izpostavljenost prinesla večje povpraševanje po njihovih delnicah in s tem tudi dvignila ceno njihovih delnic. Seveda pa samo kotiranje na borzi nekaterim pomeni tudi nek prestiž, kar se da izkoristiti pri oglaševanju podjetja.

Vse te teorije pa seveda v primeru podjetja Microsoft nimajo prave podlage, saj to podjetje ne kotira na nobeni izmed organiziranih borz, tržna vrednost njegovih delnic pa je kljub temu več kot 73 milijard USD (Nasdaq Homepage. [URL: <http://www.nasdaq.com/>], 25. 8. 2001.).

Organizirane borze poznamo tudi drugod po svetu, največje med njimi pa so Nikkei v Tokiu, londonska borza v Angliji, DAX v Nemčiji, Toronto Stock Exchange v Kanadi itd.

#### **3.2.4. Odprti trg ali trg »prek okenc«**

Če si zopet pogledamo podjetje Microsoft, katerega delnice ne kotirajo na nobeni od organiziranih borz, se nam postavlja vprašanje, kje lahko tako podjetje potem prodaja svoje delnice. Odgovor bi bil na trgu »prek okenc«, kjer se trguje z vrednostnimi papirji, ki ne kotirajo

na nobeni od organiziranih borz. Razlika glede na borzo je v tem, da ta trg ni organiziran v smislu stavbe, kjer poteka trgovanje, ampak trgovanje poteka preko telekomunikacijske mreže oziroma računalniškega sistema, prek katerega borzni posredniki vnašajo zahteve za nakupe in prodaje vrednostnih papirjev. National Association of Securities Dealers Automated Quotation System (NASDAQ), katerega začetek sega v leto 1971, je elektronski sistem, ki omogoča komunikacijo med borznimi posredniki in trgovanje z določenimi vrednostnimi papirji. Člani Nasda so priključeni na elektronski sistem, ki omogoča pregled nad trenutno ponudbeno in povpraševalno ceno približno 4500 aktivno trgovanih vrednostnih papirjev. Člani podobno kot na NYSE trgujejo bodisi za svoj račun bodisi kot posredniki za tujega. Borzni posredniki ustvarjajo trg s temi delnicami tako, da kupujejo »na zalogo«, kadar investitorji želijo prodati, in prodajajo »iz zaloge«, kadar želijo investitorji kupovati. Tej posredniki zagotavljajo malim delničarjem likvidnost, ki je bistvena za trgovanje na tem trgu. Prek sistema Nasdaq se trguje predvsem z delnicami tehnoloških in nekaterih manjših podjetij. Celotni obseg trgovanja je navadno malce nižji od prometa na NYSE, vendar pa obseg trgovanja na Nasdaq stalno raste in občasno tudi preseže obseg trgovanja na NYSE.

Trgovanje na tem trgu regulira National Association of Securities Dealers (Nasd). Zahteve, ki jih podjetja morajo izpolnjevati za uvrstitev na Nasdaq, obsegajo merila, kot so minimalen obseg premoženja, število delničarjev in število delnic v obtoku. Poleg tega morajo obstajati vsaj trije člani sistema Nasdaq, ki trgujejo za svoj račun (»market makers«) ter tako zagotavljajo nemoteno trgovanje in likvidnost.

Seveda pa vse v javnosti trgovane delnice ne kotirajo na kateri izmed organiziranih borz ali trgu prek okenc (NASDAQ). Z vrednostnimi papirji, s katerimi se ne trguje pogosto oziroma se z njimi primarno trguje le v eni regiji države, ponavadi razpolagajo regijski uradi različnih posredniških hiš. Ti uradi navadno razpolagajo s seznamom regijsko popularnih vrednostnih papirjev. Posredniki, ki ustvarjajo trg za delnice, s katerimi se trguje v majhnih zneskih, imajo pomembno vlogo pri kreiranju uspeha trgov prek okenc. Brez teh posrednikov, ki so pripravljeni kupiti ali prodati takšne delnice, bi investitorji ne bili zainteresirani kupovati lastniški/delniški kapital regijskih podjetij (nepoznanih), kar bi za nova podjetja pomenilo občutno težje delo pri zbiranju potrebnega kapitala (Nasdaq Homepage. [URL: <http://www.nasdaq.com/>], 25. 8. 2001.).

## **4. VREDNOSTNI PAPIRJI TRGA KAPITALA**

Na trgu kapitala se trguje z vrednostnimi papirji, katerih čas dospelja znaša več kot leto dni. Vrednostne papirje razvrščamo v tri kategorije: obveznice, delnice in hipoteke (Mishkin, 1998, str. 247). Vse pomembnejši pa postajajo tudi vrednostni papirji terminskega trga.

### **4.1. DELNICE**

Delniški kapital v podjetju predstavlja lastništvo. Imetnik delnic ima v lasti del podjetja, ki ga določa število delnic, ki jih ima v lasti, glede na celotno število delnic podjetja. V nasprotju z obveznicami, kjer lastnik obveznic nima lastništva v podjetju, ampak je bistvu posojilodajalec podjetju.

Investitorji lahko zaslužijo z delnicami na dva načina: ali zraste cena delnice ali pa podjetje izplača dividende. Največkrat pa investitor zasluži na račun obeh možnosti. Delnica je bolj

tvegana od obveznice, saj imajo lastniki delnic v primeru propada podjetja manj pravic, dobički investorjev so zaradi enostavnega spreminjanja dividend manj gotovi, prav tako pa dvig cene delnic ni nujen. Kljub temu, pa se, v nasprotju z obveznicami, z delnicami da zaslužiti precej več denarja. Še ena pomembna razlika med delnico in obveznico je ta, da delnica ni časovno omejena (nima roka dospelja).

Če se sedaj osredotočimo samo na delnico, dobimo naslednje značilnosti delnic (Mayo, 2000, str. 264):

1. delnica je lastniški vrednostni papir,
2. delnica je za vlagatelja trajna naložba,
3. delničarji imajo v družbi (d.d.) premoženjske pravice in sicer zaradi njihovega deleža v kapitalu družbe,
4. delničarji imajo v družbi članske pravice, ki obsegajo vse tisto, kar sodi k pojmu upravljanja delniške družbe,
5. naložba v delnice je na splošno bolj tvegana in donosnejša.

Lastništvo delnic daje delničarju določene pravice glede samega podjetja. Prva je ta, da imajo delničarji pravico terjatve na vsa sredstva podjetja in njegov preostali dobiček, seveda po pokritju vseh ostalih terjatev. Če po pokritju vseh ostalih terjatev nič ne ostane, delničarji ne dobijo ničesar. Nasprotno pa lahko, v primeru dobrega poslovanja podjetja, delničarji zelo obogatijo. Druga pravica pa je ta, da ima večina delničarjev pravico glasovanja o določenih zadevah glede podjetja.

Ponavadi govorimo o dveh vrstah delnic, to je o navadnih in prednostnih delnicah. Imetniki prednostnih delnic imajo, za razliko od imetnikov navadnih delnic, pravico do fiksne dividende, vendar pa navadno nimajo pravice sodelovati pri upravljanju družbe.

Navadna delnica predstavlja lastniški interes v podjetju. Navadni delničarji imajo namreč pravico glasovanja, dobivajo dividende in upajo, da bo cena njihovih delnic zrastle. Poznamo več razredov navadnih delnic, ki so navadno označene kot tip A, tip B itn. Na žalost te oznake nimajo standardnega pomena v vseh podjetjih, saj prihaja do razlik pri pravici glasovanja in razdeljevanja dividend. Investitorju je predvsem pomembno, da ve, katere pravice mu prinaša posamezna oznaka delnice.

Prednostna delnica je oblika lastniškega kapitala tako s pravnega kot tudi z davčnega stališča. Od navadne delnice pa se razlikuje v nekaj pomembnih stvareh. Prvič, lastniki prednostnih delnic prejemajo fiksne dividende, ki se nikoli ne spreminjajo, zato so po svoji naravi podobne tako obveznicam kot tudi navadnim delnicam. Drugič, ker se dividenda ne spreminja, je cena prednostne delnice relativno stabilna. Tretjič, lastniki prednostnih delnic navadno nimajo pravice glasovanja, razen v primeru, ko podjetje ni sposobno izplačati obljubljenih dividend. In zadnjič, lastniki prednostnih delnic lahko uveljavljajo pravico do sredstev, ki je prioriteta glede na navadne delničarje, a ne glede na lastnike obveznic.

Razmerje med vrednostjo izdanih prednostnih delnic in vrednostjo izdanih navadnih delnic nam razkriva dve splošni značilnosti delnic (Mishkin, 1998, str. 260):

1. Podjetja izdajajo navadne delnice v precej večjih količinah kot prednostne delnice. Razlog za to je lahko dejstvo, da dividende prednostnih delnic niso predmet davčne olajšave podjetja, medtem ko plačilo obresti pri obveznicah je. To pomeni, da je izdajanje prednostnih delnic za podjetje navadno precej dražje od zadolževanja.

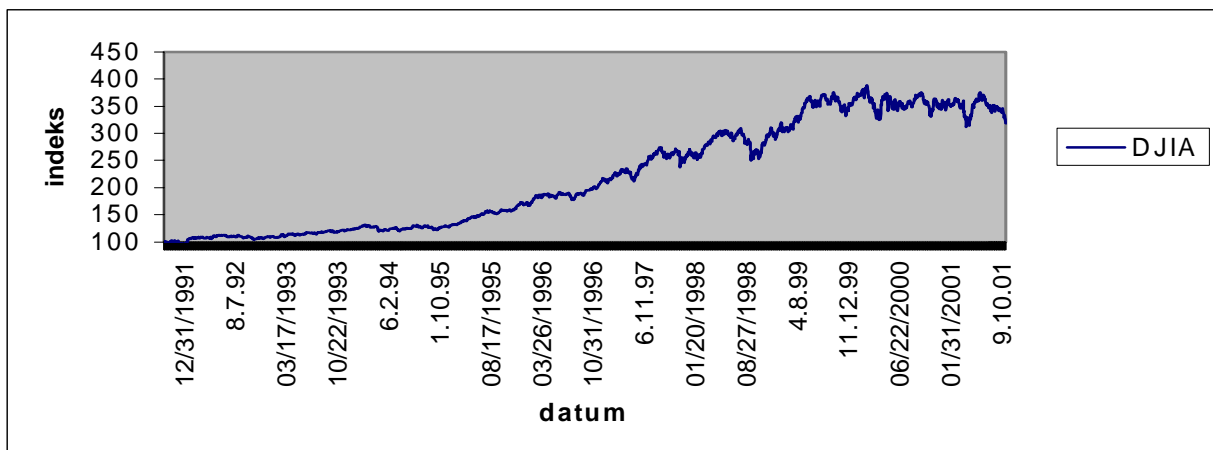
2. Skupna vrednost izdanih delnic je precej nižja od vrednosti vseh izdanih obveznic. V letu 1995 je na trg prišlo za več kot 500 milijonov USD novih obveznic, medtem ko je bilo istega leta izdanih le za 100 milijonov USD novih delnic.

#### 4.1.1. Borzni indeksi delnic

Borzni indeks se uporablja za spremljanje obnašanja različnih skupin delnic. S tem investitorji dobijo dokaj nazoren pregled o tem, kakšen je trend neke širše skupine delnic oziroma različnih skupin delnic.

Največkrat omenjeni borzni indeks je Dow Jones Industrial Average (DJIA), ki ga nekateri imenujejo tudi barometer svetovnega gospodarstva. Začetki DJIA segajo v leto 1896, ko je Charles H. Dow seštel cene delnic dvanajstih najbolj znanih podjetij ter po deljenju s številom delnic dobil njihovo povprečje. Leta 1916 je bilo dodanih še 8 delnic, povprečje tridesetih delnic pa je nastalo leta 1928. DJIA tako predstavlja 30 najbolj varnih delnic najuspešnejših ameriških podjetij (»blue chipov«) oziroma približno 30% tržne kapitalizacije vseh delnic na newyorški borzi. Sestava tega indeksa se le redko spreminja, predvsem takrat, kadar določena delnica ni več reprezentativna za svoj sektor (pri DJIA je to industrijski sektor). Današnjo obliko je DJIA dobil leta 1997, ko so bile delnice podjetij Bethlehem Steel, Texaco, Westinghouse in Woolworth zamenjane z delnicami podjetij Hewlett-Packard, Johnson and Johnson, Travelers Group in Wal-Mart. Tako se je od prvih delnic, vključenih v izračun indeksa, do danes obdržala le delnica podjetja General Electric. DJIA se izračunava kot cenovno tehtano povprečje, zato imajo dražje delnice v povprečju večjo težo kot cenejše. To pomeni, da ima lahko podjetje z relativno majhno tržno kapitalizacijo tako velik vpliv na gibanje indeksa kot velika korporacija, kar rešujejo s tem, da v indeks vključujejo le velika podjetja. Udeleženci ameriškega trga kapitala pravijo, da indeks DJIA kratkoročno ni povsem ustrezen indikator gibanja tečajev delnic, medtem ko je dolgoročno gledano razmeroma dober (Robič, 1996, str. 14-15).

Slika 3: Gibanje indeksa Dow Jones Industrials Average, 1991 – 2001 (20.11.1991 = 100)



Vir: NYSE Fact book, [URL: <http://www.nyse.com>], 16. 6. 2001.

Drugi pomembnejši indeks je indeks Standard & Poor's 500 (S&P 500). Njegov začetek sega v leto 1923, ko je korporacija Standard & Poor's pričela z izračunavanjem svojega kazalca stanja na borznih trgih. V njegov izračun je bilo vključenih 233 delnic, februarja 1957 pa je bil seznam

razširjen na 500 delnic oziroma 95 podindeksov, hkrati pa je dobil še danes aktualno ime S&P 500. Prvotni indeks je bil razdeljen na tri glavne skupine, podobno kot zgodnja povprečja Dow Jones. Teh 500 delnic je predstavljalo 425 industrijskih podjetij, 60 javnih podjetij in 15 železniških podjetij. Vsa podjetja so kotirala na newyorški borzi, razmerje delnic po posameznih sektorjih pa je ustrezalo sektorski razporeditvi podjetij na NYSE. Leta 1976 je bila sestava indeksa spremenjena, oblikovane pa so bile 4 skupine, katere je sestavljalo 400 industrijskih, 40 finančnih, 40 javnih in 20 transportnih podjetij. Za razliko od Dow Jones indeksov, so Standard & Poor's indeksi vrednostno tehtani indeksi, zato je njihov način izračunavanja bistveno boljši in sodobnejši. S&P 500 se uporablja kot kazalec, s katerim upravljalci investicijskih skladov primerjajo svoj donos. Poleg tega je S&P 500 tudi eden izmed 12-tih členov, ki sestavljajo US Commerce Department's Index glavnih gospodarskih kazalcev. Vrednost delnic vključenih v indeks S&P 500 trenutno znaša približno 626 milijard USD (Index Descriptions. [URL: <http://www.amex.com/reference/IndexDescriptions.stm>], 17. 6. 2001.).

