

UNIVERZA NA PRIMORSKEM
FAKULTETA ZA MANAGEMENT KOPER
Dodiplomski visokošolski strokovni študijski program Management

Diplomska naloga

VREDNOTENJE FINANČNIH INŠTRUMENTOV
NA NEUČINKOVITIH TRGIH

Mentor: doc. dr. Jožko Peterlin

KOPER, 2006

DENIS ANDERSEN

POVZETEK

V diplomski nalogi smo obravnavali vrednotenje finančnih instrumentov na neučinkovitih trgih. Seznanili smo se s smernicami o učinkovitosti trgov, osnovnimi in izpeljanimi finančnimi instrumenti, finančnim sistemom, učinkovitostjo trga kapitala in v zadnjem poglavju vrednotenjem finančnih instrumentov. Z logičnim sklepom smo v zadnjem poglavju predstavili razliko med vrednotenjem na učinkovitem in neučinkovitem finančnem trgu. Posamezne finančne instrumente smo natančneje opisali, saj so le ti predmet vrednotenja. Za razumevanje vrednotenja finančnih instrumentov je potrebno poznati finančni sistem, teorijo učinkovitega in neučinkovitega finančnega trga. Da bi ugotovili, ali vrednost nekega finančnega instrumenta izvira iz vseh razpoložljivih informacij in obenem odseva pošteno vrednost, ali le iz preteklih informacij, smo v zadnjem poglavju predstavili razlike pri ocenah vrednotenja finančnih instrumentov na učinkovitih in neučinkovitih trgih.

Ključne besede: osnovni finančni instrumenti, izpeljani finančni instrumenti, učinkovit finančni trg, finančni sistemi, vrednotenje

SUMMARY

The aim of the thesis is to present pricing of financial instruments on inefficient financial markets. We have explained the main theories about inefficient financial markets, the difference between financial instruments and the derivative instruments, financial system, financial market efficiency and in the last chapter point out logical conclusions about differences between pricing financial instruments on efficient and inefficient financial markets. We took a closer view at different sorts of financial instruments. For understanding fair pricing financial instruments it is obligatory to understand financial system and theory about efficient and inefficient financial market. To see wheather price of financial instrument reflect all avilabile information or only past information in the last chapter we explained difference between pricing financial instruments on efficient and on unefficent fiancial markets.

Keywords: financial instruments, derivative financial instruments, fair value, valuation, financial system, financial market, pricing, efficient financial market

UDK 658.14:336(043.2)

VSEBINA

1	Uvod	1
1.1	Namen obravnavane teme	1
1.2	Smoter in cilji diplomskega dela	1
1.3	Predpostavke in omejitve	1
1.4	Uporabljene metode	2
2	Smernice o učinkovitosti finančnih trgov	3
2.1	Bistvo hipoteze o učinkovitih finančnih trgih	3
2.2	Vedenjska finančna teorija	4
3	Predstavitev finančnih instrumentov	5
3.1	Predstavitev osnovnih finančnih instrumentov	5
3.1.1	Dolgoročne finančne naložbe	5
3.1.2	Terjatve	6
3.1.3	Kratkoročne finančne naložbe	6
3.1.4	Celotni kapital	6
3.1.5	Dolgoročni dolgovi	6
3.1.6	Kratkoročni dolgovi	6
3.2	Predstavitev izpeljanih finančnih instrumentov	7
3.2.1	Finančna opcija	8
3.2.2	Terminski posel (forward) in terminska pogodba (futures)	9
3.2.3	Finančna zamenjava	12
3.3	Opredelitev drugih relevantnih pojmov	13
4	Finančni sistem	15
4.1	Opredelitev finančnega sistema	15
4.2	Pomen finančnega sistema	16
4.3	Funkcije finančnega sistema	17
4.4	Finančni trgi	17
4.5	Finančne ustanove v Republiki Sloveniji	18
4.5.1	Centralna banka	19
4.5.2	Depozitni finančni posredniki	19
4.5.3	Nedepozitni finančni posredniki	19
4.6	Ustanove trga vrednostnih papirjev in agentske finančne ustanove	20
4.6.1	Ljubljanska borza vrednostnih papirjev	20
4.6.2	Centralna klirinško – depotna družba	20
4.6.3	Agencija za trg vrednostnih papirjev	20
5	Učinkovitost trga kapitala	21
5.1	Popoln in učinkovit trg kapitala	21
5.1.1	Lastnosti učinkovitega trga kapitala	22
5.1.2	Hipoteza učinkovitega trga	22
5.2	Neučinkovitost trga kapitala	23
5.2.1	Razvrstitev neučinkovitosti, ki se pojavljajo na trgu kapitala	24
5.2.2	Anomalije na trgu kapitala	24
5.3	Tržne nepopolnosti in neracionalnost vlagateljev	25
5.3.1	Razpoložljivost informacij	26
5.3.2	Davki	27

5.3.3	Stroški davčne neučinkovitosti.....	28
5.3.4	Trgovanje z notranjimi informacijami (insajderstvo).....	28
5.3.5	Uspeh posameznih investitorjev.....	29
5.4	Donosnost in tveganje	29
5.4.1	Donosnost.....	29
5.4.2	Tveganje	29
5.4.3	Pomen učinkovitosti za vlagatelje	30
5.5	Vloga upravljavcev finančnega premoženja na učinkovitem trgu	30
5.6	Učinkovitosti trga kapitala v Sloveniji	31
6	Vrednotenje finančnih instrumentov	33
6.1	Dejavniki finančnega trga ki vplivajo na vrednotenje.....	34
6.2	Vrednotenje na neučinkovitem trgu	35
6.3	Ocenjevalne tehnike za določanje poštene vrednosti	38
6.4	Sestavine v modelih za vrednotenje, ki so izpostavljene problematiki učinkovitosti	38
6.5	Razlika med vrednotenjem na učinkovitem in neučinkovitem trgu	39
7	Zaključek.....	41
8	Literatura in viri.....	43

PONAZORILA

Tabela 5.1	Raziskave učinkovitosti trga kapitala v Sloveniji.....	32
Slika 6.1	Vrste informacij.....	36

1 UVOD

Trgi kapitala so pomembna prvina tržno usmerjenega gospodarstva, saj spodbujajo družbeno koristno alokacijo kapitala. V marsikaterem tržnem gospodarstvu so postali nepogrešljiv vir finančnih sredstev za hitro rastoča inovativna podjetja. Nujen pogoj za prenos finančnih sredstev je učinkovito delovanje trga kapitala.

V okviru finančne teorije se je razvila teorija učinkovitosti trga kapitala, ki preučuje njegovo delovanje in zakonitosti. Pomembna trditev teorije učinkovitosti trga kapitala je, da informacijska učinkovitost in racionalnost investorjev zadostujeta, da bo trg tudi alokacijsko učinkovit, in torej družbeno koristno razporejal presežna finančna sredstva od suficitnih k deficitnim gospodarskim celicam.

Sprememba družbeno političnega sistema, vojna, napačna napoved analitikov o svetovnih zalogah nafte ali kakšni drugi surovini ključnega pomena za svetovno industrijo, ali kakšen drug dejavnik v eni državi, lahko zamaja že tako občutljivo ravnovesje na svetovnih finančnih trgih, kar se izrazi v spremembi cen finančnih instrumentov. Hitrost spremembe cen finančnih instrumentov oz. popravka vrednosti finančnih instrumentov je determinirana s stopnjo učinkovitosti trga. Zato je za pravilno vrednotenje finančnih instrumentov nujno potrebno poznavanje stopnje učinkovitosti trga, na katerem želimo opraviti finančne transakcije, ter izbira najprimernejšega načina vrednotenja finančnih instrumentov.

1.1 Namen obravnavane teme

Namen DN je predstavitev osnovnih in izpeljanih finančnih inštrumentov, definiranje stopenj učinkovitosti finančnih trgov, ter vrednotenje finančnih inštrumentov v razmerah neučinkovitega trga.

Naloga bo osredotočena na vrednotenju finančnih inštrumentov v razmerah neučinkovitega finančnega trga.

S stališča diplomanta Fakultete za management Koper menim, da je uspešno opravljanje poklica ekonomista in doseganje zastavljenih ciljev organizacije, pogojeno s poznavanjem finančnih inštrumentov, prepoznavanjem stopnje učinkovitosti trga in izbiri pravilnega načina vrednotenja finančnih instrumentov v različnih stopnjah učinkovitosti trga.

1.2 Smoter in cilji diplomskega dela

Zaradi relativnega nepoznavanja teme hipoteze učinkovitega trga in maloštevilnih analiz stopenj učinkovitosti trga na slovenskem področju in vpliva poznavanja finančnih inštrumentov, ter razvitosti finančnega trga na podjetniški uspeh, je smoter diplomske naloge prikazati finančne inštrumente, hipotezo učinkovitega trga, dejavnike, ki določajo stopnjo učinkovitosti nekega finančnega trga in načine vrednotenja osnovnih in izpeljanih finančnih inštrumentov.

Cilj obravnavane zadeve je ugotoviti, kateri elementi, ki so prisotni na finančnem trgu, določajo stopnjo razvitosti trga ter predstaviti principe, ki veljajo pri vrednotenju posameznega finančnega inštrumenta na nerazvitem trgu.

1.3 Predpostavke in omejitve

- Temeljna predpostavka celotnega koncepta finančnih trgov je, da naj bi ti zagotovili čim večjo stopnjo učinkovitosti, enakosti za vse udeležence,

transparentnosti delovanja in čim manjše stroške pri trgovanju z finančnimi inštrumenti.

- Naslednja predpostavka je, finančni instrumenti so ovrednoteni po pošteni ceni
- Zadnja predpostavka je, da potrebne vhodne informacije za določanje poštene vrednosti na neučinkovitih trgih lahko vedno pridobimo, če ne na izvirnem trgu pa na drugemu, delujočemu trgu.