Nasdaq Composite Index predstavlja vse domače in tuje navadne delnice, ki kotirajo na Nasdaq Stock Market. Indeks je vrednostno tehtani indeks (tržna vrednost), kar pomeni, da vsaka delnica določenega podjetja vpliva na indeks glede na njen delež tržne vrednosti. Danes indeks vključuje več kot 5000 podjetij, kar je več kot katerikoli drug borzni indeks (Index Descriptions. [URL: <http://www.amex.com/reference/IndexDescriptions.stm>], 17. 6. 2001.).

Ostali pomembnejši indeksi so še Amex Composite Index, Fortune indeksa (Fortune e-50 Index oziroma FEX odraža gibanje delnic ameriških internetnih podjetij), Frank Russell indeksi in Wilshire 5000 Equity Index.

Osmega decembra 2000 pa se je na NYSE začelo trgovati z indeksom iShares S&P Global 100 Exchange Traded Fund (ETF), katerega osnova je S&P Global 100 Index, razvila pa sta ga Standard & Poor's in NYSE. Skupna tržna kapitalizacija indeksa znaša 8.200 milijard USD, sestavlja pa ga 61 tujih in 39 ameriških podjetij, od česar jih je konec leta 2000 76 kotiralo na NYSE (NYSE, Fact book, 2000).

#### **4.1.2. Kupovanje tujih delnic**

Diverzifikacija portfelja zmanjšuje nesistematično tveganje, zato nam v pravilno diverzificiranem portfelju ostane le še sistematično tveganje, ki pravzaprav odraža tveganje celotnega trga. V zadnjem času so investitorji spoznali, da lahko del sistematičnega tveganja odpravimo z nakupom vrednostnih papirjev različnih držav. S tem računajo predvsem na to, da je lahko v obdobju, ko je neka država v recesiji, druga država v prosperiteti. Ali drugače povedano, če naraščajoča inflacija v ZDA povzroči padec cen delnic ameriških podjetij, lahko padajoča inflacija na Japonskem povzroči rast cen delnic japonskih podjetij.

Težava pri nakupu tujih delnic je ta, da večina tujih podjetij ne kotira na kateri izmed ameriških borz, zato je nakup delnic zelo težak. Posredniki so ta problem rešili tako, da so začeli prodajati ameriška potrdila o lastništvu («American Depository Receipts» ali ADRs), deponirana v ameriških bankah. Če želi na primer nemško podjetje izdati delnice na ameriškem trgu, tako imenovana depozitarna banka skupaj z investicijsko banko od njega odkupi delnice in jih hrani pri skrbniku («custodian»). Na podlagi odkupljenih delnic potem izda ameriška potrdila o lastništvu (ADR), s katerimi se trguje na domačem trgu, ponavadi na NASDAQ-u. Promet s temi potrdili je v celoti voden v ameriških dolarjih, kot tudi dividende, katere banka preračuna v ameriško valuto. Cena ADR je odvisna od gibanja cene delnice na domačem trgu (na primer na borzi v Frankfurtu) in od razmerja med dolarjem in evrom. Ena izmed prednosti teh potrdil je

predvsem ta, da tujim podjetjem omogočajo trgovanje na ameriških borzah, ne da bi jim bilo treba zadostiti pravilom, ki jih zahteva ameriška agencija za trg vrednostnih papirjev (Securities and Exchange Commission ali SEC).

Trgovanje s tujimi delnicami se je v preteklosti izjemno hitro razvijalo. Od leta 1979 naprej je čezmejno trgovanje z delnicami letno rastlo za 28% in sedaj presega vrednost 2 bilijona USD letno. Zanimive so predvsem delnice podjetij iz dežel v razvoju, kot so Mehika, Brazilija in Južna Koreja (Jones, 2000, str. 41-42).

## 4.2. OBVEZNICE

Obveznica je vrednostni papir, ki predstavlja dolg izdajatelja obveznice do investitorja. Obveznice izdajatelju narekujejo plačilo določenega zneska ob danem datumu, ponavadi je to izplačilo periodičnih obresti. Imenska vrednost ali vrednost ob dospelosti obveznice je znesek, ki ga mora izdajatelj obveznice plačati ob njenem dospelju. Kuponska obrestna mera je obrestna mera, ki jo mora plačati izdajatelj obveznice. Ta obrestna mera je običajno fiksna skozi celoten čas trajanja obveznice, zato se ne spreminja skupaj s tržnimi obrestnimi merami. Če vsa ta pravila niso zagotovljena, je imetnik obveznice upravičen do povrnitve sredstev.

Dolgoročne obveznice trga kapitala zajemajo dolgoročne državne zapise in obveznice, komunalne obveznice in podjetniške obveznice (Mishkin, 1998, str. 248).

### 4.2.1. Zakladne obveznice

Trg ameriških zakladnih vrednostnih papirjev je največji, najbolj pomemben in najbolj likviden trg vrednostnih papirjev s stalnim dohodkom na svetu. Z njimi trgujejo predvsem posamezniki, banke, zavarovalna podjetja in pokojninski skladi, kot tudi tujci, kar je posledica pomembnosti ameriškega dolarja kot valute svetovnega gospodarstva.

Urad državne zakladnice ZDA izdaja zapise in obveznice, s katerimi financira državni dolg. Razlika med zapisom in obveznico je ta, da imajo zapisi čas dospelja 1 do 10 let, medtem ko je pri obveznicah ta čas 10 do 30 let (kratkoročne zakladne menice dospejo v manj kot 1 letu). Spodnja tabela prikazuje razlike v dospelju posameznih zakladnih vrednostnih papirjev.

TABELA 2: Zakladni vrednostni papirji

Vrsta	Čas dospelja
Kratkoročna zakladna menica	manj kot 1 leto
Zakladni zapis	1 do 10 let
Zakladna obveznica	10 do 30 let

Vir: Mishkin, 1998, str. 248.

Cene zakladnih zapisov, obveznic in računov so navedene v odstotkih od nominalne vrednosti, ki znaša 100 USD.

Obveznice in zapisi zveznih vlad so brez kreditnega tveganja (tveganje neplačila), saj lahko država za odplačilo dolga vedno natisne denar, če je to potrebno. To pa ne pomeni, da so ti

vrednostni papirji brez tveganja. Še vedno obstaja namreč možnost, da se bo tržna obrestna mera dvignila, kar bi posledično pomenilo padec vrednosti obveznice.

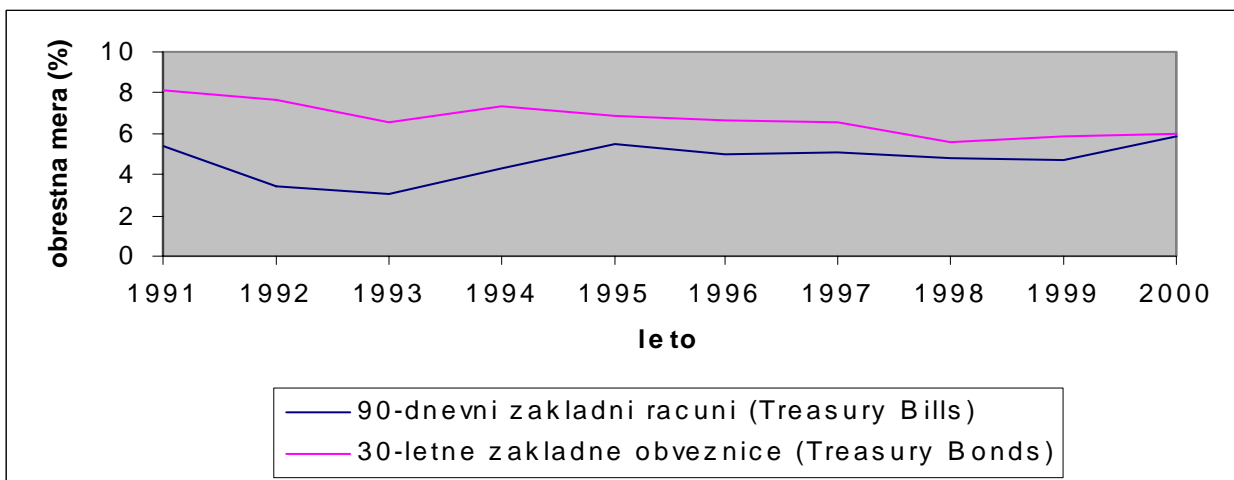
#### 4.2.1.1. Tveganje spremembe obrestne mere pri obveznicah

Tveganje znižanja vrednosti obveznice, ko tržne obrestne mere rastejo, imenujemo tveganje obrestne mere. Predstavljajmo si, da želimo prodati obveznico, ki prinaša 4,5% donosa (nominalna vrednost je 1000\$), medtem ko nove obveznice prinašajo 5,5%. Da bi prodali tako obveznico, bi moral lastnik obveznice poceniti obveznico za toliko, da bi donos novega kupca postal enak tržni obrestni meri. Ob upoštevanju časa dospelja, ki znaša 20 let, bi prodajalec obveznice moral znižati ponudbeno ceno na 879,61\$, s čimer bi se donos izenačil s 5,5% tržno obrestno mero.

#### 4.2.1.2. Obrestna mera zakladnih obveznic

Zakladne obveznice imajo precej nizko obrestno mero, saj ne vsebujejo kreditnega tveganja. Čeprav je bil zaslužek pri investiranju v zakladne obveznice včasih celo nižji od inflacije, je obrestna mera zakladnih zapisov in zakladnih obveznic večino časa nad obrestno mero vrednostnih papirjev s trga denarja, kar je posledica tveganja, ki mu pravimo tveganje spremembe obrestne mere.

Slika 4: Primerjava obrestnih mer na zakladne račune in zakladne obveznice, 1991 - 2000



Vir: Economic Indicators, February 2001, str. 30.

Slika 4 primerja obrestno mero na 30-letno zakladno obveznico z obrestno mero na 91-dnevno kratkoročno zakladno menico. Opazimo lahko 2 stvari:

1. večino časa je obrestna mera na kratkoročno zakladno menico nižja od obrestne mere na 30-letno zakladno obveznico;
2. kratkoročne obrestne mere so bolj nestabilne od dolgoročnih obrestnih mer; na kratkoročne obrestne mere namreč bolj vpliva trenutna stopnja inflacije, medtem ko investitorji v dolgoročne vrednostne papirje pričakujejo, da se bo ekstremno visoka oziroma nizka inflacijska stopnja vrnila v normalno stanje, kar zagotavlja večjo stabilnost dolgoročnih obrestnih mer.



#### 4.2.1.3. STRIPS

Urad državne zakladnice ZDA je leta 1985 depozitarnim institucijam začel izdajati posebno obliko obveznic, imenovane Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities oziroma STRIPS (izdajatelj obveznice ne izda nobenega certifikata oziroma potrdila, zato se lastništvo posameznih obveznic dokazuje le na podlagi vknjižbe, največkrat v elektronski obliki). To so vrednostni papirji, pri katerih ne obstoja noben fizični dokument, ampak je vrednostni papir izdan in evidentiran elektronsko (Fabozzi, Modligiani, 1992, str. 459). Tu gre za ločevanje periodičnih izplačil obresti od končnega izplačila, kar pomeni, da sta iz enega vrednostnega papirja oblikovana dva vrednostna papirja. Prvi je v bistvu obveznica brez kuponov, ki predstavlja končno izplačilo, drugi pa je anuiteta, katero sestavljajo letna kuponska izplačila obresti.

Še preden je država začela izdajati takšne obveznice, jih je posredno kreiral že privatni sektor. V zgodnjih 1980-ih je namreč Merrill Lynch oblikoval naložbene obveznice, imenovane TIGRs (the Treasury Investment Growth Fund). To je naredil tako, da je najprej kupil zakladne (državne) vrednostne papirje, katerim je nato ločil glavnico in obresti (»principal only« in »interest only« securities). Leta 1986 je bilo v ZDA za več kot 50 milijard USD takšnih, še nevplačanih, državnih vrednostnih papirjev (Mishkin, 1998, str. 250).

#### 4.2.1.4. Obveznice agencij

Veliko število ameriških agencij je od ameriškega Kongresa dobilo dovoljenje za izdajanje obveznic. Pri tem država eksplicitno ne jamči za obveznice agencij, čeprav večina investorjev pričakuje, da država tem agencijam ne bo dovolila propasti. Tako imajo v ZDA kar precej izdajateljev takih obveznic, med katerimi so tudi »Government National Mortgage Association«, »Farmers Home Administration«, »Federal Housing Administration«, »Veterans Administrations«, »Federal National Mortgage Association«, »Federal Land Banks«, »Federal Home Loan Mortgage Corporation« in »Student Loan Marketing Association«. Te agencije izdajajo obveznice z namenom, da si zagotovijo sredstva, katera kasneje porabijo za naložbe, ki so po mnenju Kongresa v nacionalnem interesu. Tako na primer »Government National Mortgage Association« (Ginnie Mae) izda obveznice, s katerimi zbira sredstva za financiranje domačih posojil, medtem ko »Student Loan Marketing Association« (Sallie Mae) izda obveznice za financiranje študentskih posojil.

Obveznice agencij so ponavadi malo tvegane, kar je posledica zavarovanja s posojili, ki se realizirajo s sredstvi, zbranimi s prodajo obveznic. V primeru, da zvezne agencije ne morejo izpolniti svojih obveznosti, lahko črpajo svoje posojilo od ministrstva za finance. K nizki tveganosti obveznic pa prispeva tudi pričakovanje ljudi, da država agencijam ne bo dopustila možnosti neizpolnjevanja obveznosti.

Ne glede na majhno tveganje, pa tej vrednostni papirji ponujajo obrestne mere, ki so občutno višje od tistih na zakladne vrednostne papirje. Na primer, 4.marca 1997 je donos na 30-letno obveznico agencije (Federal National Market Association) znašal 7,95%, medtem ko je donos na 30-letno zakladno obveznico znašal 6,80% (Mishkin, 1998, str. 251). Del tega je lahko posledica manjše likvidnosti obveznic agencij. Čeprav sekundarni trg obveznic agencij obstaja, le-ta ni tako dobro razvit oziroma tako globok kot trg državnih vrednostnih papirjev. Veliko investorjev namreč meni, da obveznice agencij predstavljajo dobro alternativo državnim obveznicam z nizko obrestno mero.



#### 4.2.1.5. TIPS

TIPS oziroma »Treasury Inflation Protection Securities« je novost iz družine zakladnih obveznic. Njihova značilnost je namreč ta, da je namesto izplačila fiksnih obresti donos opredeljen kot fiksni odstotek, ki je dodan inflacijski stopnji. To pomeni, da nam v primeru, ko ima TIPS obresti enake inflacijski stopnji + 3% (ob predpostavki, da je inflacija enaka 4%), ta oblika vrednostnega papirja prinaša 7% obrestno mero. Stopnja se prilagaja polletno, to je ob spremembi inflacije. Ker se obrestna mera na TIPS spreminja skupaj z inflacijo, naj bi bila tržna cena TIPS-a dolgoročno gledano dokaj konstantna, zato je to tudi precej netvegana oblika zakladnih vrednostnih papirjev (Brown, Reilly, 2000, str.516).

Konec 90-tih let je ameriška vlada začela voditi politiko proračunskega presežka, zato sta tako letno število izdaj kot tudi količina izdaj zakladnih vrednostnih papirjev, močno upadli.

#### 4.2.2. Komunalne obveznice

Komunalne obveznice so vrednostni papirji izdani s strani lokalnih, okrožnih in državnih vlad, kot tudi njihovih poddivizij. Zaradi velikega števila izdajateljev komunalnih obveznic je tudi število izdaj vseskozi precej visoko (več kot 1,5 milijona). Večina teh izdaj je precej majhnih, privatno lociranih in lokalnega interesa. Trg komunalnih obveznic je najmanj učinkovit izmed trgov s fiksnimi dohodki, kar je posledica velike raznolikosti med posameznimi izdajami. Zato pa lahko investitorji, ki investirajo pametno in previdno, to neučinkovitost izkoristijo v svoje dobro.

Dohodek iz naslova teh obveznic se porabi za financiranje projektov, ki so v javnem interesu, kot na primer gradnje šol, transportnih sistemov, ali za javne službe. Takšne komunalne obveznice, ki so izdane za financiranje nujnih javnih projektov, niso predmet davčnega sistema (davčna olajšava velja le za izplačane obresti, ne pa tudi za kapitalske dobičke). To omogoča lokalnim upravam oziroma občinam izposojanje po nižjih stroških, saj bodo investitorji zadovoljni z nižjimi obrestnimi merami na obveznice, ki so oproščene plačila davka.

Spodnja enačba prikazuje katera neobdavčena obrestna mera je primerljiva z obdavčeno obrestno mero (Mishkin, 1998, str. 251):

neobdavčena OM = obdavčena OM \* ( 1 – mejna davčna stopnja )

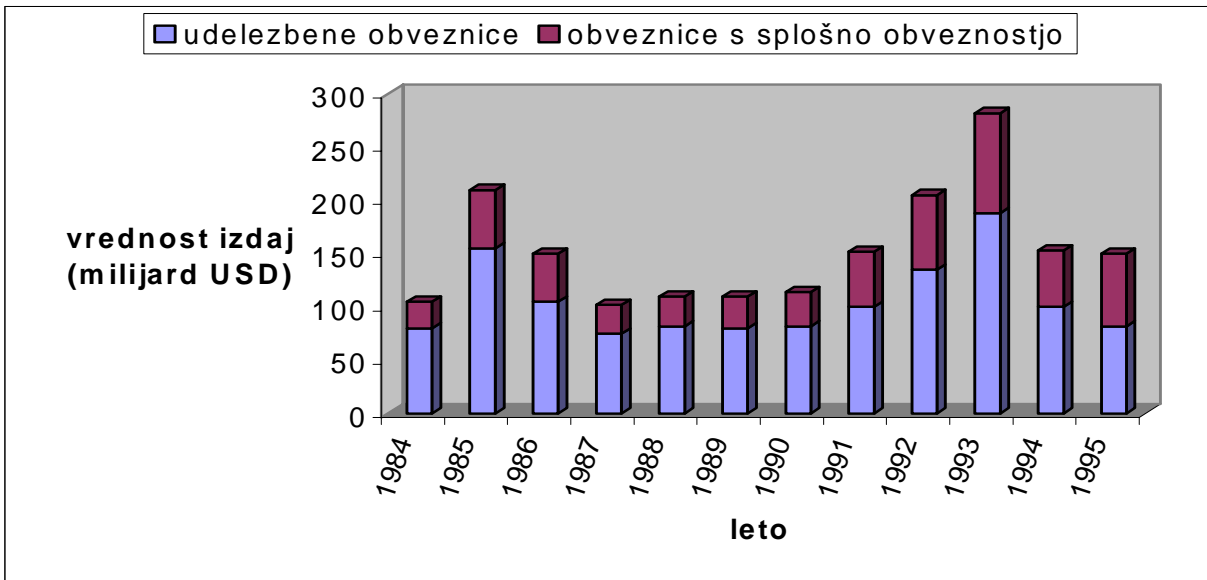
Primer: če predpostavljamo, da je obdavčena obrestna mera 9%, mejna davčna stopnja pa 28%, potem po zgornji enačbi dobimo enakovredno neobdavčeno obrestno mero, ki znaša 6,48%.

Poznamo dve vrsti komunalnih obveznic, to so obveznice s splošno obveznostjo (»general obligation bonds«) in udeležbene obveznice (»revenue bonds«). Razlikujeta se glede na kritje, ki obveznice zavaruje. Prve nimajo zagotovljenih posebnih sredstev za zavarovanje, kot tudi ne posebnega vira dohodkov, s katerimi se vrne dolg. Namesto tega so zavarovane s polno odgovornostjo (kot tudi s kreditno in davčno sposobnostjo) izdajatelja teh obveznic. To pomeni, da izdajatelj obveznic zagotavlja uporabo kateregakoli možnega vira za izplačilo obveznic. Večina izdaj teh obveznic mora biti odobrena s strani davkoplačevalcev, saj je za izplačilo obveznic zastavljena avtoriteta davčne oblasti. Udeležbene obveznice pa so zavarovane z denarnim tokom določenega projekta, ki prinaša dohodek. Na primer, udeležbene obveznice so lahko izdane za gradnjo avtoceste, kjer so pobrane cestnine zastavljene za izplačilo obveznic. Kadar pa dohodki za izplačilo obveznic niso dovolj visoki, lahko pride do izgube na strani investitorjev. Nazoren primer tega je Washington Public Power Supply System, ki je izdal

obveznice za financiranje izgradnje dveh jedrskih elektrarn. Zaradi nepričakovanega znižanja stroškov energije in ogromnih stroškov gradnje elektrarna nikoli ni začela delovati, kupci obveznic pa so ostali brez vloženih sredstev.

Na sliki 5, ki prikazuje vrednost izdaj obeh vrst komunalnih obveznic v letih od 1984 do 1995, opazimo, da so izdaje udeležbenih obveznic veliko bolj pogoste.

Slika 5: Vrednost izdaj posameznih vrst komunalnih obveznic, 1984 - 1995



Vir: Federal Reserve Bulletin. [URL: <http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/default.html>], 19. 8. 2001.

#### 4.2.2.1. Tveganje na trgu komunalnih obveznic

V nasprotju z zakladnimi obveznicami je pri komunalnih obveznicah kreditno tveganje oziroma tveganje neizplačila prisotno. Na primer, leta 1990 so v ZDA zamude izplačil komunalnih obveznic znašale 1,4 milijarde USD (Mishkin, 1998, str. 252). Sprva so to pripisovali šibki ekonomiji v letu 1990, dejstvo pa je, da finančna stiska lahko doleti tudi vlade. Za razliko od državne vlade, lokalne vlade nimajo možnosti tiskanja denarja, zato obstajajo resnične omejitve, do katere mere lahko zvišajo davke, ne da bi s tem odgnali prebivalce.

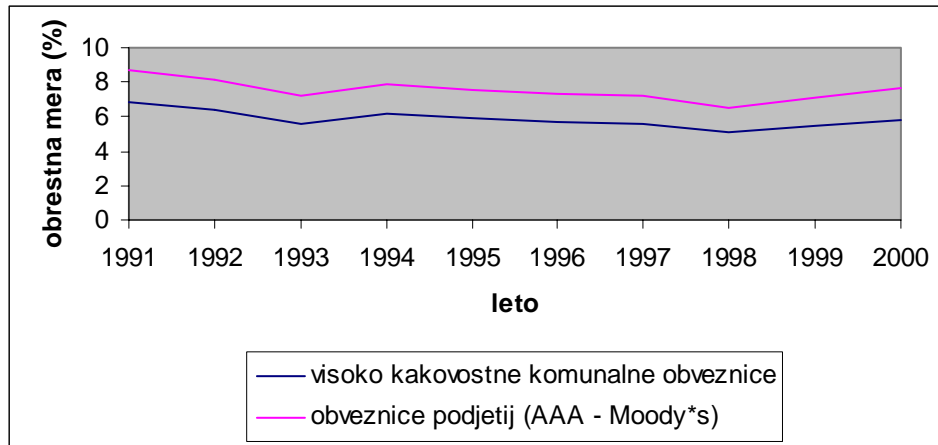
#### 4.2.3. Obveznice podjetij

Investitorji, ki iščejo višji donos kot je donos na zakladne obveznice in so zato tudi pripravljeni sprejeti večje tveganje, lahko investirajo v obveznice, izdane s strani podjetij. Ponavadi so to velika podjetja, ki si želijo izposoditi sredstva za daljše časovno obdobje. Lastnosti večine podjetniških obveznic so naslednje: nominalna vrednost obveznice je 1000 USD, imajo polletno izplačevanje obresti in možnost vnovčenja obveznice, kadarkoli izdajatelj to želi.

Posojilodajalčeve pravice in privilegiji ter posojilojemalčeve obveznosti so zapisane v posebni pogodbi (»bond indenture«). V tej pogodbi je opisan tudi način kritja oziroma poročstva, ponujenega kot varstvo lastnikom obveznic.

Stopnja tveganja se razlikuje glede na posamezne izdaje, saj je kreditno tveganje odvisno od stanja podjetja, na kar pa vpliva veliko spremenljivk. Obrestna mera na podjetniške obveznice se spreminja glede na stopnjo tveganja. Obveznice z manjšim tveganjem in višjim ratingom (AAA – najvišji rating) imajo nižjo obrestno mero kot bolj tvegana obveznica (BBB).

Slika 6: Primerjava obrestnih mer komunalnih obveznic in obveznic podjetij, 1991-2000



Vir: Economic Indicators, February 2001, str. 31.

Zakaj podjetja izdajajo obveznice?

Nekatera podjetja raje izdajo obveznice, namesto da uporabijo enega izmed preostalih možnih načinov zbiranja sredstev. Za to imajo svoje razloge, med katerimi so predvsem naslednji:

- kupci obveznic so podjetjem pripravljene posoditi sredstva za daljše časovno obdobje kot banke, ki posojila sklepajo za največ pet do sedem let,
- podjetja ponavadi nočejo razvedeniti delniškega kapitala, to je zmanjšati vrednosti posameznih delnic zaradi izdajanja novih delnic, zato se raje zadolžijo,
- obrestna mera, po kateri si podjetja izposojajo na trgu obveznic, je velikokrat najnižji strošek financiranja, med katerimi podjetje lahko izbira.

Začetne obveznice, imenovane imetniške oziroma prinosniške obveznice, saj je izplačila dobil kdorkoli je razpolagal s fizično posestjo obveznice, so bile prodane skupaj s kuponi, katere je imetnik obveznice pošiljal podjetju, od katerega je nato prejemal izplačila obresti. Ta način je bil za ameriški davčni urad zelo zapleten, saj so težko nadzorovali izplačila obresti. Zato so jih kasneje v veliki meri nadomestile tako imenovane imenske oziroma registrirane obveznice, ki so brez kuponov. Namesto tega se mora imetnik obveznice registrirati pri podjetju, od katerega nato prejema obresti. Podjetje pa je zavezano, da davčnemu uradu sporoča podatke o vseh, ki prejema obresti. Kljub dejstvu, da so bile imetniške obveznice s pripojenimi kuponi ukinjene, se obresti izplačane na obveznice še vedno imenujejo kuponsko izplačilo obresti, obrestna mera na obveznice pa kuponska obrestna mera.

Na trgu kapitala v ZDA je v uporabi več vrst podjetniških obveznic, ki se med seboj razlikujejo glede na vrsto kritja, ki zavaruje obveznico, in glede na vrstni red izplačevanja obveznic, ko podjetje zaide v težave.

#### **4.2.3.1. Zavarovane obveznice**

Hipotekarne obveznice se uporabljajo za financiranje določenih projektov. Na primer, stavba je lahko kritje za obveznice, izdane za zgraditev te stavbe. Če to podjetje ni sposobno izpolnjevati obveznosti glede obveznic, lahko imetniki hipotekarnih obveznic stavbo prodajo in s tem pridejo do sredstev. Ker gre v tem primeru za kritje z zastavo določenega imetja, so te obveznice manj tvegane od primerljivih nekritih obveznic, zato pa imajo tudi nižjo obrestno mero.

Certifikat na opremo je v bistvu obveznica s stalnim donosom, zavarovana z delom imetja oziroma opremo (stroji, tovornjaki, letala). Poroštvo, ki krije te obveznice, je na trgu lažje vnovčljivo od tistega pri hipotekarnih obveznicah. Rezultat tega je še manjše tveganje in še nižja obrestna mera.

Obveznice s solidarnim poroštvom so obveznice, zavarovane s posebno obliko visoko-kvalitetnega, razmeroma likvidnega porošstva, kot na primer vrednostnimi papirji ali terjatvami (Mishkin, 1998, str. 256).

#### **4.2.3.2. Nekrite/nezavarovane obveznice**

Posojilne obveznice (»debentures«) so dolgoročne nezavarovane obveznice, ki so krite le s splošno kreditno sposobnostjo izdajatelja obveznic. Za izplačilo dolga ni tu zastavljenega nobenega posebnega kritja, zato se mora imetnik obveznice, v primeru težav podjetja, obrniti na sodišče. Imajo pa ponavadi pripojeno posebno pogodbo, v kateri so zapisani pogoji obveznice in odgovornosti vodstva podjetja. Zaradi vseh navedenih značilnosti imajo posojilne obveznice višjo obrestno mero kot primerljive zavarovane obveznice.

Podrejene zadolžnice so podobne posojilnim obveznicam, le da imajo nižji prednostni zahtevek. To pomeni, da so v primeru težav podjetja, njihovi lastniki poplačani šele zatem, ko so izpolnjene vse obveznosti do nepodrejenih imetnikov obveznic. Imetniki teh zadolžnic so torej v še bolj tveganem položaju.

Udeležbene obveznice so posebna kategorija obveznic. Za razliko od vseh ostalih obveznic tukaj izdajatelj obljublja plačilo obresti le v primeru, ko je to tudi sposobno uresničiti. Če podjetje ni sposobno izplačati obresti, ko je za to čas, jih preprosto ne izplača. Zato pa morajo te obveznice prinašati občutno višji donos. V pogodbi je ponavadi zapisano tudi pravilo, da se dividende in nagrade vodstvu ne smejo izplačati, razen če je podjetje na tekočem z vsemi izplačili obresti na udeležbene obveznice.