Te novosti bodo izražene predvsem v spremembi zakonodaje in predpisov v smeri prilagajanja skupnemu trgu, enakost za vse udeležence, rezidente in nerezidente Slovenije, prevzemanja za nas novih finančnih instrumentov, ter prihod konkurence. Kot vemo, spremembe prinašajo nestanovitnost, ta pa obstoječo stopnjo tveganja še nekoliko poveča. Za gospodarske subjekte, ter njihove uprave, ki so seznanjeni s spremembami in spremljajo novosti bodo lahko te spremembe in liberalizacija še dodatno gorivo za uspeh na skupnem trgu. Za ostale, najslabša opcija, bo čas edini kazalec ali je njihova smer prava.

Omejitve obravnavane teme predstavljajo omejenost in majhnost slovenskega finančnega trga, vpliv dnevno aktualnih političnih odločitev in interesov političnih strank na finančne trge, trenutna precenjenost delnic bluechipov, ter neuskklajenost davčne in finančne politike države.

1.4 Uporabljene metode

Obravnavana področje bo predstavljeno po deskriptivni metodi, saj menimo, da je ta najprimernejša.

Uporabljena bo tudi deduktivna metoda, saj bomo na podlagi obstoječih znanj in spoznanj določili elemente finančnega trga, ki vplivajo na vrednotenje finančnih inštrumentov, prikazali bomo razliko med učinkovitim in neučinkovitim trgom glede vrednotenja, ter v modelih za vrednotenje izpostavili sestavine, ki so izpostavljene problematiki učinkovitosti.

2 SMERNICE O UČINKOVITOSTI FINANČNIH TRGOV

Na začetku šestdesetih let prejšnjega stoletja se v akademskih krogih Združenih držav Amerike pojavi želja da bi našli skupno osnovo za trge vrednostnih papirjev, predvsem za vrednotenje vrednostnih papirjev. Zadostna količina podatkov je že obstajala in tudi zmogljivi računalniki, za takratno obdobje, ki so bili potrebni za obdelavo teh podatkov in preizkušanje različnih hipotez. V tem obdobju se pojavijo zametki teorije, ki se je kasneje razvila v teorijo o učinkovitosti kapitalskih trgov. Splošno sprejeta teorija o kapitalskih trgih v tistem obdobju še ni obstajala.

Eugene F. Fama je ponudil prvo, in za akademski krog sprejemljivo hipotezo o učinkovitosti finančnih trgov, medtem ko so trgovci z vrednostnimi papirji bili skeptični. To je razumljivo, saj so njihovi naporii usmerjeni v iskanje tehnik s katerimi bi premagali trg in posledično iz tega ustvarili nadpovprečne dobičke. Kakorkoli že, teorija o učinkovitosti finančnih trgov pravi da ni mogoče ustvarjati nadpovprečnih dobičkov na dolgi rok. Donos posameznih investorjev je lahko nadpovprečen, vendar le začasno, kajti na dolgi rok se ustvarjeni dobiček in izguba izravnata.

Vzporedno hipotezi o učinkovitosti finančnih trgov stoji vedenjska finančna teorija, katera vključuje psihologijo v proces investiranja.

2.1 Bistvo hipoteze o učinkovitih finančnih trgih

Jedro teorije o učinkovitih finančnih trgih je teza, ki pravi da so v ceni vrednostnega papirja vključene vse razpoložljive informacije in da investitorji plačajo vedno pravo, pošteno ceno glede na stopnjo tveganja.

Glede na vrsto informacij, ki so izražene v tekočih cenah vrednostnih papirjev ločimo tri stopnje tržne učinkovitosti. Prva, tako imenovana šibka stopnja tržne učinkovitosti predvideva da izražena cena vsebuje vse pretekle informacije. Druga, tako imenovana srednja stopnja učinkovitosti vsebuje vse pretekle informacije in vse javno dostopne informacije, kot so npr. letna poročila družb, strateški cilji posameznih družb. Tretja, tako imenovana močna stopnja učinkovitosti vključuje vse relevantne informacije, ki so potrebne za določanje cene vrednostnega papirja.

Investitorji odločajo kolikšno stopnjo tveganja bodo sprejeli in iz tega posledično višino nagrade, ki jo prejmejo. E. Fama je iz te osnove izpeljal tri stopnje tveganja, tako imenovani tri faktorski model, v katerem investitor izbira kaj mu je sprejemljivo in kaj bolj zaželeno. Ta izbor določa kolikšno bo razmerje med delnicami in obveznicami v portfelju, ali bodo vrednostni papirji manjših ali večjih podjetij, in nazadnje, ali bodo usmerjeni v precenjene ali v podcenjene delnice.

Fama trdi, da je nesmiselno poskušati ustvarjati nadpovprečne dobičke z izbiranjem vrednostnih papirjev in špekulirati z njihovo rastjo ali padcem. Zadošča spremljati cene in prilagajati sestavo portfolia borznemu indeksu. Ne obstaja praktična teorija, ki bi omogočala napovedovanje spremembe cene posameznega vrednostnega papirja. Razvoj cen je naključne narave. Managerji, ki se držijo pasivne investicijske strategije dejansko niso pasivni, saj vseskozi prilagajajo njihov portfelj borznemu indeksu in s tem skrbijo za interese posameznih investorjev.

Kot protiutež Fami in zagovornikom njegove hipoteze o učinkovitosti finančnih trgov so se v osemdesetih letih pojavili zagovorniki tako imenovane vedenjske finančne teorije.

V nadaljevanju se bomo seznanili z osnovami vedenjske finančne teorije.

2.2 Vedenjska finančna teorija

Raziskovalci s področja vedenjskih financ vidijo v vedenjskih financah potencial za dragoceno dopolnilo sodobni finančni teoriji, ki trenutno prevladuje v finančnih analizah. Vedenjske finance obravnavajo psihološke dejavnike kot pomemben prispevek k finančni analizi in razlagajo odzive, ki se pojavljajo na finančnih trgih. Te razlage so v nasprotju s sodobno finančno teorijo, vendar pomembno prispevajo k odpravljanju napak predhodnih modelov in iskanju investicijskih strategij (Fromlet 2001, 63).

Raziskave na področju vedenjskih financ ne želijo zmanjšati vrednosti, ki jo imajo temeljna dela ekonomske teorije. Njihov prispevek je preučevanje pomembnosti nerealističnih vedenjskih predpostavk, ki jih vključuje tradicionalna ekonomska teorija in jih narediti bolj realistične z upoštevanjem individualističnega vidika posameznika v procesu sprejemanja odločitev.

Vedenjske finance se ukvarjajo s posamezniki in načini zbiranja ter uporabe informacij. Po prepričanju ekonomistov s tega področja (kot strokovnjaki tega področja veljajo Kahneman, Shiller, Statman, Thaler, Tversky in drugi) posamezniki ne funkcionirajo tako popolno kot pravi neoklasična teorija, obnašajo se normalno in ne racionalno. Vedenjske finance tesno združujejo obnašanje posameznikov in pojave na trgu ter združujejo znanje s področja psihologije kot tudi finančne teorije. Videli bomo, da so nekatera področja oziroma neučinkovitosti znotraj vedenjskih financ med seboj tesno povezana oziroma se prepletajo. Nekatero neučinkovitosti so lahko eden izmed vzrokov za nastanek druge, kot bomo to videli v nadaljevanju (npr. modne muhe in mehurčki so lahko vzrok za prekomerno nestanovitnost cen delnic).

Ekonomski subjekti, ki sprejemajo hipotezo tržne učinkovitosti sprejemajo tudi tezo klasične ekonomske teorije, ki pravi, da je vedenje ljudi racionalno in da stremijo k maksimiranju koristi. Upoštevajoč vsakodnevne stike z ljudmi je težko sprejeti to tezo. Zaradi tega se področje vedenjskih financ naslanja na predpostavko, da so ljudje dosledno neracionalni na predvidljiv način.

Osrčje vedenjske (Damodaran 2002, 243–245) finančne teorije je vključevanje psihologije v proces investiranja. Investitorji lahko obvladajo finančno teorijo in racionalno ekonomsko vedenje, vendar kljub temu ravnajo na nerazumljiv način. Smeri raziskovanja vedenjske finančne teorije sta proces odločanja pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev, ter kako investitorji izbirajo med možnimi alternativami.

Še preden je nastala hipoteza o učinkovitosti finančnih trgov so se tržni analitiki v poznih šestdesetih pričeli ukvarjati z poskusi integriranja psiholoških dejavnikov z ekonomskimi dejavniki v procesu investiranja.

Pomembnejši avtorji na področju bahavioristične finančne teorije so: Amos Tversky, Daniel Kahneman, Werner DeBondt, Richard Thaler in Meir Statman.

Če na kratko povzamemo, sta med finančnimi teoretiki dva glavna teoretična tokova katera poskušata pojasniti zakaj ima nek finančni instrument točno določeno ceno oz. kateri so tisti dejavniki, ki to ceno opredeljujejo. To so zagovorniki hipoteze o učinkovitih trgih in zagovorniki teorije vedenjskih financ.

Za boljše razumevanje področja se bomo v naslednjem poglavju seznanili s predmetom vrednotenja, to je finančnimi instrumenti.

3 PREDSTAVITEV FINANČNIH INSTRUMENTOV

Za lažje razumevanje, kaj sploh so finančni instrumenti in njihove vloge pri poslovanju podjetja, se bomo najprej seznanili z osnovnimi finančnimi instrumenti, ki so izhodišče za nadaljnje pojasnjevanje in razumevanje izpeljanih finančnih instrumentov. V nadaljevanju pa si bomo ogledali še izpeljane finančne instrumente ter pojasnitve drugih relevantnih pojmov, ki so pomembni za lažje razumevanje finančnih instrumentov. Opredelitve pojmov bomo črpali iz slovenskih računovodskih standardov (odslej SRS) in mednarodnih računovodskih standardov (odslej MRS) Povejmo še, da določbe MRS ne štejejo kot določbe SRS neposredno. Dokler v SRS niso sprejete določbe iz MRS, se štejejo MRS le kot informacija o strokovnih dosežkih.