Obveznice z variabilno obrestno mero (lahko so zavarovane ali nezavarovane) so finančna novost, ki se je pojavila v 1980-ih in 1990-ih, predvsem kot posledica povečane spremenljivosti obrestne mere. Obrestna mera na te vrednostne papirje je vezana na obrestno mero nekega drugega trga, recimo na obrestno mero na zakladne obveznice, in se periodično prilagaja. Obrestna mera obveznice se torej skozi čas spreminja glede na spremembo tržne obrestne mere.

#### **4.2.3.3. Zelo tvegane obveznice (obveznice z visoko obrestno mero)**

Različna podjetja ocenjujejo obveznice glede na njihovo kreditno tveganje. Ta podjetja preučujejo finančne lastnosti podjetja, ki izda obveznice, in nato oblikujejo oceno o možnostih nastopa težav v podjetju. Obveznice z oceno AAA imajo najvišjo možno oceno. Obveznice nad Moody Baa-jevo ali Standard Poor-ovo oceno BBB so ocenjene kot neprimerne za investicije,

medtem ko so obveznice pod to oceno, ocenjene kot primerne za špekulacije, zato so to zelo tvegane obveznice (obveznice z visoko obrestno mero oziroma »junk bonds«). Pred koncem 70-ih let so bile primarne izdaje takih obveznic zelo redke, sedaj pa so takšne že skoraj vse nove izdaje obveznic. Ko podjetja zaidejo v finančne težave, se ocena njihovih obveznic poslabša. Lastniki takih obveznic svoje obveznice težko prodajo, saj tukaj ni dobro razvitega sekundarnega trga (Brown, Reilly, 2000, str. 528).

Leta 1977 je Michael Milken pri podjetju Drexel Burnham Lambert, ki se je ukvarjalo z investicijskim bančništvom, spoznal, da je veliko število investorjev pripravljenih, seveda le v primeru večjih dobičkov, prevzeti večje tveganje. Najprej pa je moral rešiti dva problema, ki sta ovirala trg obveznic z nizkimi ocenami. Prvi problem je bila slaba likvidnost, saj za te obveznice, kot že vemo, ni bilo sekundarnega trga. Tako je Drexel prevzel vlogo ustvarjalca trga za obveznice z visoko obrestno mero. S tem je razvil sekundarni trg, kar je bilo pomembno predvsem za investitorje, ki svojih obveznic navadno niso obdržali do njihovega dospelja. Drugi problem pa je bil ta, da je obstajala zelo velika verjetnost, da izdajatelj teh obveznic ne bo mogel izplačati vseh obveznosti iz naslova obveznic. Zato je Milken posredoval kot poslovna banka, s čimer je zagotavljal podjetjem dodatna sredstva in preprečeval, da le-ta propadejo. S tem je občutno znižal kreditno tveganje, povpraševanje po teh obveznicah pa je drastično narastlo.

V zgodnjih in srednjih 1980-ih je veliko podjetij izkoristilo prednosti zelo tveganih obveznic in jih uporabilo za financiranje prevzemov drugih podjetij. Nakupi delnic drugih podjetij so bili financirani s posojili (LBO – »leveraged buyout«), kar je v teh podjetjih znatno povečalo stopnjo zadolženosti. To povečanje finančnega vzvoda pa je napravilo obveznice visoko tvegane, zato so pogosto prodali del novonastalega združenega podjetja in s tem poplačali dolg, ki je nastal z izdajo obveznic.

V 1980-ih je na trg tveganih obveznic (»junk bond market«) vstopilo okoli 1800 podjetij. Milken in njegovo podjetje so bili za svoj trud bogato nagrajeni, saj so od vsake prodaje zaslužili provizijo v višini 2-3%, kar je podjetje Drexel naredilo najbolj dobičkonosno podjetje na Wall Street-u v letu 1987. Milkenov zaslužek pa je v obdobje med 1983 in 1987 znašal 1 milijardo USD.

Na nesrečo lastnikov takšnih obveznic pa sta bila tako Milken in podjetje Drexel osumljena in kasneje tudi obsojena nelegalne prodaje in nakupa obveznic oziroma okoriščanja z zaupnimi informacijami. Posledica razpada tega trga obveznic je bil propad 250 podjetij v obdobju med 1989 in 1991. Podjetje Drexel je leta 1990 bankrotiralo zaradi izgub v svojem portfelju zelo tveganih obveznic (»junk bonds«), medtem ko je bil Milken obsojen na tri leta zaporne kazni. Leta 1996 je po podatkih revije Fortune Milkenovo osebno premoženje znašalo 400 milijonov USD (Mishkin, 1998, str. 256).

Po tem dogodku, ko je trg zelo tveganih obveznic dosegel svojo najnižjo točko, si je le-ta počasi opomogel in danes ponovno predstavlja eno izmed možnih oblik financiranja srednje velikih podjetij, ki zaradi relativno velikega rizika drugače ne bi bilo možno.

#### **4.2.4. Mednarodni trg obveznic**

Tuje obveznice (»Yankee Bonds«) so obveznice tujih izdajateljev, denominirane v ameriških dolarjih. Izdajajo jih lahko le kanadski regijski upravni organi in Evropska investicijska banka, medtem ko ima večina držav, zaradi strogih pravil SEC-a in kreditnih agencij (Moody's in Standard and Poor's), omejen dostop do ameriškega trga kapitala (Fabozzi, 1989, str. 142).

Evroobveznice so obveznice izdane s strani mednarodnih sindikatov za izdajanje obveznic, ki so nato prodane na različnih mednarodnih trgih. Drugače povedano, evroobveznica je mednarodna obveznica denominirana v valuti, ki ni valuta države, v kateri je bila ta obveznica izdana. Eurodolarska obveznica torej pomeni, da je to vrednostni papir, ki je denominiran v ameriških dolarjih, izdan s strani mednarodnega sindikata (zunaj ZDA) in prodan neameriškim investitorjem zunaj ZDA. Center trga evrodolarskih obveznic je v Londonu in trenutno predstavlja 40 odstotkov celotnega trga evroobveznic (Brown, Reilly, 2000, str. 532-533).

#### **4.2.5. Finančne garancije na obveznice**

Izdajatelji, katerih finančna varnost ni dovolj močna, za znižanje tveganosti njihovih obveznic pogosto kupujejo finančne garancije. Finančna garancija posojilodajalcu (kupcu obveznic) zagotavlja izplačilo glavnice in obresti v primeru težav podjetja, ki je obveznice izdalo. Velika zavarovalna podjetja zato, da bi zavarovala obveznice, sestavijo dokument, ki je v bistvu zavarovalna polica. Le-ta kupce obveznic reši skrbi o finančnem stanju izdajatelja obveznic. Tako jim ostane le še skrb o moči podjetja, ki je obveznice zavarovalo (zavarovalnica). Kreditno sposobnost izdajatelja sedaj nadomesti kreditna sposobnost zavarovatelja. Znižanje tveganja privede do znižanja obrestne mere, ki jo zahteva kupec obveznic, kar pa je povsem logično, saj mora na drugi strani izdajatelj obveznic zavarovalnemu podjetju plačati določeno provizijo za garancijo. Finančne garancije so zato smiselne le takrat, kadar je strošek zavarovanja nižji od prihrankov zaradi nižje obrestne mere.

Finančne garancije so se razvile v zgodnjih 1970-ih letih, takrat kot zavarovanje za komunalne obveznice. Kasneje pa so se uporabljale tudi za zavarovanje različnih podjetniških obveznic.

#### **4.2.6. Trendi na trgu obveznic**

V prvi polovici 1980-ih so bile obrestne mere izjemno visoke, zato si podjetja niso želela izposojati na dolgoročnem trgu. V drugi polovici 1980-ih pa je zniževanje obrestnih mer in zdravo gospodarstvo spodbudilo izdajanje obveznic. Le-to je zopet upadlo leta 1990, ko je ameriško gospodarstvo vstopilo v recesijo, obrestne mere pa so zopet zrastle. Padajoče obrestne mere in pobirajoče se gospodarstvo v začetku 1990-ih pa je ponovno prispevalo k rekordnim zneskom izdaj na trgu obveznic.

Danes se z obveznicami, za razliko od delnic, trguje 24 ur na dan povsod po svetu (to še posebej velja za trg ameriških zakladnih obveznic). Posledica tega globalnega trgovanja z delnicami je nastajanje novih delovnih mest, podaljševanje delovnega časa in delo na domu preko računalniških terminalov.

### **4.3. HIPOTEKARNA POSOJILA**

Hipotekarna posojila so posojila gospodinjstvom ali podjetjem, namenjena za nakup stanovanjskih hiš, zemlje ali stvarnega premoženja, kjer premoženje oziroma zemlja služi kot kritje za najeto posojilo (Bodie, 1998, str. 37). Trg s hipotekarnimi posojili je največji dolžniški trg v ZDA, pri katerem količina stanovanjskih hipotek (porabljena za nakup stanovanj) za več kot štirikrat presega količino poslovnih in kmetijskih hipotek. Prvi posojilodajalci na trgu stanovanjskih hipotek so bila hranilna in posojilna združenja ter vzajemne hranilnice in posojilnice, kasneje pa so na trg vstopile tudi poslovne banke, medtem ko je večina poslovnih in kmetijskih hipotek sklenjenih s poslovnimi bankami in zavarovalnicami.

#### 4.4. S HIPOTEKO ZAVAROVANI VREDNOSTNI PAPIRJI (OBVEZNICE)

Finančni posredniki so se pri prodaji hipotek ukvarjali s številnimi problemi. Eden izmed teh je bil ta, da so hipoteke navadno premajhne, da bi se z njimi veliko trgovalo. Povprečno hipotekarno posojilo danes namreč znaša 130.000 USD, kar je precej pod zneskom 5 milijonov USD svežnjev, ki se jih izvede s komercialnimi papirji, zato institucionalne investitorje ta posel ne zanima (Veale, 2001, str. 173). Naslednji problem pri prodaji hipotek na sekundarnem trgu je ta, da hipoteke še niso bile standardizirane. Imajo namreč različen čas dospelja, različne obrestne mere, kot tudi pogoje v sami pogodbi. Vse to investitorju otežuje, da napravi nekakšen sveženj hipotek. Tretji problem je izredno drago upravljanje s hipotekarnimi posojili, saj so omenjeni stroški v primerjavi s stroški podjetniških obveznic precej višji. Tu se namreč pojavijo še dodatni stroški, kot so pobiranje mesečnih izplačil, davek na premoženje, zavarovalne premije in drugi, vsi v breme posojilodajalca. Zadnji problem pa je, da za hipoteke ne vemo kakšno je kreditno tveganje. Investitorji v hipoteke namreč ne želijo porabiti veliko časa za ocenjevanje kreditne sposobnosti posojilojemalcev.

Vse zgoraj omenjene težave so povzročile nastanek trga vrednostnih papirjev zavarovanih s hipoteko oziroma trga hipotekarnih obveznic, ki je danes eden izmed največjih in najhitreje rastočih trgov s fiksnim dohodkom. Tu gre pravzaprav za vrednostne papirje zavarovane s hipotekarnim posojilom, ki je zavarovano z zastavno pravico do realnega imetja.

V poznih 60-ih je sekundarni trg hipotek upadal, saj je vse manj vojnih veteranov potrebovalo zajamčena posojila.

Zato so v ZDA, kjer je imela pomembno vlogo pri razvoju tega trga prav država, ustanovili (država) tri državne agencije. »Government National Mortgage Association« oziroma »Ginnie Mae« (GNMA), ustanovljena leta 1968, je agencija v neposredni lasti države. Opravlja dve osnovni funkciji; podpira programe za izdajajnje vrednostnih papirjev, zavarovanih s hipotekarnimi posojili, in daje poročstvo za pravočasno plačilo obveznosti iz izdanih vrednostnih papirjev. Vendar pa morajo biti s hipoteko zavarovani vrednostni papirji zavarovani pred kreditnim tveganjem pri eni izmed treh vladnih agencij, to so: »Federal Housing Administration (FHA)«, »Veteran Administration (VA)« in »Farmers Home Administration (FMHA)«, ki zavarujejo hipoteke do določene višine za posojilojemalce, ki izpolnjujejo dodatne pogoje. Agencija ne izdaja vrednostnih papirjev. Njeno poročstvo prejmejo vrednostni papirji izdani pri zasebnih finančnih institucijah.

»Federal National Mortgage Association« oziroma »Fannie Mae« (FNMA) je bila ustanovljena že leta 1938, vendar je danes v zasebni lasti, njene delnice pa kotirajo na borzi. Investitorji še vedno pričakujejo, da bo država agenciji priskočila na pomoč, zato ima agencija v ta namen odprto kreditno linijo pri državni zakladnici. Agencija dejansko kupuje pakete hipotekarnih posojil in na njihovi osnovi izdaja vrednostne papirje, kateri nosijo poročstvo FNMA za pravočasno plačilo in poročstvo pred kreditnim tveganjem. Agencija odkupuje hipotekarna posojila, zavarovana pred kreditnim tveganjem s strani FHA in VA, kot tudi nezavarovana hipotekarna posojila, vendar slednja običajno ne smejo presežati 80% vrednosti zastavljene nepremičnine ali pa morajo biti še dodatno zavarovana.

Tretja agencija pa je »Federal Home Loan Mortgage Corporation« oziroma »Freddie Mac« (FHLMC), ki ima podobno vlogo kot FNMA in je prav tako delniška družba, katere delnice kotirajo na borzi. V preteklosti je ta agencija igrala večjo vlogo pri listinjenju hipotekarnih posojil hranilnic.

Vrednostne papirje, zavarovane s hipotekami, lahko izdajajo tudi za to usposobljene zasebne institucije, predvsem investicijske banke, ki lahko dodatna zavarovanja pridobijo pri državnih agencijah ali pa pri zasebnih zavarovalnicah. Pred izdajo vrednostnih papirjev, ki jih niso zavarovale državne agencije, mora izdajatelj pridobiti tudi oceno kreditne bonitete posamezne izdaje. Agencije za ocenjevanje kreditne bonitete namreč ne ocenjujejo izdaj vrednostnih papirjev državnih agencij.

Alternativa prodaji hipotek direktno investitorjem je lahko kreiranje večjega števila zavarovanih hipotek oziroma sklada hipotek («pool of mortgages»). Upravitelj sklada, kot na primer banka ali državna agencija, upravlja s skladom hipotek, ki služi za kritje novim vrednostnim papirjem. Najbolj pogosta oblika s hipoteko zavarovanega vrednostnega papirja je t.i. na neposredni terjatvi temelječa hipoteka, kjer so posojilojemalčeva izplačila iz naslova hipoteke prenešana na upravitelja sklada, še preden so izplačana samim investitorjem v hipoteke. Če posojilojemalci svoja posojila odplačajo predčasno, investitorji zato dobijo večje glavnice, kot so pričakovali. Za primer, investitor lahko kupi hipotekarno obveznico z 9% obrestno mero. Če obrestna mera pade in posojilojemalci zato odplačujejo po nižji stopnji, se bodo vrednostni papirji poplačali hitreje. Možnosti, da se bo hipoteka odplačala predčasno in da bo prisilila investitorje k iskanju alternativnih rešitev, pravimo tveganje predplačila.

#### **4.4.1. Trendi na trgu vrednostnih papirjev zavarovanih s hipoteko**

V zadnjem času se na trgu pojavljajo nove oblike s hipoteko zavarovanih vrednostnih papirjev, kot so obveznice krite s skladom hipotek (CMOs) in skladi hipotek z ločenim izplačilom obresti («interest only strip») ter ločenim izplačilom glavnice («principal only strip»). Nastajajo pa tudi skladi, zavarovani z drugačnimi posojili, to je z avtomobilskimi posojili, s posojili za dolg na kreditno kartico, s posojili za čolne in z drugimi posojili. Kadar transakcija ni zavarovana s hipotekarnim posojilom, ampak z nekim drugim posojilom, se transakcija imenuje vrednostni papir zavarovan s premoženjem oziroma sredstvom.

### **4.5. IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI**

Z nastankom terminskega poslovanja so se udeležencem finančnega trga odprle nove možnosti. Raziskava o uporabi finančnih derivatov, ki jo je leta 1994 opravilo ameriško zakladniško managersko združenje TMA (Treasury Management Association), je pokazala tri glavne namene uporabe izvedenih finančnih instrumentov: upravljanje finančnega tveganja, zmanjševanje stroškov pridobivanja finančnih sredstev in investiranje. V nadaljevanju bom predstavil glavne vrste instrumentov terminskega trga.

#### **4.5.1. Finančne terminske pogodbe**

Pri finančnih terminskih pogodbah se bom osredotočil izključno na standardizirane terminske pogodbe («futures contract»), saj navadne terminske pogodbe («forward contract») na trgu kapitala ne igrajo tako pomembne vloge. Pri standardizirani terminski pogodbi gre pravzaprav za javno trgovano navadno terminsko pogodbo. Že samo ime pove, da je za standardizirane terminske pogodbe značilno, da imajo za vse elemente pogodbe, razen cene, postavljene standarde. Tako je za omenjene pogodbe značilno, da zapadejo štirikrat na leto, da imajo določeno količino proizvoda, ki je predmet ene pogodbe (različno po posameznih državah), standardiziran je sistem poravnave, pa tudi stroški na eno pogodbo so fiksno določeni. Glavni namen standardiziranosti omenjenih elementov pogodbe je v tem, da se s temi pogodbami, za



razliko od navadnih pogodb (»forward/outright«), trguje na organiziranem trgu, to je na borzi. Trgovanje lahko poteka le med člani borze in na reguliranem centralnem prostoru, zato pravimo, da gre v primeru teh pogodb za centralizirano trgovanje.

Udeleženci terminskega trga so pripravljeni kupovati oziroma prodajati standardizirane terminske pogodbe od neznane stranke le zaradi dejstva, ker borza garantira vse posle. Zato za razliko od navadnih terminskih pogodb, kjer sta obe strani izpostavljeni kreditnem tveganju, pri teh pogodbah borza, v primeru neizpolnitve obveznosti ene izmed strank, v celoti prevzame kreditno tveganje. Seveda pa so te borze zavarovane s kreditnimi linijami, različnimi zavarovalnimi policami in s finančno sposobnostjo njenih članov, kar borze pravzaprav osvobodi kakršnegakoli kreditnega tveganja. Poleg tega pa borze uporabljajo še različne ukrepe za zmanjševanje kreditnega tveganja, kateremu so izpostavljene.

V ZDA lahko trgujemo s temi pogodbami na različnih borzah, to je na New York Board of Trade (NYBT), Chicago Mercantile Exchange (CME), Kansas City Board of Trade (KCBOT), Chicago Board of Trade (CBOT), New York Futures Exchange (NYFE)...

Spodnja tabela prikazuje seznam instrumentov, ki so podlaga finančnim standardiziranim terminskim pogodbam, velikost pogodbe in kraj, kjer se s temi pogodbami trguje. V tabeli niso zajete vse aktivno trgovane pogodbe, saj določeni nefinančni instrumenti, kot na primer bombaž, kava, olje, plin, žito, zlato in ostali, ter razne svetovne valute, za trg kapitala niso tako pomembni.

Tabela 3: Seznam aktivno trgovanih standardiziranih terminskih pogodb

Vrsta pogodbe	Velikost pogodbe	Borza
2-letni zakladni zapisi	200.000 USD	CBOT
5-letni zakladni zapisi	100.000 USD	CBOT
10-letni zakladni zapisi	100.000 USD	CBOT
30-letne zakladne obveznice	100.000 USD	CBOT
10-letni zapisi agencij	100.000 USD	CBOT
5-letni zapisi agencij	100.000 USD	CBOT
Hipoteka	100.000 USD	CBOT
Municipal Bond Index	1.000 USD	CBOT
Dow Industrials	10 USD * Dow Index	CBOT
NASDAQ 100	100 USD * Index	CME
NIKKEI 225	5 USD * Index	CME
U.S. Dollar	1.000 * Index	NYBT
S&P Composite	250 * Index	CME
Value Line	250 * Index	KCBOT
CRB Index	500 * Index	NYBT
RUSSEL 2000	500 * Index	CME

Vir: Veale, 2001, str. 210-211.

Zanimivo je, da je osnova »futures« pogodbe na zakladno obveznico pravzaprav cena hipotetične osem odstotne 20-letne ameriške zakladne obveznice. To pomeni, da cena takšne »futures« obveznice temelji na ceni »forward« obveznice, ki v resnici sploh ne obstaja.

#### 4.5.1.1. Terminalska vrednostna pogodba za papirje na podlagi indeksa delnic

Direktorji finančnih institucij, predvsem tisti, ki upravljajo vzajemne sklade, pokojninske sklade in zavarovalna podjetja, se bojijo tako imenovanega tveganja trga delnic, ki nastaja zaradi nihanja cen delnic (Jones, 2000, str. 497). Leta 1982 so zato uvedli nov instrument, terminalska vrednostna pogodbo za papirje na podlagi indeksa delnic, ki je postal najboljše trgovan instrument terminalskega trga (v ZDA je to »S&P 500 Index futures contract«).

#### 4.5.2. Opcijske pogodbe

Opcija je poseben instrument terminalskega poslovanja, ki ima dodatno vgrajeno možnost izbire za uporabnika. Lastnik opsijske pogodbe ima pravico (ne pa obveznosti) kupiti (nakupna opcija) ali prodati (prodajna opcija) določeno količino blaga, ki je predmet terminalske pogodbe, po vnaprej določeni ceni (limitirana cena), v določenem časovnem razdobju (ameriška opcija) ali na točno določen datum v prihodnosti (evropska opcija).

Opcijske pogodbe se nanašajo na različne finančne instrumente. Ena izmed teh je opcija na delnico, ki obstaja že kar precej časa. Opcijska pogodba na finančni »futures« oziroma »futures« opcija je nastala leta 1982 in postala najširše trgovana opsijska pogodba. Finančne »futures« pogodbe so bile tako dobro razvite, da je postal njihov trg bolj likviden kot trg podrejenih dolžniških instrumentov (na primer trg opcij na obveznice), zato imamo v spodnji tabeli podobne instrumente kot v tabeli 3.

Tabela 4: Seznam trgovanih finančnih opsijskih pogodb

Vrsta pogodbe	Velikost pogodbe	Borza
Zakladna obveznica	100.000 USD	CBOT
Zakladni zapis	100.000 USD	CBOT
Indeks komunalnih obveznic	1.000 USD	CBOT
Eurodollar	1.000.000 USD	CME
S&P 500 Index	500 USD * index	CME
Nasdaq 100	100 USD * index	CME
New York Stock Exchange	500 USD * index	NYFE

Vir: Mishkin, 1998, str. 555.

#### 4.5.2.1. Opcije na delnice in indekse delnic

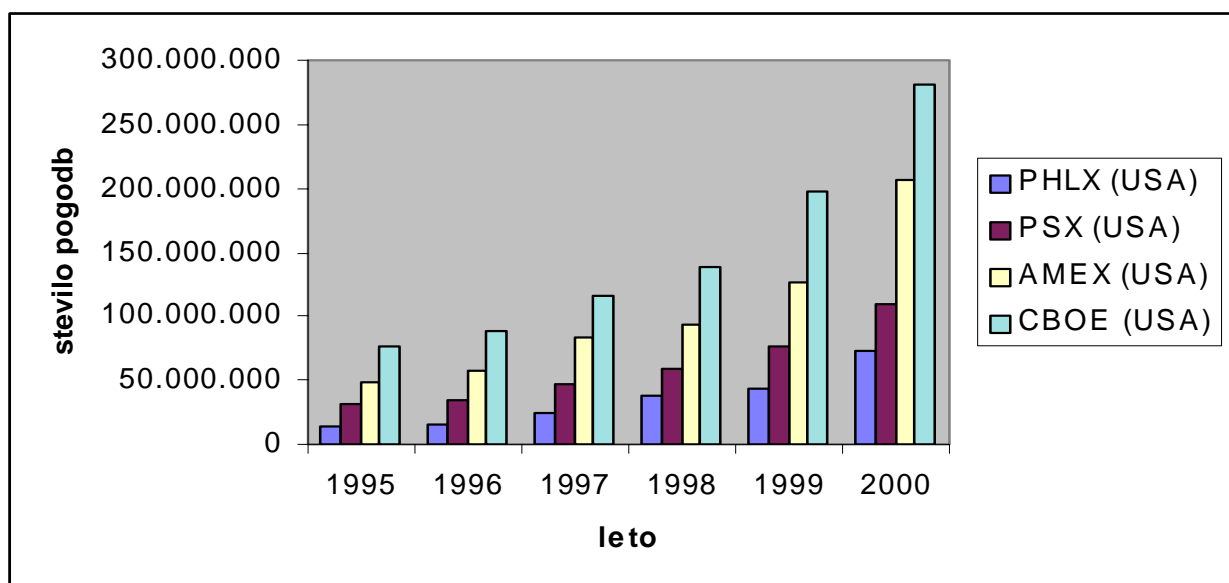
Do leta 1973 se je z opcijami trgovalo le na OTC trgu, potem pa je SEC izdal dovoljenje za trgovanje z opcijami na organiziranih borzah. Tako so leta 1973 Chicago Board Option Exchange (CBOE) registrirali kot nacionalno borzo vrednostnih papirjev in jo uporabili za testiranje trgovanja z opcijami na navadne delnice. Kasneje so dovoljenje za trgovanje z opcijami dobile še American Stock Exchange (1974), Philadelphia Exchange (1975), Pacific in Midwest Stock Exchange (1976) in New York Stock Exchange (1982). Leta 1974 je SEC izdal dovoljenje za ustanovitev nacionalnega klirinškega sistema za opcije, Options Clearing Corporation (OCC), ki odtelej skrbi za izdajo, garancijo, registracijo in poravnavo vseh opcij, ki kotirajo na posameznih borzah.. Do leta 1990 SEC ni dovolila kotiranje enakih delniških opcij na

več kot eni borzi. Od leta 1991 dalje pa je lahko katerekoli opcija na delnice kotirala na katerikoli borzi, primerni za trgovanje z opcijami.

Opcije na delnice, s katerimi se trguje na borzi, se nanašajo na 100 določenih navadnih delnic. Medtem ko večina teh delnic kotira na borzah, so možne tudi delniške opcije na številne delnice OTC trga. Vse ameriške opcije na delnice, s katerimi se trguje na borzah, so lahko izvršene kadarkoli pred datumom zapadlosti. Opcije so označene z imenom podrejene navadne delnice, mesecem zapadlosti, limitirano ceno in vrsto opcije (nakupna, prodajna). Primer: IBM nakupna (»call«) opcija z izvršilno ceno 115 in datumom zapadlosti v oktobru je označena kot »IBM October 115 call«.

Slika 7 prikazuje število pogodb, ki so bile sklenjene za opcije na delnice, po posameznih borzah in po posameznih letih. Iz slike je razvidno, da se največ pogodb sklene na Chicago Board Option Exchange (CBOE), ki je tudi najstarejša borza za trgovanje z opcijami na navadne delnice. Sledita ji Amex in Pacific Stock Exchange, medtem ko se na borzi v Philadelphii (PHLX) sklene najmanj pogodb.

Slika 7: Število opcij na delnice po posameznih borzah, 1995-2000



Vir: FIBV Data. [URL: <http://www.fibv.com/index.asp?resolutionX=1024&resolutionY=768>], 18. 8. 2001.

Leta 1983 se je začelo trgovati z opcijami na indekse delnic, ki so pomembni predvsem zaradi visoke spremenljivosti finančnih trgov v zadnjih letih. Njihova prednost je v finančnem vzvodu, saj se sprememba podrejenega indeksa za 1% lahko odraža kot sprememba vrednosti pogodbe v višini 15% ali več (Jones, 2000, str. 472).

#### 4.5.3. Trgovanje z opcijami in »futures« pogodbami

Trgovanje s finančnimi »futures« pogodbami v ZDA poteka na organiziranih borzah. Poleg tistih, ki sem jih že omenil, velja omeniti še MidAmerica Commodity Exchange. Konkurenca med vsemi temi borzami je precej velika, saj vsaka od borz poskuša narediti nove pogodbe in

postaviti pravila, ki bodo povečala trgovanje s temi instrumenti. Leta 1974 so v ZDA ustanovili posebno komisijo za nadzor nad borzami in trgovanjem s finančnimi »futures« pogodbami, imenovano Commodity Futures Trading Commission (CFTC), ki je prevzela nadzor od ministrstva za kmetijstvo. CFTC preprečuje tržno manipuliranje s cenami, poleg tega pa pregleduje tudi finančno poslovanje borznih posrednikov, trgovcev in borz, kar zagotavlja usklajenost finančnega poslovanja med udeleženci.

Z razvojem elektronskega trgovalnega sistema, imenovanega Globex, se lahko kjerkoli po svetu trguje s »futures« pogodbami tudi takrat, ko borze niso uradno odprte. To pomeni, da je trgovanje možno 24 ur na dan. Trend na trgu terminskih pogodb teži k popolni internacionalizaciji trgovanja, zato bo konkurenca med ameriški in tujimi borzami tudi v prihodnosti izjemno ostra.

Z opcijami se trguje na dveh različnih trgih, to sta borzni trg in OTC trg. S standardiziranimi opcijami, ki jih izda Opcijska klirinška korporacija (OCC), se trguje le na registriranih borzah vrednostnih papirjev. Za razliko od »futures« pogodb, katerih trgovanje poteka na borznem »parketu« z javnim izklicanjem tečajev, z opcijami občasno trgujejo tudi posredniki, na način, ki je zelo podoben tistemu na newyorški borzi vrednostnih papirjev.