Po definiciji (SRS 3 2002, člen 53) je finančni instrument vsaka pogodba, na podlagi katere nastane finančno sredstvo enega podjetja in hkrati finančna obveznost ali kapitalski finančni instrument drugega podjetja. Sedaj si podrobneje razčlenimo pojme finančno sredstvo, finančna obveznost in kapitalski finančni instrument.

- Finančno sredstvo je vsako sredstvo, ki je
 - denar,
 - kapitalski instrument drugega podjetja,
 - pogodbeno pravica prejeti denar ali drugo finančno sredstvo,
 - pogodbeno pravica zamenjati finančne instrumente z drugim podjetjem pod pogoji, ki utegnejo biti ugodni, ali
 - pogodba, ki bo ali je verjetno, da bo poravnana z izdajo lastnih kapitalskih instrumentov podjetja.
- Finančna obveznost je vsaka obveznost, ki je pogodbeno obveznost:
 - izročiti drugemu podjetju denar ali drugačno finančno sredstvo ali
 - zamenjati z drugim podjetjem finančne instrumente pod pogoji, ki utegnejo biti neugodni.
- Kapitalski instrument je vsaka pogodba, ki dokazuje preostali delež v sredstvih podjetja po odštetju vseh njegovih dolgov.

3.1 Predstavitev osnovnih finančnih instrumentov

Med osnovne finančne instrumente podjetja uvrščamo:

- dolgoročne finančne naložbe,
- kratkoročne finančne naložbe,
- terjatve,
- kapital,
- dolgoročni dolgovi,
- kratkoročni dolgovi.

Podrobneje bomo opredelili posamezne pojme (po SRS 2002).

3.1.1 Dolgoročne finančne naložbe

Dolgoročne finančne naložbe so sestavni del dolgoročnih finančnih instrumentov podjetja in so sredstva, ki jih ima podjetje naložbenik, da bi z donosi, ki izhajajo iz njih, dolgoročno povečevalo svoje prihodke. Ločiti moramo med slednjimi in poslovnimi

prihodki, ki izhajajo iz prodaje proizvodov podjetja in opravljanja storitev v okviru njegovega rednega poslovanja (SRS 3 2002, člen 1–2).

3.1.2 Terjatve

Terjatve so na premoženjskih in drugih razmerjih zasnovane pravice zahtevati od določene osebe plačilo dolga, dobavo kakih stvari ali opravitev kakšne storitve. Kot poslovne terjatve se ne štejejo dolgoročne finančne naložbe in kratkoročne finančne naložbe, temveč le tiste, povezane s finančnimi prihodki, ki izhajajo iz njih (SRS 5 2002, člen 1-2).

3.1.3 Kratkoročne finančne naložbe

Kratkoročne finančne naložbe so sredstva, ki jih ima podjetje naložbenik, da bi z donosi, ki izhajajo iz njih, kratkoročno povečevalo svoje finančne prihodke; ti se razlikujejo od poslovnih prihodkov, ki izhajajo iz prodaje in opravljanja storitev v okviru njegovega rednega delovanja. Kratkoročne finančne naložbe so večinoma naložbe v finančne dolgove drugih podjetij, države ali drugih izdajateljev, lahko pa tudi v kapital drugih podjetij, pojavljajo pa se tudi kot finančna sredstva drugačne kratkoročne narave, ki niso vezana na proizvodnjo in opravljanje storitev v podjetju naložbeniku (SRS 6 2002, člen 1–2).

3.1.4 Celotni kapital

Celotni kapital podjetja je njegova obveznost do lastnikov, ki zapade v plačilo, če podjetje preneha delovati, pri čemer se velikost kapitala popravi glede na tedaj dosegljivo ceno čistega premoženja. Opremljen je z zneski, ki so jih vložili lastniki, ter z zneski, ki so se pojavili pri poslovanju in pripada lastnikom. Zmanjšujejo ga izguba pri poslovanju in dvigi (izplačila). Celotni kapital sestavljajo vpoklicani kapital, kapitalske rezerve, rezerve iz dobička, preneseni čisti dobiček iz prejšnjih let ali prenesena čista izguba iz prejšnjih let, prevrednoteni popravek kapitala in prehodno še ne razdeljeni čisti dobiček ali še ne poravnana izguba poslovnega leta (SRS 8 2002, člen 1–2).

3.1.5 Dolgoročni dolgovi

Dolgoročni dolgovi so pripoznane obveznosti v zvezi s financiranjem lastnih sredstev, ki jih je treba v obdobju, daljšem od leta dni, vrniti oziroma poravnati, zlasti v denarju. Dolgoročni dolgovi so lahko finančni ali poslovni. Finančni dolgovi se pojavljajo, ker posojilodajalci vnašajo v podjetje denarna sredstva, ali ker z denarjem poplačujejo najete njegove poslovne dolgove; poslovni dolgovi pa se pojavljajo, ker dobavitelji vnašajo v podjetje prvine, potrebne pri proizvodnji in opravljanju storitev (SRS 11 2002, člen 1–2).

3.1.6 Kratkoročni dolgovi

Kratkoročni dolgovi so pripoznane obveznosti v zvezi s financiranjem lastnih sredstev, ki jih je treba najkasneje v letu dni vrniti oziroma poravnati, zlasti v denarju. Kratkoročni dolgovi so finančni in poslovni. Finančni dolgovi se pojavljajo, ker posojilodajalci vnašajo v podjetje denarna sredstva ali ker z denarjem poplačujejo njegove poslovne dolgove, poslovni dolgovi se pa pojavljajo, ker dobavitelji vnašajo v

podjetje prvine, potrebne pri proizvodjanju in opravljanju storitev (SRS 11 2002, člen 1–2).

3.2 Predstavitev izpeljanih finančnih instrumentov

Sedaj, ko smo prikazali osnovne finančne instrumente podjetja, bomo opredelili pojem izpeljani finančni instrumenti (Peterlin 2005, 88), ter si v nadaljevanju poglavja ogledali predstavitev posameznih izpeljanih finančnih instrumentov.

Izpeljani finančni instrument je finančni instrument,

- katerega vrednost se spremeni zaradi spremembe določene obrestne mere, tečaja vrednostnih papirjev, cene blaga, valutnega tečaja, indeksa cen, zaupajske (kreditne) sposobnosti ali podobnih spremenljivk;
- ki ne zahteva začetne čiste finančne naložbe, ali ki zahteva le majhno začetno čisto finančno naložbo in
- ki se poravna v prihodnosti.

Izpeljani finančni inštrument povzroča pravice in obveznosti, ki pomenijo prenos enega ali več finančnih tveganj med strankami povezanih z osnovnim finančnim inštrumentom na katerega se glasijo. Sklenitev izpeljanega finančnega inštrumenta daje pogodbeno pravico eni pogodbeni stranki, da izmenja finančno sredstvo ali finančni dolg z nasprotno stranko pod pogoji, ki utegnejo biti ugodni za eno od pogodbenih strank, ali pogodbeno obveznost, da izmenja finančno sredstvo ali finančni dolg z nasprotno stranko pod pogoji, ki utegnejo biti neugodni za zanjo. Pri izpeljanem finančnem inštrumentu ob nastanku pogodbe običajno ne pride do prenosa osnovnega finančnega inštrumenta na katerega se glasi in ne nujno tudi takrat, ko obveznosti iz pogodbe zapadejo v plačilo. Nekateri inštrumenti vsebujejo tako pravico kot tudi obveznost opraviti izmenjavo s pobotom, nepobotani del pa neto dolžnik plača neto upniku. Ker so pogoji izmenjave določeni ob sklenitvi pogodbe o izpeljanem finančnem inštrumentu, postanejo za pogodbeno stranko bodisi ugodni bodisi neugodni, odvisno od spreminjanja cen na finančnih trgih.

Temelj za razumevanje izpeljanih finančnih inštrumentov je ločevanje gotovinskih in terminskih poslov ter poznavanje namenov uporabe izpeljanih finančnih inštrumentov. Iz razumevanja terminskega poslovanja izhajajo osnovne značilnosti vseh izpeljanih finančnih inštrumentov. Pri sklepanju pogodbe (posla) se stranki dogovorita o predmetu pogodbe, to so količini, kakovosti in ceni inštrumenta s katerim trgujeta in na koncu datumu poravnave, ki je praviloma enkrat v prihodnosti.

Izpeljani finančni inštrumenti (Peterlin 2005, 89) so sredstva in dolgovi, zato morajo biti spremembe njihovih poštenih vrednosti zajete v računovodskih izkazih. Izpeljani finančni inštrument ni nujno opredeljen kot inštrument za varovanje poštene vrednosti, denarnega toka ali čiste finančne naložbe v podjetje v tujini pred tveganjem. Spremembo poštene vrednosti izpeljanega finančnega inštrumenta, namenjenega trgovanju pripoznamo v poslovnem izidu. V takem primeru želi podjetje ustvariti dobičke zaradi spremembe njegove poštene vrednosti, ki je odsev tržnih sprememb.

Izpeljani finančni instrumenti so na primer blagovna ali finančna rokovna pogodba, pogodba o finančni zamenjavi in pogodba o opcijah.

- Značilni primeri izpeljanih finančnih instrumentov so finančne rokovne pogodbe in rokovne pogodbe, pogodbe o finančnih zamenjavah in pogodbe o opcijah.

Izpeljani finančni instrument ima navadno nazivni (nominalni) znesek, ki je znesek valute, število delnic, število enot teže ali prostornine ali drugih enot, določenih v pogodbi. Vendar izpeljani finančni instrument ne zahteva, da bi imetnik ali prevzemnik naložil ali prejel nazivni znesek na začetku pogodbe. Na drugi strani lahko izpeljani finančni instrument zahteva določeno plačilo kot posledico nekaterih prihodnjih dogodkov, ki niso povezani z nazivnim zneskom. Na primer pogodba lahko zahteva določeno plačilo 1000 d. e., če se šestmesečni LIBOR poveča za 100 odstotnih točk. V tem primeru nazivni znesek ni opredeljen.