Nadzor nad trgovanjem z opcijami vodita zvezna komisija za registracijo vrednostnih papirjev (SEC) in komisija za trgovanje z blagom in terminskimi pogodbami (CFTC). Nadzor zagotavlja, da ima sestavljalec opcije dovolj kapitala, da izpolni vse svoje pogodbene obveznosti, ter preprečuje prevare, ki se lahko pojavijo pri trgovanju na borzah.

## **4.6. KAPITALSKE NALOŽBE**

V devetdesetih letih je prišlo do razcveta kapitalskih naložb. Med te naložbe štejemo predvsem indekse gibanja vrednostnih papirjev, opcijske listine (nakupni boni), »LEAPS-e« in zamenljive (tržne) vrednostne papirje (Veale, 2001, str. 277).

### **4.6.1. Indeksi vrednostnih papirjev**

Te indekse so kreirali zato, da bi dobili podatke o obnašanju nekaterih pomembnih indeksov delnic. Izdajatelji indeksnih vrednostnih papirjev kupijo delnice teh izhodiščnih indeksov in jih plasirajo na skrbniški račun, ki jim nato služi kot kritje indeksnih vrednostnih papirjev.

### **4.6.2. Opcijske listine**

Delniške opcijske listine so dolgoročne opcije, izdane s strani podjetij, ki njihovim lastnikom dajejo možnost kupiti navadne delnice tega podjetja po vnaprej določeni ceni. Ker gre tu za opcije, lahko investitor različno razpolaga s temi delnicami, medtem ko podjetja z izdajo opcijskih listin pridobijo nov kapital. Opcijske listine se lahko izdajo samostojno ali v povezavi z delnico.

### **4.6.3. LEAPS**

»Long-Term Equity Anticipation Securities« so tudi dolgoročne opcije na navadne delnice, njihov čas dospelja pa je dve leti ali več. Razlika med opcijskimi listinami in LEAPS-i je v tem, da so opcijske listine izdane s strani odvisnih (hčerinskih) podjetij, medtem ko so LEAPS-i

izvedeni instrumenti. Z njimi se je leta 1990 začelo trgovati na CBOE in na ameriški borzi (AMEX).

#### **4.6.4. Zamenljivi vrednostni papirji**

Zamenljivi vrednostni papir je vrednostni papir z opcijo, ki daje investitorju pravico zamenjave vrednostnega papirja za drugačno obliko vrednostnega papirja. Poznamo več različnih vrst zamenljivih vrednostnih papirjev, najbolj pogoste pa so obveznice in prednostne delnice, katere lahko investitor zamenja za točno določen delež navadnih delnic podjetja.

### **4.7. INVESTICIJSKI/VZAJEMNI SKLADI**

Največja borznoposredniška podjetja, investicijska podjetja in banke ponujajo širok izbor različnih vzajemnih skladov. Vzajemni skladi združujejo sredstva mnogih majhnih investorjev, katerim prodajajo kapitalske deleže. Z iztržkom od te prodaje nato kupujejo vrednostne papirje. S to transformacijo sredstev, pri kateri gre za izdajanje manjših enot kapitalskih deležev in kupovanje večjih paketov vrednostnih papirjev, vzajemni skladi izkoriščajo prednosti količinskega popusta pri posredniški proviziji in kupujejo raznolik portfelj vrednostnih papirjev. Nekaj pa pridobijo tudi investitorji, saj imajo zaradi tega nižje transakcijske stroške, zniža pa se jim tudi tveganje zaradi diverzifikacije portfelja vrednostnih papirjev.

Od leta 1980 dalje so vzajemni skladi v svojem portfelju občutno povečali delež delnic. Glavna razloga za to sta bila hitro rastoči trg delnic in pojav vzajemnih skladov, ki vlagajo predvsem v dolžniške instrumente. V letih pred 1970 so vzajemni skladi namreč investirali izključno v navadne delnice. Skladi, ki kupujejo navadne delnice, se lahko še dodatno specializirajo in investirajo izključno v tuje vrednostne papirje ali v posamezne industrijske panoge, kot sta energetika in visoka tehnologija. Skladi, ki kupujejo dolžniške instrumente, pa se lahko naprej specializirajo v podjetniške, državne ali neobdavčene komunalne obveznice (le-te so se pojavile šele po letu 1976, ko je prišlo do spremembe v davčni zakonodaji), kot tudi v dolgoročne ali celo kratkoročne vrednostne papirje. Tako je bilo leta 1997 investitorjem na razpolago več kot 6000 posameznih vzajemnih skladov. To pomeni, da je število različnih vzajemnih skladov večje od skupnega števila delnic, ki kotirajo na newyorški in ameriški borzi vrednostnih papirjev.

#### **4.7.1. Vrste investicijskih skladov**

Sočasno z rastjo popularnosti vzajemnih skladov je rastla tudi konkurenca med posameznimi skladi. Ker večina skladov za upravljanje z denarjem zaračunava provizijo, se skupaj z velikostjo zbranih sredstev povečujejo tudi zbrane provizije. Rezultat tega je bil pojav mnogih skladov z različnimi strategijami in cilji, zato si pogledajmo nekaj najpomembnejših.

Uravnoteženi skladi vsebujejo tako delnice kot tudi obveznice in so navadno manj tvegani od ostalih. Ti skladi prinašajo več prihodkov, zato pa je povečevanje vrednosti kapitala manjše. Priljubljeni so predvsem pri »upokojenih« investitorjih.

Skladi obveznic vsebujejo le obveznice, zato investitorjem, zaradi nam že dobro znanih značilnosti le-teh, prinašajo konstanten tok prihodkov.

Vrednostni skladi vsebujejo delnice z nizkim razmerjem med tečajem in dobičkom na delnico (kazalec donosnosti delnice – P/E). Njihova strategija je v tem, da pričakujejo višjo donosnost vrednostnih papirjev, ki niso tako zelo privlačni ostalim investitorjem.

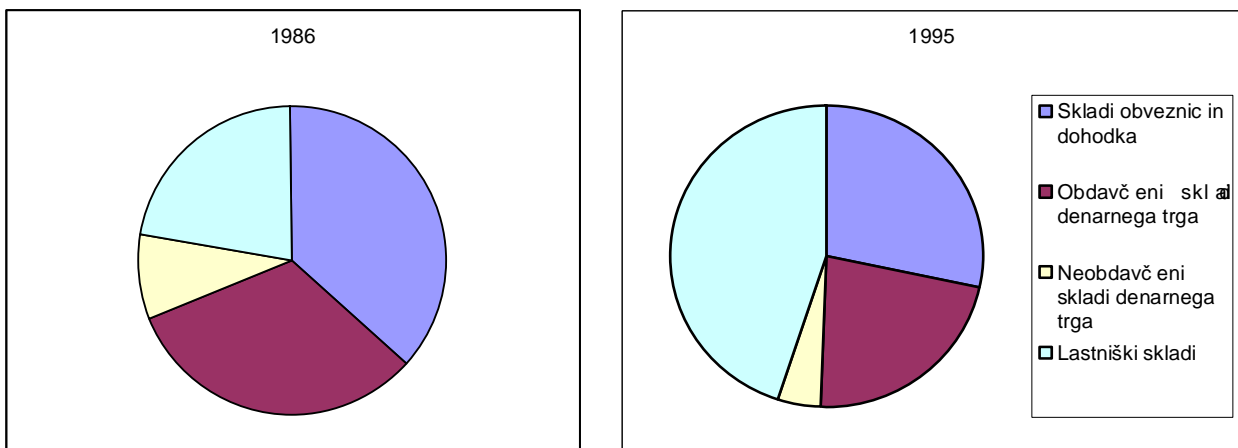
Investicijski skladi rasti vlagajo v delnice, ki naj bi v prihodnosti doživele nenavadno hitro rast. Ta podjetja so ponavadi v fazi rasti, zato le redko izplačujejo dividende. Seveda so takšni skladi bolj tvegani od ostalih, saj je težko prepoznati podjetja, ki bodo tudi v prihodnosti konstantno rastle.

Investicijski skladi rasti in dohodka znižujejo tveganje prepoznavanja rastočih podjetij s tem, da vlagajo v bolj dohodkovno stabilna podjetja, to je podjetja, ki izplačujejo dividende.

Indeksni skladi hitro postajajo eni izmed najbolj privlačnih investicijskih skladov. Upravitelji teh skladov kupujejo delnice, ki so vključene v enega izmed znanih indeksov, kot na primer S&P 500. Edini nakup oziroma prodaja se izvede takrat, ko delnica vstopi ali zapusti indeks ali kadar sprememba cene zahteva ponovno uravnovešanje sklada. Za te sklade ni potrebno izvajati kakšnih posebnih raziskav, zato so zaračunane provizije precej nižje, učinkovitost skladov pa je izjemno dobra.

Vzajemni skladi denarnega trga vlagajo izključno v vrednostne papirje denarnega trga, zato jih v diplomski nalogi ne bom posebej obravnaval.

Slika 8: Porazdelitev neto sredstev po vrstah vzajemnih skladov za leti 1986 in 1995



Vir: Mishkin, 1998, str. 501.

Graf nam prikazuje porazdelitev sredstev po vrstah skladov v letih 1986 in 1995. Opazimo lahko, da se je delež sredstev, investiranih v lastniške vrednostne papirje, drastično povečal, medtem ko se je delež, investiran v obveznice in vrednostne papirje denarnega trga, zmanjšal. Razlog za to so relativno nizke obrestne mere na denarnem trgu in trgu obveznic v letu 1995.

## 5. PRIMERJAVA EVROPSKEGA IN AMERIŠKEGA TRGA KAPITALA

Glavna značilnost vseh evropskih trgov kapitala je, da so v obdobju izjemnih sprememb. Do nedavnega je veljalo, da evropske banke zagotavljajo večino kapitala, potrebna za delovanje podjetij, in da so drugi viri financiranja manj pomembni. Hitre tehnološke spremembe na trgih blaga in storitev, širjenje na globalne trge in naraščanje konkurence zahtevajo od podjetij nove naložbe in zato dodatne vire financiranja. Podjetja jih lahko pridobijo z izdajo lastniških ali dolžniških vrednostnih papirjev, gospodinjstva pa potrebujejo drugačne oblike varčevanja. K temu je močno pripomoglo dejstvo, da države iz javnih virov vse teže zagotavljajo socialno zadovoljivo raven pokojnin in zdravstvene oskrbe. Zato se lastniški vrednostni papirji v zadnjih letih v Evropi čedalje bolj uveljavljajo. Tržna vrednost podjetij na vseh evropskih borzah je že dosegla 60% vrednosti ameriških podjetij, vrednost evropskih javnih družb se je v zadnjem desetletju povečala kar za štirikrat, po številu pa jih je 30 odstotkov več.

Zaradi sprememb na evropskih trgih kapitala lahko slutimo, da učinkovitost ni značilnost poslovanja evropskih borz, kar pomeni, da varčevalci dobijo za svoj denar manjši donos, podjetja pa manj denarja po višji ceni.

Zato se spreminjajo tudi borze. Švedsko podjetje za izdelavo finančne programske opreme OM je septembra 2000 poskusilo prevzeti londonsko borzo LSE (London Stock Exchange). Ta se je že prej hotela povezati z nemško Deutsche Börse in ameriškim Nasdaqom v borzo iX (International Exchange). Z združitvijo bi nastal zares globalen trg tako za podjetja kot varčevalce. Poskus prevzema se je izjalovil, je pa pokazal, da zastarela sestava londonske borze ne more zagotoviti učinkovitejšega trga kapitala. To je izraz potrebe po znižanju visokih stroškov poslovanja in zagotavljanju globalnega dostopa do kapitala. Londonska in frankfurtska borza sta danes navadni delniški družbi, katerih delnice celo kotirajo na borznem trgu. Tako sta kot vsako drugo podjetje pod skrbnim in natančnim nadzorom trga kapitala. Dobro lekcijo je dobila tudi bruseljska borza Easdaq ("evropski Nasdaq"). Želela je postati vodilna evropska borza za visokotehnološka podjetja, a ji je namesto 500 podjetij v prvih treh letih poslovanja uspelo pridobiti zgolj 68 podjetij, delnice teh pa so večinoma že kotirale na kaki drugi borzi. Maja 2001 pa je bila prevzeta in sicer jo je ameriški Nasdaq, potem ko je postal njen glavni lastnik, preoblikoval v European Nasdaq. Podjetja, ki bodo kotirala na tej borzi, bodo tako imela dostop do evropskega in ameriškega trga hkrati.

Kljub uvedbi enotne evropske valute so med članicami Ekonomske in denarne unije pomembne razlike v pravnih oblikah poslovanja podjetij, davčni zakonodaji in računovodskih standardih. EU odgovarja na te težave z direktivami, vendar poročila in svarila o težavah zaradi različnosti še prihajajo. Poseben odbor EU je pripravil skupino predlogov, ki naj bi jih članice EU uresničile do leta 2003: enotni prospekt ob izdaji novih delnic – tako bodo vlagatelji dobili enake podatke o podjetju iz različnih držav EU – enotna pravila za investicijske in pokojninske sklade, dosledno uveljavljanje mednarodnih računovodskih standardov, enoten nadzor nad trgovanjem na borzah – zlasti nadzor nad trgovanjem z notranjimi informacijami in nekatera druga priporočila. Tako bodo ljudje lažje ugotovili, ali podjetje iz katerekoli članice EU ustreza merilom, ki so si jih postavili ob premisleku o naložbi.

Ameriški trg kapitala se od kontinentalnega razlikuje tako v ponudbi kot v povpraševanju. Ponudba v tem primeru pomeni varčevanje oziroma vlaganje v vrednostne papirje, povpraševanje pa črpanje oziroma uporaba teh sredstev. Ponudniki kapitala so navadno gospodinjstva, ki varčujejo oziroma vlagajo bodisi neposredno z nakupi delnic na borzi bodisi

posredno prek finančnih posrednikov, kot so na primer vzajemni skladi, pokojninski skladi, zavarovalnice, skladi tveganega kapitala in podobno. Na strani povpraševanja pa nastopajo predvsem podjetja, ki za svojo rast potrebujejo vir financiranja. Razlika ameriškega trga kapitala v primerjavi s kontinentalnim pa ni v njegovi sestavi (vse navedene oblike vlaganja in tudi subjekte najdemo na vseh kapitalskih trgih), ampak v njegovi vpetosti v finančni sistem ZDA. V ZDA tako, na primer, vrednost podjetij, ki kotirajo na borzi, presega vrednost letnega BDP (180%), medtem ko je v Nemčiji precej nižja od vrednosti letnega BDP (72%). Temu ustreza je tudi razlika v izbiri virov financiranja podjetij ter pozornosti države, medijev in vlagateljev, namenjeni borznemu dogajanju. V Nemčiji je tako delež lastniškega kapitala med viri financiranja v povprečju nižji od 30 odstotkov vseh virov, v ZDA, Kanadi in Veliki Britaniji pa je bližje 40 odstotkom.