- Obveznost kupiti ali prodati nefinančna sredstva in obveznosti, ki jih bo poročajoče podjetje poravnalo z dostavo ali prevzemom pošiljke v normalnem poteku poslovanja, za kar ni običajno čisto plačilo (bodisi nasprotni stranki bodisi s sklenitvijo pogodbe o pobotanju), se ne obračunavajo kot izpeljani finančni instrumenti, temveč kot neizpolnjene pogodbe. Poravnava v čistem znesku pomeni denarno plačilo, zasnovano na zamenjavi poštene vrednosti.
- Ena opredeljujoča značilnost izpeljanih finančnih instrumentov je, da zahteva majhno začetno čisto naložbo v primerjavi z drugimi pogodbami, ki se podobno odzivajo na tržne okoliščine. Pogodba o opciji izpolnjuje to opredelitev, ker je premija pomembno manjša od finančne naložbe, ki bi bila potrebna za pridobitev temeljnega finančnega instrumenta, s katerim je opcija povezana.
- Če podjetje sklene pogodbo o nakupu finančnega sredstva pod pogoji, ki zahtevajo izročitev sredstva v roku, postavljenim na splošno z ureditvijo ali dogovorom na ustreznem trgu (včasih imenovano običajna pogodba), je obveza s stalno ceno med datumom posla in datumom plačila rokovna pogodba, ki je skladna z opredelitvijo izpeljanih finančnih instrumentov.

3.2.1 Finančna opcija

Opcija je izpeljani finančni instrument, ki daje lastniku pravico in ne obveznost, da v določenem času proda ali kupi določen osnovni instrument po dogovorjeni ceni. Posebnost pri opcijah je to, da je kupec ni dolžan izkoristiti, to stori le, kadar je zanj ugodno. Prodajalec iz pogodbe za svojo obveznost dobi plačano premijo, ki mu jo plača kupec ne glede na to, ali bo pravico iz opcije izkoristil ali ne, prodajalec pa mora svojo obveznost izpolniti v vsakem primeru, če to od njega zahteva kupec.

Opcije ločimo na nakupne (call) in prodajne (put):

- nakupna opcija daje kupcu iz pogodbe pravico, ne pa tudi obveznost, kupiti določeno količino osnovnega instrumenta na določena dan v prihodnosti po določeni (izvršilni, udarni) ceni,
- prodajna opcija daje kupcu iz pogodbe pravico do prodaje določene količine osnovnega instrumenta po določeni (izvršilni, udarni) ceni na določen datum v prihodnosti (Brigham 1995, 593).

V nadaljevanju se bomo seznanili z nekaterimi vrstami opcij:

- Valutne opcije se glasijo na določeno valuto in dajejo kupcu opcije pravico, da kupi ali proda določeno valuto po vnaprej določenem tečaju na določen dan v prihodnosti. Za primer (Repovž in Peterlin 2000, 63) vzemimo slovenskega

uvoznika, ki za potrebe določenega posla potrebuje 0,6 milijona ameriških dolarjev in zato kupi nakupno opcijo z izvršilnim tečajem 0,60 USD/100 SIT. S tem si pridobi pravico za 100 milijonov slovenskih tolarjev kupiti 0,6 milijona USD. Spot tečaj naj bo 0,60 USD/100 SIT, premija pa 0,01 USD/100 SIT oziroma 10.000 ameriških dolarjev. Če bi se vrednost tolarja povečala na 0,75 USD/100 SIT, opcije ne bi izvršili, saj bi na spot trgu lahko ameriške dolarje kupili že za 80 milijonov slovenskih tolarjev. Če pa bi se vrednost tolarja znižala na 0,50 USD/100 SIT, bi slovensko uvozno podjetje kupljeno opcijo izkoristilo, saj bi sicer na spot trgu za nakup ameriških dolarjev potrebovalo 120 milijonov tolarjev. Dejanski tečaj znaša z upoštevanjem premije 0,59 USD/100 SIT.

- Obrestne opcije so opcije, ki se glasijo na obrestno mero in dajejo kupcu opcije pravico, da najame posojilo ali položi denar po vnaprej določeni obrestni meri. Za primer (Repovž in Peterlin 2000, 67) vzemimo podjetje, ki želi čez dva meseca najeti posojilo za obdobje enega leta. Podjetje sklene opcijo za takšno posojilo po obrestni meri 7 %. Čez dva meseca, ko podjetje najame posojilo, obrestna mera zraste na 9 %. Zato podjetje izkoristi opcijo in najame posojilo po z opcijo določeni obrestni meri, to je 7 %. Če bi se na denarnem trgu razmere gibale v nasprotni smeri, obrestne mere bi upadle s 7 % na 5 %, bi podjetje pustilo opcijo da zapade, in bi raje najelo posojilo na denarnem trgu po petodstotni letni obrestni meri.
- Blagovne opcije so opcije, ki se glasijo na določeno blago (surovino) in dajejo kupcu opcije pravico, da kupi ali proda določeno blago po vnaprej določeni ceni. Z uporabo blagovnih opcij se želi podjetje zavarovati pred neugodnimi gibanji cen blaga (surovin). Za primer vzemimo železarno. Podjetje se želi zavarovati pred morebitnim dvigom cene železove rude, po drugi strani pa želi izkoristiti ugodnost ob morebitnem padcu cene železove rude. Blagovna opcija omogoča podjetju izpeljavo zgoraj opisane strategije.
- Opcije na pravice so opcije, ki se glasijo na delnice ali borzni indeks. Za primer vzemimo podjetje, ki je svoja sredstva vložilo v delnice drugega podjetja. Ker se podjetje želi zavarovati pred neugodnim gibanjem cene delnic, sklene opcijo na pravice. Če je ob dospelju cena delnic nižja od udarne cene opcije, bo podjetje izkoristilo pravico iz opcije, če pa je cena delnic višja, bo podjetje prodalo delnice na trgu.
- Eksotične opcije so opcije, katerih donosi niso standardni (Watsham 1998, 506). Dva pomembna dejavnika, ki ločita eksotične opcije od preostalih, sta: odvisnost od poti (path dependance), kar pomeni, da je vrednost opcije ob dospelju odvisna ne le od vrednosti sredstva, ampak tudi od tega, kako je cena prišla do te vrednosti, in od korelacijskega tveganja; nekatere opcije imajo za podlago več kot eno sredstvo, zato je nihajnost odvisna od tako od nihajnosti posameznega sredstva kot tudi od korelacije med njimi. Zato se bo vsaka sprememba v povezavi s sredstvi odrazila v spremembi nihajnosti in posledično v vrednosti opcije.

3.2.2 Terminski posel (forward) in terminska pogodba (futures)

Terminski posel (Peterlin 2005, 91–94) je pogodba o nakupu ali prodaji določenega osnovnega inštrumenta z rokom izvršitve v prihodnosti po ceni, dogovorjeni ob sklenitvi pogodbe. Terminski posli se najpogosteje sklepajo z bankami. Pogodbeni stranki se dogovorita za znesek, rok zapadlosti, provizijo in garancijo, posel se zaključí

z gotovinsko transakcijo ali le s tečajno poravnavo. Tečaji npr. valut v terminskih poslih so do določene mere lahko predmet pogajanj.

Terminska pogodba je zavezujoč dogovor o nakupu ali prodaji določenih osnovnih finančnih instrumentov na točno določen prihodnji datum in po ceni, za katero sta se stranki dogovorili na organizirani borzi terminskih pogodb. Terminske pogodbe se sklepajo na trgih, ki so za razliko od trga na katerem se trguje s časovno prenesenimi posli, standardizirani. Obvladovanje tveganj s pomočjo terminskih pogodb je pomembno predvsem za manjša podjetja, saj so finančne ovire, ki nastopajo pri tem načinu obvladovanja tveganja nižje, kot pa jih postavljajo banke pri sklepanju časovno prenesenih pogodb z manjšimi podjetji. Zneski, na katere se glasijo terminske pogodbe, so relativno majhni, tako da je obvladovanje valutnega tveganja s tem instrumentom dostopno tudi manjšim gospodarskim subjektom (Repovž in Peterlin 2000, 61).

Iz zgoraj napisanega o terminskih poslih in terminskih pogodbah je razvidno, da imata obe pogodbi veliko skupnega, vendar pa obstajajo med njima nekatere pomembne razlike:

- Datum izpolnitve: pri terminskih poslih je datum določen z dogovorom izpolnitve med kupcem in prodajalcem pogodbe, običajno 1, 2, 3, 6, 9, 12 mesecev, pri terminskih pogodbah je datum izpolnitve standardiziran, in sicer je to tretja sreda v mesecu marcu, juniju, septembru in decembru.
- Vrednost pogodbe: pri terminskih pogodbah se o vrednosti pogodbe dogovorita kupec in prodajalec, pri terminskih poslih pa je vrednost pogodbe standardizirana.
- Način sklepanja poslov: pri terminskih poslih se posli sklepajo praviloma preko bank, pri terminskih pogodbah pa se posli sklepajo preko borze.
- Udeleženci: udeleženci pri terminskih poslih so banke in multinacionalne družbe, pri terminskih pogodbah pa imajo možnost udeležbe vse pravne in fizične osebe, seveda preko borznih posrednikov.
- Plačilno tveganje: pri terminskih poslih vedno obstaja tveganje za nasprotno stranko, pri terminskih pogodbah pa ni tveganja, saj za izpolnitev pogodbe jamči klirinška hiša.

V nadaljevanju se bomo seznanili z nekaterimi vrstami terminskih poslov in terminskih pogodb. Ker sta si pogodbi po svojem vsebinskem delu zelo podobni, jih bomo obravnavali skupaj.

- Valutno terminski posel in terminske pogodbe: so pogodbe, ki se glasijo na določeno valuto in dajejo pogodbeni stranki pravico (in obveznost), da kupi ali proda določeno valuto po vnaprej določenem tečaju na določen dan v prihodnosti. Za primer (Repovž in Peterlin 2000, 61) obvladovanje valutnega tveganja s pomočjo časovno prenesenih poslov vzemimo slovensko uvozno podjetje, ki je v Braziliji kupilo surovine za dva milijona ameriških dolarjev z rokom plačila 60 dni. Ker uvoznik nima dolarjev in se boji, da se bo vrednost dolarja v bližnji prihodnosti povečala, se odloči obvladati svojo izpostavljenost valutnemu tveganju z nakupom dveh milijonov dolarjev s časovno preneseno pogodbo. Uvoznik je kupil 2.000.000,00 USD po tečaju 163 SIT/USD. Po pogodbi bo torej banka po 60 dneh uvozniku izročila 2.000.000,00 USD v zameni za 326.000.000,00 SIT. Dobički in izgube iz nakupa časovno

prenesenega posla nastanejo zaradi razlike med dogovorjeno časovno preneseno ceno in dejansko spot ceno za dolar v trenutku izvršitve posla. Uvoznik mora kupiti dolarje po tečaju 163 SIT/USD. Če bo na dan zapadlosti časovno prenesenega posla tečaj višji od 163 SIT/USD, bo podjetje ustvarilo dodaten dobiček. V nasprotnem primeru pa bo ustvarilo oportunitetno izgubo. Najpomembnejše pa je, da podjetje v primeru nakupa določene valute s pomočjo časovno prenesenega posla že vnaprej ve kakšna bo donosnost določenega posla.

- Obrestno terminski posli in terminske pogodbe so pogodbe, ki se glasijo na obrestno mero in dajejo pogodbeni stranki pravico in obveznost, da najame posojilo ali naloži denar po vnaprej določeni obrestni meri. Omeniti je treba, da so obrestno časovno preneseni posli in terminske pogodbe in poznejše najetje kredita ali polog sredstev dva ločena posla, s sklenitvijo pogodbe si le zaklenemo obrestno mero. Za primer vzemimo podjetje, ki bo potrebovalo posojilo čez tri mesece, vendar se boji, da bo obrestna mera čez tri mesece višja in se želi zavarovati pred dvigom obrestne mere. Podjetje sklene terminsko pogodbo in si z njo zagotovi obrestno mero v višini 4 %. Čez tri mesece je obrestna mera na trgu 5 %. Podjetje bo najelo posojilo po obrestni meri 5 %, od nasprotne stranke v terminski pogodbi pa bo prejelo razliko med obrestno mero po kateri je najelo posojilo (5 %), in obrestno mero, dogovorjeno v pogodbi (4 %).
- Blagovno časovno preneseni posli in terminske pogodbe so pogodbe, ki se glasijo na določeno blago in dajejo pogodbeni stranki pravico (in obveznost), da kupi ali proda določeno blago po vnaprej določeni ceni na določen dan v prihodnosti. Izničiti vpliv spremembe cene blaga (surovin) je pomembno predvsem za podjetja, ki jim določena surovina predstavlja velik del stroškov podjetja, Za primer vzemimo naftno rafinerijo. Prodajna cena nafte na trgu ima (kot vstopna surovina v poslovni proces) velik vpliv na stroške podjetja in s tem na končno ceno naftnih derivatov, kot izdelkov rafinerije. Da bi se rafinerija zavarovala pred spremembo cene nafte, lahko sklene terminsko pogodbo ter si tako zagotovi vnaprej znano ceno surovine.
- Časovno preneseni posli in terminske pogodbe na pravice so pogodbe, ki se glasijo na delnice ali borzni indeks. Opredelili bi jih lahko kot dogovor o prejemu plačila ali plačila na podlagi razlike med trenutno in prihodnjo vrednostjo določenega indeksa. Posebna vrsta časovno prenesenih poslov in terminskih pogodb na pravice so pogodbe na obveznice. Posebnost teh pogodb je, da se pogodba lahko nanaša na imaginarno obveznico, katere lastnosti se lahko ne ujemajo z dejansko dosegljivimi obveznicami. Druga posebnost teh pogodb na obveznice pa je, da sistem dospelja pogodb na obveznice dopušča, da v pogodbo ne vključimo le eno, ampak tudi več obveznic.
- Ostali časovno preneseni posli in terminske pogodbe- tu gre predvsem za druge časovno prenesene pogodbe, ker so le te izpeljani finančni instrumenti, s katerim se trguje na OTC trgu, pri katerem gre za dogovor med strankama in zato ni ovir za vpeljavo novih osnovnih instrumentov, na katere se glasi časovno prenesena pogodba.

3.2.3 Finančna zamenjava

Finančna zamenjava (Peterlin 2005, 96) je obvezujoč dogovor med pogodbenima strankama, da si izmenjata prihodnje denarne tokove, ki temeljijo na različnih podlagah. Najpogosteje imamo opravka z valutnimi ali obrestnimi zamenjavami.

Potek sklepanja finančnih zamenjav je v domeni strank in ni vnaprej določen in standardiziran. Osnovne sestavine finančnih zamenjav so:

- Primerjalni znesek je glavnica na podlagi katere so izračunani prihodnji denarni tokovi.
- Čas trajanja pogodbe.
- Časovni načrt prihodnjih plačil.
- Dogovor o finančnih merah, ki so osnova zamenjave. Določiti je treba obrestni meri na podlagi katerih bodo izračunani prihodnji denarni tokovi.

Glede na vrsto instrumenta, ki je podlaga za zamenjavo, ločimo več vrst zamenjav.

- Obrestna zamenjava je dogovor o izmenjavi obresti na imaginarni (notional) osnovi za določeno časovno obdobje. Izmenjajo se plačila obresti, ne pa tudi glavnica, zato pravimo, da gre za imaginarno osnovo. To je pomembno pri upoštevanju kreditnega tveganja, saj so izpostavljena le plačila obresti ne pa tudi glavnica. Primer (Watsham 1998, 465): Podjetje A si lahko izposodi denar po fiksni obrestni meri 10,75 % (izdaja obveznic). Podjetje pa bi raje plačevalo po variabilni obrestni meri (dostopno mu je LIBOR+0,8 %). Podjetje B si izposodi sredstva po variabilni obrestni meri LIBOR+0,9 %, vendar bi raje plačevalo po fiksni obrestni meri 8dostopno mu je 11,35 %). Zamenjava je prikazana v sliki. Kot vidimo iz slike, podjetje A plačuje lastnikom obveznic 10,75 % obresti, ki jih prejema od posrednika, hkrati pa plačuje posredniku po variabilni obrestni meri LIBOR+0,8 %. Podjetje B odplačuje bančno posojilo po LIBOR+0,9 %, ki jih prejeme od posrednika, hkrati pa mu plačuje po fiksni obrestni meri 11,35 %. Posrednik ustvarja dobiček z razliko med obrestmi, ki jih dobi plačane od podjetij, in tistimi, ki jih plačuje podjetjem. Pri fiksni obrestni meri dobi 11,35 % ter plača 10,75 %, kar pomeni, da ustvari dobiček v višini 0,6 %, pri variabilni obrestni meri pa dobi LIBOR+0,8 %, plačuje pa LIBOR+0,9 %, kar pomeni, da ustvari izgubo v višini 0,1 %. Vendar, ko oba posla povežemo, je posrednik ustvaril dobiček v višini 0,5 %.
- Z valutno zamenjavo razumemo zamenjavo glavnice med strankami iz različnih držav (različne valute) na začetku obdobja in zamenjavo denarnih tokov, povezanih z obrestmi iz naslova glavnice med trajanjem zamenjave. Poznamo tri vrste valutnih zamenjav in sicer zamenjavo, pri kateri si obe stranki izposodita po fiksni obrestni meri, pri kateri si ena stranka izposodi denar po fiksni obrestni meri, in pa zamenjave, pri katerih si obe stranki izposodita denar po variabilni obrestni meri. Obe, tako začetna zamenjava glavnice kot tudi obratna zamenjava, sta opravljene po vnaprej določenem deviznem tečaju.
- Pri blagovnih menjavah gre za zamenjavo denarnih tokov, ki ima lahko za podlago katerokoli blago, iz naslova katerega bodo stranke v pogodbi zamenjale nastale denarne tokove. Obstaja le en pogoj. Pri zamenjavi ne gre za zamenjavo enega blaga za drugo, ampak se zamenjajo (tako kot tudi pri vseh vrstah zamenjav) le denarni tokovi. Zamenjava sredstev temelji na izmenjavi denarnih

tokov, določenih na indeksni ceni blaga. Indeks cene blaga v tem primeru služi istemu namenu kot obrestna mera pri obrestnih zamenjavah ali devizni tečaj pri valutnih zamenjavah. Ker gre za denarne tokove skozi določeno obdobje, se je treba sklicevati na indeks v določenih intervalih skozi to obdobje.

- Zamenjave pravic so pravzaprav skoraj identične blagovnim zamenjavam. Lahko bi jih označili kot blagovne zamenjave, ki temeljijo na indeksu pravic. Struktura blagovnih zamenjav in zamenjav pravic je prav tako enaka. Sledeči primer nam bo predstavil potek zamenjave. Stranka A kupi košarico delnic, ki predstavlja indeks za stranko B. Stranka B kupi isto košaro delnic od stranke A, ki bo dospela na natančno isti dan kot tudi košara delnic stranke A. delnice ne izmenjajo lastnika, ampak se tako vzpostavi osnova (notional principal) za zamenjavo. Razlika je v tem, da se stranka A obveže, da bo plačala ceno po določenem indeksu na dan sklenitve zamenjave, stranka B pa se obveže, da bo plačala ceno, določeno z indeksom na dan dospelosti. Nato se stranki dogovorita, da bosta redno obračunavali razlike v ceni skozi obdobje zamenjave. Ob takšnem dogovoru stranka A tvega, da bo indeks padel, stranka B pa tvega, da bo indeks zrasel.
- Pri premoženjski zamenjavi kupimo sredstvo ter nato izmenjamo denarne tokove. Kot primer (Watsham 1998, 488) lahko navedemo nakup obveznice z relativno visokimi fiksnimi donosi. Investitor kupi obveznico, vendar bi želel donose po variabilni obrestni meri. Investitor zamenja kupone z banko, ki ima dolgove po nižji fiksni obrestni meri. Banka torej prejme prihodke po fiksni obrestni meri, ki je višja od obrestne mere njenih dolgov, investitor pa prejme prihodke po variabilni obrestni meri, ki so višji od LIBORA-ja (ker se izračuna variabilno obrestno mero ob sklenitvi zamenjave tako, da je vrednost zamenjave 0, ker je fiksna obrestna mera višja od tržne, je tudi variabilna obrestna mera višja od LIBOR-ja).