## **6. TRŽNA KAPITALIZACIJA IN LIKVIDNOST TRGA**

Konec leta 2000 je tržna kapitalizacija domačih delnic na ameriškem trgu kapitala znašala 15,214 milijarde USD, kar je predstavljalo 49 odstotkov celotne svetovne tržne kapitalizacije delnic. Ta podatek je zelo pomemben, saj nam delež kapitalizacije pove kakšen pomen ima posamezni kapitalski trg v svetovnem merilu. Na drugem in tretjem mestu sta Japonska in Velika Britanija, ki predstavljata 10,3 oziroma 8,4 odstotka svetovne tržne kapitalizacije delnic. Ugotovimo lahko še, da tržna kapitalizacija delnic na petih največjih trgih kapitala pomeni kar 76 odstotkov svetovne tržne kapitalizacije delnic.

Sedaj pa si pogledjmo stanje znotraj ameriškega kapitalskega trga, to je med posameznimi borzami. Med seboj sem primerjal tri največje ameriške borze vrednostnih papirjev - NYSE, Nasdaq in Amex. Osredotočil sem se na tržno kapitalizacijo delnic in obveznic, promet z delnicami in likvidnost posamezne borze.

NYSE ima še vedno največjo tržno kapitalizacijo domačih delnic, vendar pa njen delež postopoma pada, saj je, na primer, leta 1990 njen delež tržne kapitalizacije med vsemi tremi borzami znašal 86,7 odstotka, leta 1999 pa le še 68,4 odstotka. Razlog za to je predvsem vedno pomembnejša vloga nacionalnega trga prek okenc oziroma borze Nasdaq, ki je svojo tržno kapitalizacijo domačih delnic v zadnjih desetih letih povečala za več kot desetkrat. Tretja borza, Amex, pa ima z 0,5 odstotnim deležem na trgu domačih delnic popolnoma podrejeno vlogo. Podobno stanje je tudi na trgu obveznic, kjer tržna kapitalizacija obveznic na NYSE v zadnjem desetletju predstavlja med 98,0 in 99,9 odstotkov celotne tržne kapitalizacije obveznic.

Glede vrednosti prometa z domačimi delnicami opazimo, da le-ta na Nasdaqu zadnjih deset let vztrajno raste, v zadnjih dveh letih pa je že celo presegel promet na NYSE. Tudi tu je Amex-ov delež skromen, saj znaša nekje med 1 in 3 odstotki, je pa res, da vrednost prometa v zadnjih treh letih strmo narašča.

Likvidnost ameriških borz sem analiziral s pomočjo koeficienta obračanja delnic, ki ga izračunamo tako, da vrednost prometa z delnicami delimo s tržno kapitalizacijo. Tako sem ugotovil, da vsi trije trgi postajajo vedno bolj likvidni, pri čemer v letu 2000 izstopata predvsem Amex s koeficientom obračanja 11,43 in Nasdaq s koeficientom obračanja 5,27. Zanimivo je, da sta leta 1991 koeficienta obračanja za isti borzi znašala le 0,33 oziroma 1,41. Newyorški borzi



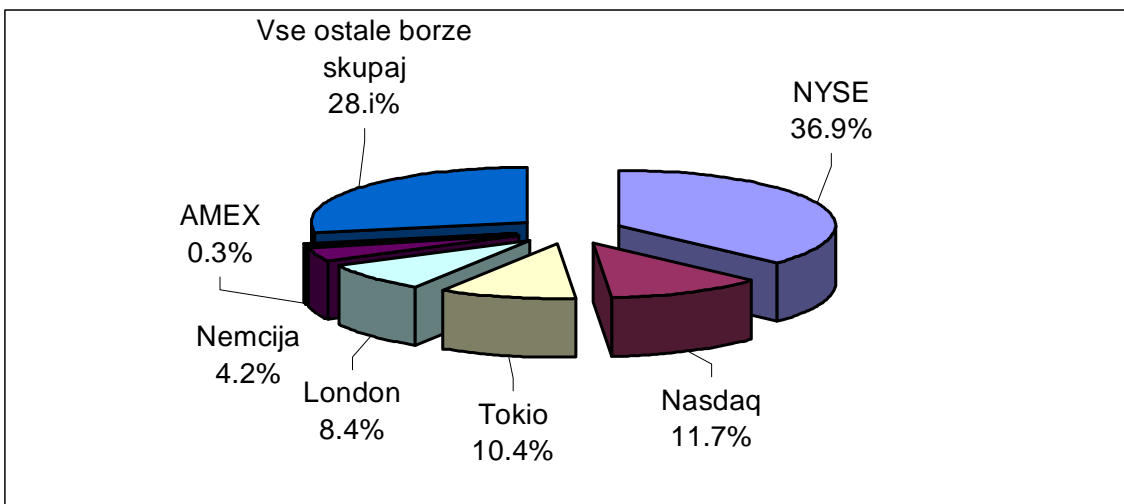
vrednostnih papirjev se koeficient obračanja delnic počasi izboljšuje, vendar v vseh letih zadnjega desetletja likvidnost borze krepko zaostaja za svojima tekmečema.

Kljub veliko večji vrednosti trga delnic v primerjavi s trgom obveznic, se je stanje na trgu obveznic v zadnjih nekaj desetletjih močno spremenilo, pri čemer mislim na povečanje spremenljivosti trga. K temu je znatno pripomogel razvoj novih finančnih instrumentov (na primer vrednostni papirji zavarovani s hipoteko), večanje državnega dolga v 80-ih letih in neprestani zasuki v stopnji inflacije vse od leta 1970 naprej. Prav tako pa investitorji danes vse več pozornosti namenjajo prav trgu obveznic, saj so podatki o obrestnih merah investitorjem znani dnevno, medtem ko se podatki o podjetjih (delnicah) objavljajo največ štirikrat letno.

Preveril sem tudi pomen ameriškega kapitalskega trga v svetovnem merilu in njegov pomen v nacionalnem gospodarstvu.

Tržna kapitalizacija vseh ameriških podjetij, ki kotirajo na borzah, je konec leta 2000 znašala 30.900 milijard USD. Kot lahko vidimo na sliki 9, ki prikazuje tržno kapitalizacijo vseh ameriških podjetij, ki kotirajo na katerikoli izmed svetovnih borz, predstavlja newyorška borza vrednostnih papirjev skoraj 37% celotne tržne kapitalizacije, kar znaša 11.400 milijard USD. Zanimivo je tudi dejstvo, da je na drugem mestu nacionalni trg prek okenc oziroma NASDAQ s skoraj 12% celotne tržne kapitalizacije (3.600 milijard USD), medtem ko je tretja največja borza v Ameriki (Amex) šele na šestem mestu, s komaj 0,3% tržne kapitalizacije (95 milijard USD). Pred njo so uvrščene borze iz Tokia, Londona in Nemčije.

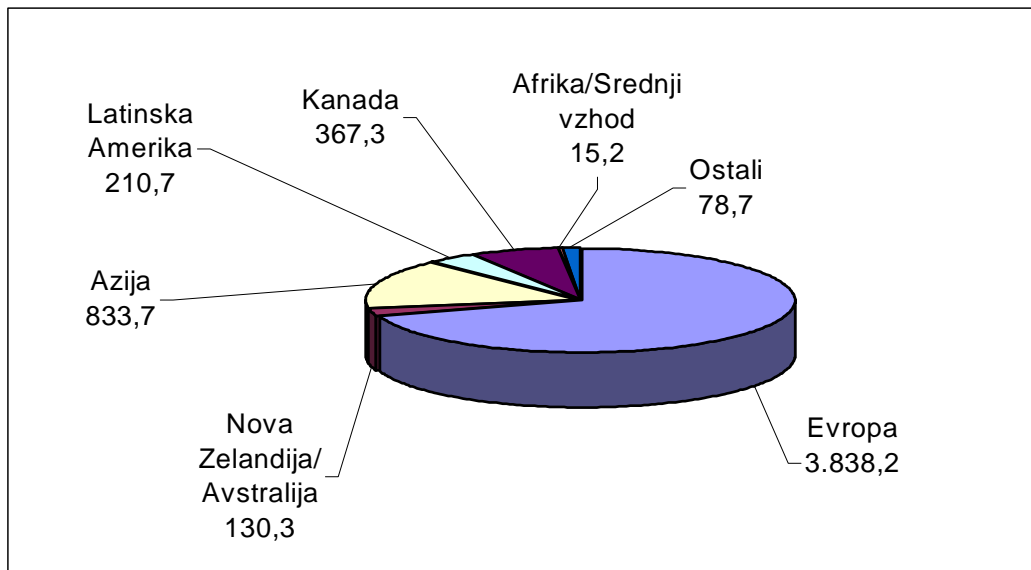
Slika 9: Tržna kapitalizacija vseh ameriških podjetij po posameznih svetovnih borzah



Vir: NYSE Fact Book. [URL: <http://www.nyse.com>], 16. 6. 2001.

Newyorški borzi vrednostnih papirjev se je leta 2000 pridružilo 122 novih podjetij, od tega 60 neameriških, katerih tržna kapitalizacija je znašala 800 milijard USD. Tako so na NYSE leta 2000 kotirale delnice 2862-ih domačih in tujih podjetij s skupno tržno kapitalizacijo v višini 17.100 milijard USD. Od tega je tržna kapitalizacija 434-ih neameriških podjetij iz 51 držav znašala približno 5.500 milijard USD (slika 10). Vrednost trgovanja z delnicami teh podjetij pa je znašala 1.100 milijard USD.

Slika 10: Svetovna tržna kapitalizacija tujih podjetij na NYSE po geografskih regijah, v mio USD, 2000



Vir: NYSE Fact Book. [URL: <http://www.nyse.com>], 16. 6. 2001.

Razvit in učinkovit kapitalski trg je skupaj z drugimi sestavnimi deli finančnega trga odločilen za stabilno gospodarsko rast, vendar pa različni mednarodni kapitalski trgi nimajo enakega pomena v svojih gospodarstvih. Pomen kapitalskega trga za narodno gospodarstvo se namreč najpogosteje meri z deležem tržne kapitalizacije delnic v bruto domačem proizvodu (BDP). Ta delež je v gospodarstvih z najrazvitejšimi kapitalskimi trgi enak ali celo večji od sto odstotkov. Lep primer za to sta predvsem ZDA in Velika Britanija, medtem ko imata kapitalska trga Nemčije in Japonske nekoliko manjši pomen, v Sloveniji pa je delež celo pod 20 odstotki.

## 7. SKLEP

Združene Države Amerike imajo od vseh razvitih gospodarstev najširši razpon finančnih storitev in trgov, kjer pomembno vlogo igrata tako velikost ameriškega gospodarstva kot tudi njegov pomen v svetovnem gospodarstvu.

Kadar govorimo o trgovanju na trgu kapitala, mislimo predvsem na primarni in sekundarni trg kapitala. Kot sem že omenil, primarni trg predstavlja novo izdajo delnic in obveznic. Tako lahko te vrednostne papirje kupijo investicijski skladi, različne korporacije ali posamezniki. Tu gre torej za transakcijo, pri kateri izdajatelj vrednostnih papirjev dobi prihodek od prodaje. Kadar imamo prvo prodajo delnic, govorimo o prvi ponudbi javnosti za nakup na novo izdanih vrednostnih papirjev (»initial public offering« - IPO). Kasnejše prodaje novih delnic ali obveznic nekega podjetja javnosti pa imenujemo transakcije primarnega trga.

Nadalje je bilo ugotovljeno, da sta za nemoten pretok kapitala na primarnem trgu pomembna prisotnost in dobro delovanje tako imenovanega sekundarnega trga kapitala, ki vlagateljem omogoča trgovanje z vrednostnimi papirji po končani primarni izdaji. Tu gre torej za ponovno prodajo predhodno izdanih vrednostnih papirjev, ki ima pomembno vlogo, saj večina investorjev planira prodajo dolgoročnih obveznic pred njihovim dospeljem, enako pa velja za prodajo delnic. Sekundarni trg, ki je v ZDA še posebej dobro razvit, sestavljata dva tipična predstavnika, to sta organizirana borza in trg prek okenc.

Najpomembnejši ponudnik kapitala so gospodinjstva, ki so pravzaprav močno odvisna od gibanj na kapitalskih trgih, saj ima večina zaposlenih v ZDA pokojninsko varčevanje urejeno prek posebnih programov. Zaposleni namreč del svojih sredstev vlagajo v izbrane pokojninske sklade, ki zbrana sredstva nato vlagajo na borzo in skrbijo za njihovo donosnost. Seveda pa to ni edina oblika varčevanja gospodinjstev (čeprav najpogostejša), saj mnogo Američanov varčuje tudi v vzajemnih skladih, ki navadno ponujajo večjo donosnost. Povpraševanje po kapitalu pa prihaja predvsem s strani podjetij, ki finančna sredstva za svojo rast dobijo z izdajami vrednostnih papirjev, ter s strani federalnih in državnih vlad. Delnice lahko izdajo le podjetja, medtem ko obveznice lahko izdajo tako podjetja kot tudi vlade.

Na primarnem trgu imajo izdaje obveznic pomembnejšo vlogo od izdaj delnic, kar je posledica velikega števila izdanih obveznic. Leta 2000 je na NYSE vrednost primarnih izdaj obveznic znašala 1.650 milijard USD (leta 1999 je bil znesek zaradi nižjih obrestnih mer nekoliko višji, to je 1.890 milijard USD), medtem ko je vrednost primarnih izdaj delnic znašala le 283,7 milijard USD (leta 1999 pa 217,4 milijarde USD). Nasprotno pa ima na sekundarnem trgu večji pomen trg lastniških instrumentov, saj je leta 2000 vrednost letnega prometa z delnicami znašala 9.885,9 milijard USD (leta 1998 6.722,4 milijarde USD), medtem ko je bilo istega leta le za 52,8 milijarde USD (leta 1998 pa za 70,0 milijarde USD) prometa z obveznicami (tabela 2 v prilogi).

Drugi največji sektor znotraj trga kapitala je trg hipotek, saj je to največji dolžniški trg v ZDA. Večino poslov tega trga predstavljajo stanovanjske hipoteke, pomembni pa so tudi s hipoteko zavarovani vrednostni papirji, izdani s strani vladnih agencij, kot na primer Government National Mortgage Association (Ginnie Mae).

Tretji največji »izposojevalec« na ameriškem kapitalskem trgu je urad državne zakladnice ZDA (U.S. Treasury). Kupci teh obveznic, ki so, kot je bilo povedano, eden izmed najbolj likvidnih instrumentov trga kapitala, so predvsem banke, gospodinjstva in tujci. Temu trgu sledi nekoliko

manj pomemben trg, to je trg obveznic podjetij. Njegova prednost pa je v tem, da izdaje teh obveznic, zaradi oprostitve davka, za podjetje pomenijo zniževanje povprečnega stroška kapitala.