3.3 Opredelitev drugih relevantnih pojmov

V nadaljevanju si bomo ogledali še opredelitve drugih pojmov, ki so bistvenega pomena za boljše razumevanje izpeljanih finančnih instrumentov in njihovo umestitev v kontekst z drugimi finančnimi instrumenti.

Poštena vrednost je vrednost sredstva oziroma dolga, sprejemljiva za dobro obveščeni stranki, ki skleneta premišljen posel o zamenjavi sredstva oziroma poravnavi dolga.

Definicija merjenja poštene vrednosti po Mednarodnih računovodskih standardih (MRS 2005, 39) je opredeljena: Poštena vrednost finančnega instrumenta je zanesljivo izmerljiva, če spremenljivost razpona ocen poštene vrednosti ni pomembna za takšen instrument ali če je verjetnost različnih ocen znotraj razpona mogoče utemeljeno oceniti in uporabiti pri ocenjevanju poštene vrednosti.

Poštena vrednost je zanesljivo izmerljiva v sledečih primerih:

- finančni instrument, za katerega je objavljena cena na delujočem javnem trgu vrednostnic,
- dolgovni instrument, ki ga je ocenila neodvisna ocenjevalna agencija in katerega denarne tokove je mogoče utemeljeno oceniti, ter

- finančni instrument, za katerega, obstaja ustrezen model vrednotenja in pri katerem so vložki podatkov v takšen model zanesljivo izmerljivi, ker prihajajo z delujočega trga.

Poštena vrednost finančnega sredstva ali finančne obveznosti se lahko ugotovi po eni ali več splošno sprejetih metod. Podjetje mora razkriti uporabljene metode in pomembne predpostavke, uporabljena pri ocenjevanju poštenih vrednosti.

Podlaga za opredelitev poštene vrednosti je predpostavka, da je podjetje delujoče podjetje, ki nima namena niti potrebe, da bi povsem ustavilo ali skrčilo svoje delovanje ali se lotilo posla z nasprotnimi določbami. Poštena vrednost zato ni znesek, ki bi ga podjetje prejelo ali plačalo v prisilnem poslu, neprostovoljni ustavitvi, ali prisilni prodaji. Vendar podjetje pri določanju poštene vrednosti svojih finančnih sredstev in finančnih obveznosti upošteva trenutne okoliščine. Na primer poštena vrednost finančnega sredstva, ki se ga je podjetje odločilo prodati za denarna sredstva v najbližji prihodnosti, je določena z zneskom, ki ga pričakuje iz takšne prodaje.

Objavljene cene na delujočem trgu praviloma najbolje pričajo o sprotni pošteni vrednosti. Ustrezna objavljena tržna cena sredstva, ki je v posesti, ali obveznosti, ki bo nastala, je navadno cena povpraševanja, za sredstvo, ki naj bi se pridobilo, ali za obveznost v posesti pa sprotni tečaj ponudbe.

Če trg finančnega instrumenta ni delujoči trg, je objavljene navedbe cen treba preračunati, da bi dobili zanesljivo mero poštene vrednosti.

Če ni tržne vrednosti za celoten finančni instrument, vendar obstajajo trgi za njihove sestavine, se poštena vrednost oblikuje na podlagi ustreznih tržnih cen. Če ni trga za finančni instrument, je pa za podoben finančni instrument, se poštena vrednost oblikuje na podlagi tržne cene podobnih finančnih instrumentov.

4 FINANČNI SISTEM

V prejšnjem poglavju smo se seznanili z vrstami osnovnih in izpeljanih finančnih instrumentov.

V tem poglavju bomo spoznali finančni sistem, finančne ustanove in ustanove trga vrednostnih papirjev. Odgovorili si bomo na vprašanje, zakaj je finančni sistem nujno potreben za dobro delovanje gospodarskega sistema tako na področju ene države kot na svetovnem področju.

4.1 Opredelitev finančnega sistema

Eden od najpomembnejših in najbolj kompleksnih podsistemov sodobnih družb je finančni sistem. Sestavljajo ga finančni trgi in finančne ustanove. Finančni sistem obstaja predvsem kot trg, na katerem poteka trgovanje udeležencev s finančnimi instrumenti. Sredstva finančnega sistema potekajo od udeležencev s presežkom kapitala od t. i. suficitarnih celic do udeležencev s primanjkljajem sredstev ali deficitarnih celic. Udeležence finančnega trga lahko razdelimo na tri sektorje:

- Gospodinjstva: prevladujoč del njihovih finančnih sredstev oz. denarnih prejemkov so plače, njihovi izdatki pa se kažejo predvsem v oblikah nakupov potrošnih dobrin, plačilu storitev in dela skupnih izdatkov, namenjenih za pokrivanje stanovanjskih potreb.
- Podjetja: prejemke ustvarjajo s prodajo blaga oziroma storitev, njihovi izdatki pa so predvsem namenjeni pokrivanju proizvodnih stroškov.
- Država: prejemke enot tega sektorja vključujejo davki, prispevki in ostale dajatve, ki so predpisane z zakonom, izdatki pa omogočajo delovanje države in njenih organov.

Finančni sistem naj s svojimi trgi, ustanovami in instrumenti tako suficitarnim kot tudi deficitarnim celicam omogoča čim boljše zadovoljevanje njihovih potreb. Učinkovitost delovanja finančnega sistema pomembno vpliva na ekonomičnost poslovanja na mikro ravni in se kaže z raznolikostjo in razširjenostjo finančnih instrumentov, nediskriminatornostjo glede na uporabnike storitev in velikost transakcij, vplivi tveganj in možnostjo njihovega zmanjšanja, stroškov storitev posredovanja, hitrost spreminjanja sistema in prilagajanja novim potrebam uporabnikov. Ob tem pa mora makro raven finančnega sistema omogočati učinkovito uravnoteženje agregatnega varčevanja in investicij. To pa dosega z omogočanjem prenosa sredstev suficitarnih k finančno deficitarnim celicam, ustreznim obsegom prenosa sredstev ter tako vzpostavljenim procesom uravnoteževanja agregatne ponudbe in povpraševanja po finančnih sredstvih. Na ta način lahko finančni sistem omogoča družbi, da se čim bolj približa klasičnim ciljem ekonomske politike:

- optimalni stopnji gospodarske rasti,
- polni zaposlenosti proizvodnih faktorjev, stabilni ravni cen,
- ciljnemu saldu plačilne bilance.

Transakcije med finančno suficitarnimi in deficitarnimi celicami potekajo le v primerih, ko so njihove potrebe skladne, kar pa je v praksi težko izvedljivo, saj se praviloma potrebe med seboj razlikujejo. Finančne celice lahko tako izbirajo med

različnimi kombinacijami, in sicer lahko izbirajo med manj donosno, a bolj likvidno in varno naložbo ali obratno. Skupno vsem je torej iskanje naložb, ki ob čim večji varnosti in likvidnosti zagotavljajo čim višje donose.

Finančni sistem omogoča prenos sredstev na dva temeljna načina, ki predstavljata osnovo njihovega delovanja. To sta neposredno in posredno financiranje.

Neposredno financiranje je proces, pri katerem imamo na eni strani gospodarske celice s presežkom sredstev, njim nasproti pa so gospodarske celice s primanjkljajem sredstev. Ti dve nasprotni skupini gospodarskih celic se srečata na finančnem trgu, na katerem pride do toka sredstev od ponudnikov do povpraševalcev, pri tem pa je pomemben prav ta neposreden stik, kjer je obveznost posojilodajalca v vseh značilnostih (višina sredstev, rok zapadlosti posojila, cena posojila - obrestna mera) enaka terjatvi posojilojemalca. Lahko rečemo, da imajo suficitarne celice primarno terjatev do deficitarnih celic. Bistveno za neposredno financiranje je namreč, da so same terjatve oziroma obveznosti med finančnimi celicami neposredne. Gre torej za neposredno zadolževanje povpraševalcev po finančnih sredstvih v obliki posojil in vrednostnih papirjev.

Posredno financiranje je za razliko od neposrednega financiranja posreden proces. Posrednost se kaže pri tem, ko se med ponudnike sredstev in povpraševalce po sredstvih vrinejo t. i. finančni posredniki, ki po eni strani rešijo glavni problem neposrednih financ, to je najti partnerja eni ali drugi strani; opravljajo pa tudi druge funkcije, med katerimi je najpomembnejša kakovostno preoblikovanje sredstev, s čimer ustvarjajo t. i. sekundarne finančne oblike. Posredniki torej preoblikujejo primarne terjatve v sekundarne. Sekundarne terjatve so obveznosti finančnih posrednikov, ki se v bilancah finančno suficitarnih enot – upnikov izkazujejo kot njihova finančna aktiva.

4.2 Pomen finančnega sistema

Finančni sistem pozitivno vpliva na gospodarski razvoj, in sicer tako na obseg investicij kot na njihovo učinkovitost. Najpomembnejša funkcija finančnega sistema je posredovanje prihrankov. V nerazvitih sistemih opravlja to funkcijo predvsem bančni sistem, saj je trg denarja in kapitala največkrat zelo slabo razvit.

Najpomembnejši cilj finančnih ustanov je v okviru finančnega sistema pridobivati provizije od finančnih storitev, kar omogoča pokritje vseh stroškov, in ustvariti določen dobiček. Cilji so lahko tudi drugi, zlasti v preteklosti so nekatere države v razvoju zahtevale preveč – finančni sistem so uporabile za financiranje državnega proračunskega deficita, distribucijo dohodka kot orodje za izvršitev svojih razvojnih strategij.

V devetnajstem stoletju je večina gospodarskih kriz v industrijskih državah nastala zaradi finančnih neskladij, ki jim je sledil padec cen delnic in bančnih zlomov. V nekaterih državah je obseg in pogostost takšnih dogodkov omejila regulacija in nadzor trgov.

Bančne krize se pojavljajo vse do današnjih dni in imajo resne makroekonomske posledice na stopnjo gospodarske rasti. Države, ki so preživele bančno krizo, so se več let soočale s povprečno nižjo gospodarsko rastjo. Povsem jasno je torej, da je za stabilno gospodarsko rast treba zgraditi močan finančni sistem.

Slovenija ni še finančno dovolj razvita, zato mora usmeriti vse napore v oblikovanje optimalne finančne politike. Poleg tega pa obstaja razkorak med finančno in splošno gospodarsko razvitostjo. Finančni razvoj bo moral najprej dohiteti raven gospodarske razvitosti. V prihajajočem obdobju lahko pričakujemo zelo hiter finančni razvoj tako v

Sloveniji kot tudi v ostalih državah v tranziciji, še posebej pa v hitro razvijajočih se vzhodnoazijskih državah.

V prihodnosti je pričakovati hitrejši razvoj trgov in ustanov vrednostnih papirjev. Delež finančnih storitev in finančnih sredstev v bruto domačem proizvodu v svetu se povečuje.

Vpliv obrestnih mer in investicij na gospodarsko rast je dokaj jasen. Obe kategoriji delujeta nanjo v pozitivni meri. Manj jasen pa je vpliv varčevanja. Ne moremo namreč z gotovostjo določiti, v katero smer poteka povezava med varčevanjem in gospodarsko rastjo, najbrž pa obstajajo pozitivni vplivi, ki potekajo v obeh smereh. To bi lahko kazalo na to, da je pospešitev gospodarske rasti mogoča tudi brez začetnega povečanja varčevanja.

V Sloveniji se v zadnjem obdobju povečujeta varčevanje in investicije, postopno pa se znižujejo realne obrestne mere. Pozitivne realne obrestne mere delujejo sicer pozitivno na gospodarsko rast, vendar pa lahko previsoke obrestne mere zavirajo investicijsko dejavnost. Politika monetarnih oblasti bi morala biti torej usmerjena tako, da bi se izoblikovala takšna višina obrestne mere, pri kateri bo končni učinek na gospodarsko rast največji.

4.3 Funkcije finančnega sistema

Temeljna funkcija finančnega sistema je razporejanje finančnih sredstev med finančnimi celicami, ki ponujajo finančna sredstva, in med finančnimi celicami, ki povprašujejo po finančnih sredstvih. Poleg tega pa skrbi finančni sistem še za varnost in likvidnost naložb, ki so posledica prerezporejanja finančnih sredstev.

Finančni sistem tako opravlja šest ključnih funkcij (Peterlin in Repovž 2000, 27):

- zagotavlja razporejanje ekonomskih virov skozi čas, prek meja in med industrijami (raznolikost mehanizmov za transfer kapitalskih virov),
- zagotavlja upravljanje s tveganji (tveganja nosijo predvsem lastniki, razpršitev tveganja),
- zagotavlja preglednost in poravnavo plačil pri trgovanju (funkcija finančnega sistema, da priskrbi učinkovit način - plačilni sistem za ljudi in podjetja, da si med seboj plačajo, ko kupujejo blago in storitve) - čeki, kreditne kartice, elektronski transferji finančnih sredstev,
- zagotavlja mehanizem vlaganja virov in porazdelitev deležev med različne vzpodbude (finančni sistem zbira prihranke gospodinjestev, tako dobi večje mase kapitala, ki jih nato uporabijo podjetja za investiranje),
- zagotavlja informacije o cenah kot pomoč pri usklajevanju decentraliziranega sprejemanja odločitev na različnih področjih ekonomije (informacije o cenah kapitala, o trgovanje z vrednostnimi papirji ipd.),
- zagotavlja reševanje problemov, ki nastanejo, ko ima ena stran v transakciji informacijo, druga pa ne oziroma, ko se ena stran pojavlja kot agent za nekoga drugega.

4.4 Finančni trgi

Okolje delovanja finančnih ustanov in podjetij je t. i. finančni trg. Finančni trg predstavlja mrežo komercialnih odnosov med ponudniki in povpraševalci denarnih sredstev in kapitala. Pomembni udeleženci na finančnih trgih so finančne ustanove, ki s svojim znanjem in izkušnjami prispevajo k večji učinkovitosti finančnih trgov.

Udeleženci trga, tako na strani ponudbe kot povpraševanja so podjetja, banke, javne ustanove, gospodinjstva in drugi. Finančni trgi so v bistvu stičišča, kjer se zbirajo različne informacije (cena, tveganje, boniteta), ki so enakovredno dostopne vsem udeležencem na teh trgih in predstavljajo podlago za sprejemanje posameznih finančnih odločitev. Finančni trg je torej trg, na katerem tako pravne kot fizične osebe ponujajo svoje finančne presežke na eni strani, na drugi strani pa najemajo dodatna finančna sredstva.

Finančne presežke oddajajo, kadar razpoložljiva akumulacija presega naložbe v osnovna in obratna sredstva, najemajo pa finančna sredstva, kadar razpoložljiva akumulacija ne zadošča za naložbe v osnovna in obratna sredstva. Akumulacija pa se na finančnem trgu prenaša s pomočjo posebnega mehanizma t. i. posebnih instrumentov in preko posebnih ustanov. Zato se finančni trg kot celota razčlenjuje na posamezne delne trge, ki pa so medsebojno tesno povezani in se v delovanju prepletajo.

Učinkovitost finančnih trgov določajo trije dejavniki (Kidwell 1997, 52):

- Alokacijska učinkovitost: je oblika ekonomske učinkovitosti, ki zagotavlja, da bodo prosta sredstva investirana v take oblike, ki bodo prinašale najvišje donose ob danem tveganju.
- Operativna učinkovitost: je tista učinkovitost, ki se kaže v ceni prenosov finančnih sredstev. Čim nižji, kot so transakcijski stroški, tem večja je operativna učinkovitost.
- Informacijska učinkovitost: je učinkovitost, ki predstavlja sposobnost investitorjev, da pridobivajo informacije, in sposobnost odražanja informacij v spremembah cen vrednostnih papirjev. Informacijsko učinkoviti so tisti trgi, kjer cene vrednostnih papirjev odražajo vse relativne informacije.

Poleg velike pomembnosti učinkovitosti trga za narodno gospodarstvo pa finančni trg opravlja tudi druge pomembne finančne funkcije. Kot prva je zagotavljanje likvidnosti na finančnih trgih, ki omogoča zamenjave vrednostnih papirjev za denar. Druga funkcija je možnost razpršitve naložb, kar zmanjšuje tveganja investitorjev.

Najbolj splošna delitev finančnega trga je glede na čas prenosa finančnih sredstev, torej trg denarja in trg kapitala. Trg denarja je torej tisti, na katerem se odvijajo kratkoročne denarne transakcije, medtem ko se na trgu kapitala odvijajo dolgoročne transakcije. Ročnost je največkrat opredeljena z obdobjem enega leta. Poleg tega pa je aktualna še delitev na nacionalni (domači) in internacionalni (mednarodni) finančni trg. Nacionalni finančni trg se največkrat odvija v mejah določene države, medtem ko se internacionalni finančni trg odvija preko meja države, torej obsega vsoto vseh finančnih transakcij, ki se opravljajo preko državnih meja.

Delitev finančnih trgov z vidika ponudbe finančnih ustanov bi lahko opredelili glede ročnosti poslov. Finančne ustanove lažje ohranjajo svojo likvidnost, pomembna je tudi za lastnike sredstev, če ne mešajo kratkoročnih in dolgoročnih poslov. Iz tega razloga se nekatere finančne ustanove ukvarjajo samo s kratkoročnimi posli, druge pa samo z dolgoročnimi. Tako bi lahko z vidika ponudbe finančnih ustanov razčlenili finančni trg na kratkoročni denarni trg in na dolgoročni trg kapitala.

4.5 Finančne ustanove v Republiki Sloveniji

Finančne ustanove so podjetja, ki se ukvarjajo s finančnimi posli v najširšem smislu. Prodajajo finančne oblike in storitve oziroma so specializirana podjetja, ki opravljajo

posle na trgih denarja in kapitala. Od nefinančnih se razlikujejo po tem, da imajo med aktivo svoje premoženjske bilance, predvsem finančno premoženje in med pasivo predvsem dolgove.

4.5.1 Centralna banka

Banka Slovenije je emisijska in centralna banka Republike Slovenije. Ustanovljena je bila s sprejetjem Zakona o Banki Slovenije, 25. junija 1991. Premoženjska bilanca Banke Slovenije je ob pričetku delovanja (8. oktober 1991) znašala okoli 21 milijard SIT (www.bsi.si).

Glavni nalogi Banke Slovenije sta skrb za stabilnost domače valute in skrb za splošno likvidnost plačil v državi in do tujine. Banka Slovenije uresničuje zgoraj omenjeni nalogi, tako da:

- uravnava količino denarja v obtoku,
- skrbi za splošno likvidnost bank in hranilnic,
- skrbi za splošno likvidnost v plačilih do tujine, kontrolira banke in hranilnice,
- izdaja bankovce in daje kovance v obtok,
- predpisuje pravila za izvajanje jamstva za vloge občanov,
- predpisuje, organizira in usklajuje informacijski sistem,
- potreben za opravljanje njenih funkcij,
- opravlja posle za Republiko Slovenijo v skladu z zakonom in opravlja druge zadeve, določene z zakonom.

Banka Slovenije lahko s svojimi mehanizmi vpliva na količino denarja v obtoku in na devizni tečaj.

Je nevladna, neodvisna ustanova in je dolžna parlamentu vsakih šest mesecev predložiti poročilo o njenem poslovanju. Je banka bank in nadzorni organ bančnega sistema. Banka Slovenije opravlja nadzor nad bankami z namenom preverjati, če banke spoštujejo pravila o obvladovanju tveganj in druga pravila, ki urejajo poslovanje bank. V primeru kršitev lahko Banka Slovenije odvzame banki dovoljenje za opravljanje bančnih storitev. Edini komitenti Banke Slovenije so ministrstva in druge vladne ustanove. S fizičnimi in pravnimi osebami ne posluje.