Vse pomembnejši instrumenti trga kapitala pa postajajo izvedeni finančni instrumenti, kjer izstopajo predvsem »futures« pogodbe in opcije na različne indekse delnic, opcije na delnice ter različne vrste kapitalskih naložb. Z njimi se trguje na posebnih borzah, kot je na primer Chicago Option Exchange.

## LITERATURA

1. Amon Samo: Ameriška borza vrednostnih papirjev. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 43 str.
2. Bodie Zvi, Merton Robert: Finance. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1998. 442 str.
3. Bradley Edward, Teweles Richard: The Stock Market. Fifth Edition. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1987. 526 str.
4. Brown Keith, Reilly Frank: Investments. 6<sup>th</sup> edition. Orlando: The Dryden Press, 2000. 1242 str.
5. Černe Dušan: Vpliv nacionalnih trgov kapitala na slovenski trg kapitala. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 48 str.
6. Eng Maximo, Lees Francis, Mauer Laurence: Global Finance. New York: St. John's University, 1995. 689 str.
7. Fabozzi Frank, Modigliani Franco: Capital Market: Institutions and Instruments. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1992. 726 str.
8. Fabozzi Frank, Fabozzi Dossa: Bond markets, analysis and strategies. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1989. 347 str.
9. Foley J. Bernard: Tržište kapitala. Zagreb: Mate, 1993. 225 str.
10. Fuller Russell: Modern investments and security analysis. New York: McGraw-Hill, 1987. 666 str.
11. Hull John: Options, futures & other derivatives. 4<sup>th</sup> edition. London: Prentice-Hall, 2000. 698 str.
12. Jones Charles: Investments analysis and management. 7<sup>th</sup> edition. New York: John Wiley & Sons, 2000. 615 str.
13. Krajnik Robert: Trg vrednostnih papirjev ZDA. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1993. 60 str.
14. Little Jeffrey, Rhodes Lucien: Understanding Wall Street. 2<sup>nd</sup> edition. Blue Ridge Summit (PA): Liberty House, 1987. 219 str.
15. Mayo Herbert: Investments: An Introduction. Sixth Edition. Chicago: The Dryden Press, 2000. 909 str.
16. McInish Thomas: Capital Markets. Massachusetts: Blackwell Publishers, 2000. 429 str.
17. Mishkin Frederick: Financial Markets and Institutions. 2<sup>nd</sup> edition. B.k.: Addison Wesley Longman, 1998. 668 str.

18. Peterle Polona: Borze postajajo čedalje bolj podjetja, ne pa povezovalci trgov. Finance – Borzni fokus, Ljubljana, 2001, 103, str. 21-22.
19. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
20. Redhead Keith: Financial derivatives: an introduction to futures, forwards, options and swaps. London: Prentice-Hall, 1997. 377 str.
21. Reilly Frank: Investments. 2nd edition. Chicago: The Dryden Press, 1986. 726 str.
22. Robič Rok: Borzni indeksi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 56 str.
23. Torkar Darko: Preživeti bodo morale tudi male borze. Finance – Borzni fokus, Ljubljana, 2001, 103, str. 17-19.
24. Valentinčič Aljoša: Mednarodni kapitalski trgi. Moje Finance, Ljubljana, 1(2001), 1, str. 80-85.
25. Veale Stuart: Stocks, bonds, options, futures. 2<sup>nd</sup> edition. New York: New York Institute of finance, 2001. 332 str.
26. Zakotnik Rok: Primerjava učinkovitosti trgov kapitala v vzhodni Evropi in ZDA. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 49 str.

## VIRI

1. AMEX Fact book. [URL: <http://www.amex.com/>], 26. 8. 2001.
2. Bloomberg Investing. [URL: <http://www.bloomberg.com/pfc/investing/>], 17. 6. 2001.
3. Economic Indicators. Washington: U.S. Government Printing Office, February 2001.
4. Federal Reserve Bulletin. [URL: <http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/default.html>], 19. 8. 2001.
5. FIBV Data. [URL: <http://www.fibv.com/index.asp?resolutionX=1024&resolutionY=768>], 18. 8. 2001.
6. IMF Publications. [URL: <http://www.imf.org/external/pubind.htm>], 16. 6. 2001.
7. Index Descriptions. [URL: <http://www.amex.com/reference/IndexDescriptions.stm>], 17. 6. 2001.
8. Mramor Dušan: Slovar poslovnofinančnih izrazov. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 116 str.

9. Nasdaq Academic. [URL: [http://www.academic.nasdaq.com/docs/wp98\\_01.pdf](http://www.academic.nasdaq.com/docs/wp98_01.pdf)], 25. 8. 2001.
10. Nasdaq Homepage. [URL: <http://www.nasdaq.com/>], 25. 8. 2001.
11. NYSE Fact Book. [URL: <http://www.nyse.com>], 16. 6. 2001.
12. NYSE Marketinfo. [URL: <http://www.nyse.com/marketinfo/marketinfo.html>], 18. 8. 2001.
13. Šega Lidija: Veliki moderni poslovni slovar: angleško-slovenski. Ljubljana: Cankarjeva založba, 1997. 957 str.
14. What we do. [URL: <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>], 11. 8. 2001.

## PRILOGA

TABELA 1: Tržna kapitalizacija delnic domačih podjetij v mio USD, 1990-2000

Leto	AMEX	%	NASDAQ	%	NYSE	%	SKUPAJ
1990	102.301,5	3,3%	310.800,0	10,0%	2.692.123,0	86,7%	3.105.224,50
1991	124.454,2	3,0%	490.684,7	12,0%	3.484.340,3	85,0%	4.099.479,20
1992	88.796,8	2,0%	618.774,0	13,7%	3.798.238,1	84,3%	4.505.808,90
1993	105.115,8	2,1%	791.706,0	15,5%	4.212.956,0	82,4%	5.109.777,80
1994	86.036,5	1,7%	793.668,7	15,8%	4.147.936,7	82,5%	5.027.641,90
1995	103.147,0	1,5%	1.159.939,8	16,8%	5.654.815,4	81,7%	6.917.902,20
1996	97.910,8	1,2%	1.511.824,4	17,9%	6.841.987,6	81,0%	8.451.722,80
1997	124.606,2	1,2%	1.726.390,4	16,1%	8.879.630,6	82,8%	10.730.627,20
1998	126.307,0	1,0%	2.243.734,0	17,7%	10.277.899,9	81,3%	12.647.940,90
1999	90.742,2	0,5%	5.204.620,4	31,1%	11.437.597,3	68,4%	16.732.959,90
2000	82.717,4	0,5%	3.597.058,9	23,6%	11.534.612,9	75,8%	15.214.389,20

Vir: FIBV Data. [URL: <http://www.fibv.com/index.asp?resolutionX=1024&resolutionY=768>], 18. 8. 2001.

TABELA 2: Vrednost prometa z domačimi delnicami v mio USD, 1990-2000

Leto	AMEX	%	NASDAQ	%	NYSE	%	SKUPAJ
1990	37.715,0	2,1%	452.430,0	24,9%	1.325.332,4	73,0%	1.815.477,40
1991	40.919,3	1,8%	693.851,9	30,8%	1.520.164,0	67,4%	2.254.935,20
1992	42.236,3	1,6%	891.055,0	33,3%	1.745.466,4	65,2%	2.678.757,70
1993	42.236,3	1,1%	1.350.103,8	36,7%	2.283.389,6	62,1%	3.675.729,70
1994	58.511,1	1,5%	1.449.300,8	36,6%	2.454.241,6	61,9%	3.962.053,50
1995	72.716,8	1,3%	2.398.213,0	43,2%	3.082.916,1	55,5%	5.553.845,90
1996	91.330,1	1,2%	3.301.776,1	44,3%	4.063.654,6	54,5%	7.456.760,80
1997	143.230,1	1,5%	3.866.420,1	41,7%	5.255.745,0	56,7%	9.265.395,20
1998	287.928,8	2,3%	5.294.889,3	43,0%	6.722.420,3	54,6%	12.305.238,40
1999	477.821,7	2,4%	10.114.053,9	51,8%	8.945.205,2	45,8%	19.537.080,80
2000	945.390,7	3,2%	18.950.660,3	63,6%	9.885.993,0	33,2%	29.782.044,00

Vir: FIBV Data. [URL: <http://www.fibv.com/index.asp?resolutionX=1024&resolutionY=768>], 18. 8. 2001.



TABELA 3: Koefficient obračanja delnic po posameznih borzah in skupaj, 1990-2000

Leto	AMEX	NASDAQ	NYSE	SKUPAJ
1990	0,37	1,46	0,49	0,58
1991	0,33	1,41	0,44	0,55
1992	0,48	1,44	0,46	0,59
1993	0,40	1,71	0,54	0,72
1994	0,68	1,83	0,59	0,79
1995	0,70	2,07	0,55	0,80
1996	0,93	2,18	0,59	0,88
1997	1,15	2,24	0,59	0,86
1998	2,28	2,36	0,65	0,97
1999	5,27	1,94	0,78	1,17
2000	11,43	5,27	0,86	1,96

Vir: FIBV Data. [URL: <http://www.fibv.com/index.asp?resolutionX=1024&resolutionY=768>], 18. 8. 2001.

TABELA 4: Tržna vrednost obveznic na posameznih borzah v mio USD, ob koncu leta, 1990-2000

Leto	AMEX	%	NASDAQ	%	NYSE	%	SKUPAJ
1990	29.458,7	1,80%	-	0%	1.610.175,0	98,20%	1.639.633,70
1991	18.859,0	0,84%	555,7	0,02%	2.227.010,0	99,14%	2.246.424,70
1992	16.862,0	0,82%	601,6	0,03%	2.044.122,0	99,15%	2.061.585,60
1993	12.435,4	0,49%	775,0	0,03%	2.528.437,0	99,48%	2.541.647,40
1994	8.490,7	0,36%	522,4	0,02%	2.367.406,0	99,62%	2.376.419,10
1995	9.752,1	0,35%	566,5	0,02%	2.747.775,0	99,63%	2.758.093,60
1996	ni podatka	0%	457,0	0,02%	2.862.382,0	99,98%	2.862.839,00
1997	ni podatka	0%	915,5	0,27%	2.625.357,0	99,73%	2.632.591,30
1998	ni podatka	0%	304,2	0,01%	2.554.122,0	99,99%	2.554.426,20
1999	19.520,3	0,81%	171,5	0,01%	2.401.605,0	99,19%	2.421.296,80
2000	22.597,0	1,05%	92,4	0,00%	2.124.789,0	98,94%	2.147.478,40

Vir: FIBV Data. [URL: <http://www.fibv.com/index.asp?resolutionX=1024&resolutionY=768>], 18. 8. 2001.

TABELA 5: Pomembnost trga delnic v posameznih narodnih gospodarstvih, v milijardah USD, 1990-2000

	<b>GDP</b>	<b>Tržna kapitalizacija</b>	<b>%</b>
<b>1999</b>			
<b>ZDA</b>	9.256,1	16.733,0	180,8%
<b>Japonska</b>	4.348,8	4.554,9	104,7%
<b>Nemčija</b>	1.440,0	1.432,2	99,5%
<b>Velika Britanija</b>	1.986,9	2.855,4	143,7%
<b>1998</b>			
<b>ZDA</b>	8.510,7	12.647,9	148,6%
<b>Japonska</b>	3.798,2	2.495,8	65,7%
<b>Nemčija</b>	2.133,7	1.086,7	50,9%
<b>Velika Britanija</b>	1.387,5	2.372,7	171,0%
<b>Slovenija</b>	19,5	1,9	9,7%
<b>1997</b>			
<b>ZDA</b>	8.083,4	10.730,6	132,7%
<b>Japonska</b>	4.192,7	2.216,7	52,9%
<b>Nemčija</b>	2.102,7	825,2	39,2%
<b>Velika Britanija</b>	1.288,3	1.996,2	154,9%
<b>Slovenija</b>	18,2	1,9	10,4%
<b>1996</b>			
<b>ZDA</b>	7.576,1	8.451,7	111,6%
<b>Japonska</b>	4.599,7	3.106,1	67,5%
<b>Nemčija</b>	2.352,5	664,9	28,3%
<b>Velika Britanija</b>	1.151,4	1.642,6	142,7%
<b>Slovenija</b>	18,8	1,9	10,1%
<b>1995</b>			
<b>ZDA</b>	7.245,8	6.917,9	95,5%
<b>Japonska</b>	4.393,8	3.667,3	83,5%
<b>Nemčija</b>	2.259,3	577,4	25,6%
<b>Velika Britanija</b>	1.106,7	1.346,6	121,7%

Vir: FIBV Data. [URL: <http://www.fibv.com/index.asp?resolutionX=1024&resolutionY=768>], 18. 8. 2001.

TABELA 6: Svetovna tržna kapitalizacija delnic največjih trgov kapitala na svetu, 31. december 2000

Država oziroma trg kapitala	Tržna kapitalizacija domačih delnic 31.12.2000 (mio USD)	Delež v svetovni tržni kapitalizaciji delnic
ZDA	15.214.416,20	49,0%
Japonska	3.193.934,40	10,3%
Velika Britanija	2.612.230,20	8,4%
Francija	1.446.634,10	4,7%
Nemčija	1.270.243,20	4,1%
Honkong, Tajvan, Singapur	1.026.120,20	3,3%
Švica	792.316,40	2,6%
Kanada	770.116,30	2,5%
Italija	768.363,40	2,5%
Nizozemska	640.456,30	2,1%
Španija	504.221,90	1,6%
Drugi trgi	2.820.686,30	9,1%
<b>Skupaj</b>	<b>31.059.738,90</b>	<b>100,0%</b>

Vir: FIBV Data. [URL: <http://www.fibv.com/index.asp?resolutionX=1024&resolutionY=768>], 18. 8. 2001.

TABELA 7: Opcije na navadne delnice po posameznih borzah (število pogodb), 1995-2000

	PHLX (USA)	PSX (USA)	AMEX (USA)	CBOE (USA)
<b>1995</b>	14.739.706	30.767.788	48.886.858	77.040.466
<b>1996</b>	16.325.194	33.838.848	57.082.441	88.456.579
<b>1997</b>	25.021.282	46.606.429	83.926.288	116.031.496
<b>1998</b>	37.473.343	58.930.521	94.315.600	138.507.143
<b>1999</b>	44.086.183	75.770.940	126.821.276	198.086.825
<b>2000</b>	73.021.185	108.990.487	205.716.498	281.181.898

Vir: FIBV Data. [URL: <http://www.fibv.com/index.asp?resolutionX=1024&resolutionY=768>], 18. 8. 2001.