4.5.2 Depozitni finančni posredniki

Skupna značilnost depozitnih finančnih posrednikov je, da od varčevalcev zbirajo finančne prihranke na osnovi vlog oziroma depozitov z različnim rokom zapadlosti (vloge na vpogled, vezane vloge). Zbrana sredstva varčevalcev depozitne finančne ustanove največkrat prenašajo na deficitarne gospodarske celice z odobravanjem posojil bodisi kratkoročnih, dolgoročnih, delno pa tudi z nakupom njihovih vrednostnih papirjev. Med depozitne finančne posrednike v Republiki Sloveniji uvrščamo: poslovne banke, hranilnice, vzajemne hranilnice, hranilno kreditne službe in druge finančne posrednike, ki varčevalcem ponujajo možnost za razpolaganje njihovih prihrankov v obliki vlog.

4.5.3 Nedepozitni finančni posredniki

Nedepozitni finančni posredniki ali institucionalni investitorji so finančne ustanove, ki investirajo v vrednostne papirje podjetij in države. Ne sprejemajo vlog z vnaprej

določeno obrestno mero, ampak sta vrednost naložbe posameznika in njena donosnost odvisna od tega, kaj se dogaja z vrednostjo naložb določenega institucionalnega investitorja. Institucionalni investitorji investirajo v instrumente denarnega trga, delnice, dolžniške vrednostne papirje, nepremičnine in podobno. Glede na način zbiranja prihrankov se nedepozitni finančni posredniki delijo na investicijske finančne posrednike (investicijski skladi) in na pogodbene finančne posrednike (zavarovalnice, pokojninski skladi).

4.6 Ustanove trga vrednostnih papirjev in agentske finančne ustanove

Poleg velike skupine finančnih posrednikov (depozitnih in nedepozitnih) pa med finančne ustanove sodijo še ustanove trga vrednostnih papirjev in agentske finančne ustanove. Tu gre predvsem za posrednike pri trgovanju z vrednostnimi papirji, agente, brokerje ter investicijske banke, ki podjetjem pomagajo pri emisiji vrednostnih papirjev. Te ustanove delujejo v imenu/in na račun drugih.

4.6.1 Ljubljanska borza vrednostnih papirjev

Ljubljanska borza vrednostnih papirjev je bila ustanovljena 26. decembra 1989 in deluje kot delniška družba. Direktor borze je dr. Draško Veselinovič.

Glavne dejavnosti Ljubljanske borze (LJSE) so: organiziranje povezovanja ponudbe in povpraševanja v prometu z vrednostnimi papirji, informiranje o ponudbi, povpraševanju in drugih podatkih o vrednostnih papirjih, objavlanje tečajev vrednostnih papirjev, tehnične storitve za potrebe organiziranega trgovanja.

4.6.2 Centralna klirinško – depotna družba

Centralna klirinško-depotna družba, d. d., Ljubljana, je bila ustanovljena januarja 1995. Dejavnosti družbe, kot jo opredeljuje Zakon o trgu vrednostnih papirjev, so opravljanje storitev izračuna, izravnave in zagotavljanje izpolnitve obveznosti, nastalih na podlagi poslov z vrednostnimi papirji, sklenjenih na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, storitve vodenja centralnega registra nematerializiranih vrednostnih papirjev v skladu z Zakonom o nematerializiranih vrednostnih papirjih ter druge storitve v zvezi s poslovanjem z vrednostnimi papirji in uveljavljanjem pravic iz vrednostnih papirjev.

4.6.3 Agencija za trg vrednostnih papirjev

Agencija za trg vrednostnih papirjev je bila ustanovljena leta 1994 in opravlja nadzor nad trgom vrednostnih papirjev in nadzor finančnih ustanov ter izvršuje druge naloge in pristojnosti, določene z zakonom in na njihovi podlagi izdanimi predpisi. Svoje naloge in pristojnosti izvršuje z namenom zagotoviti možnosti za učinkovito delovanje trgov vrednostnih papirjev in zaupanje vlagateljev vanje.

5 UČINKOVITOST TRGA KAPITALA

V predhodnih poglavjih smo spoznali finančne instrumente in finančni sistem, kar pa ni dovolj za pošteno vrednotenje finančnih instrumentov. Na prvi pogled bi lahko dejali, da so si finančni trgi podobni, če že ne enaki, vendar to ne drži. Razlikujejo se po vrsti informacij, ki so na razpolago za vrednotenje finančnih instrumentov in po hitrosti s katero se novo dobljene informacije vračunajo v ceno finančnega instrumenta. V nadaljevanju bomo dobili poglobljen vpogled v stopnje učinkovitosti trga.

5.1 Popoln in učinkovit trg kapitala

Vloga trga kapitala v tržnem gospodarstvu je, da opravlja naslednje temeljne funkcije:

- omogoča in spodbuja oblikovanje čim večjega obsega prihrankov (funkcija povečevanja obsega varčevanja);
- usmerja zbrane prihranke v čim boljše investicije (funkcija alokacije);
- omogoča oblikovanje optimalnejše likvidnosti ekonomskih subjektov (funkcija likvidnosti).

Trg kapitala, ki bi najbolje opravljal svoje funkcije, bi bil popoln trg kapitala. Popoln je, če so izpolnjene naslednje predpostavke (Brigham 1996, 4):

- transakcijski stroški ne obstajajo;
- ni davkov, kar pomeni, da ima davčni sistem nevtralen vpliv na trg;
- na trgu nastopa veliko število kupcev in prodajalcev ter posamezni kupec ali prodajalec ne more vplivati na ceno vrednostnih papirjev;
- posameznik in podjetja imajo enak dostop do trga;
- s pridobivanjem informacij niso povezani stroški – vsi subjekti imajo dostop do enakih informacij pod enakimi pogoji;
- vsi ekonomski subjekti imajo homogena pričakovanja;
- stroški finančne stiske ne obstajajo.

Popoln trg kapitala je hkrati tudi učinkovit trg. Učinkovitosti je več vrst, med njimi tudi informacijska, alokacijska in delovna učinkovitost. Popoln trg kapitala je učinkovit v vseh vrstah učinkovitosti, vendar pa se lahko dejanski trgi kapitala popolnemu le približajo. Kako blizu so mu pa merimo oziroma ugotavljamo na podlagi prej omenjenih treh vrstah učinkovitosti.

Trg kapitala je informacijsko učinkovit, če se vse nove informacije hitro izražajo v cenah in dolgoročno ni mogoče dosegati nadpovprečne donosnosti. Kadar govorimo o učinkovitosti trga kapitala, največkrat mislimo na informacijsko učinkovitost. Brez te tudi ni alokacijske učinkovitosti, saj če ni ustreznih informacij, se vlagatelji odločijo za vlaganje v naložbe, ki morda niso optimalne. Četudi trg kapitala ni popoln, je lahko informacijsko učinkovit, pogoj je le, da imajo vlagatelji prost dostop do informacij in jim le-te ne omogočajo sistematičnega doseganja nadpovprečnih stopenj donosa.

Alokacijska učinkovitost trga kapitala je vidna v optimalnem razporejanju prihrankov v proizvodne naložbe tako, da ima družba od njih največje koristi (Deželan 1996, 5).

Kadar so stroški storitev posredovanja in trgovanja z vrednostnimi papirji in drugimi dolgoročnimi naložbami minimalni oziroma enaki nič, je trg kapitala delovno učinkovit. Popolni trg kapitala zahteva delovno učinkovitost, vendar pa ta zahteva ne more biti izpolnjena, kadar je število udeležencev na nekem trgu omejeno ali obstajajo drugačne omejitve, ki preprečujejo, da bi se cene posredniških storitev oblikovale na podlagi najnižjih stroškov (Deželan 1996, 6).

5.1.1 Lastnosti učinkovitega trga kapitala

Vlagatelji določajo cene vrednostnih papirjev na osnovi pričakovanih denarnih tokov, ki jih bodo prejeli od določenega vrednostnega papirja ter glede na velikost tveganja, ki ga ta vrednostni papir nosi (predstavlja). Racionalni vlagatelji bi morali pri tej cenitvi vrednostnih papirjev upoštevati vse dosegljive informacije oziroma vse informacije, ki jih lahko pridobijo brez večjih stroškov in težav. Te informacije so sestavljene iz znanih informacij in prepričanj o prihodnosti. Informacija je ne glede na obliko ključ do določitve cene vrednostnega papirja in zato tudi bistven element koncepta učinkovitega trga.

Učinkovit trg je določen kot trg, na katerem cene vrednostnih papirjev hitro in popolnoma odražajo vse razpoložljive informacije. Koncept učinkovitega trga pravi, da bodo vlagatelji vse relevantne informacije vključili v ceno, ki jo bodo oblikovali s svojimi prodajnimi in nakupnimi odločitvami. Po tem konceptu tekoče cene vrednostnih papirjev tako odražajo vse znane informacije, torej ne le pretekle informacije (npr. podatki iz letnega poročila), ampak tudi tekoče informacije in dogodke, ki so bili že najavljeni pa se še niso zgodili (npr. razdelitev delnic).

Koncept učinkovitega trga ne zahteva, da so prilagoditve cen delnic takojšne, ampak da se zgodijo čim prej, ko je informacija znana (računalniška podpora pri trgovanju z vrednostnimi papirji omogoča vedno hitrejše odzive). Koncept tudi ne zahteva popolne prilagoditve cen novi informaciji, saj nova cena ni nova ravnotežna cena, ampak samo ocena končne ravnotežne cene, ki se bo oblikovala tedaj, ko bodo vlagatelji informacijo popolnoma vključili v ceno.

Predpostavke, ki morajo biti izpolnjene, da lahko za nek trg kapitala trdimo, da je informacijsko učinkovit so naslednje (Jones 1994):

- Veliko število racionalnih vlagateljev, ki želijo maksimizirati svojo donosnost in se aktivno vključujejo na trg tako, da analizirajo, vrednotijo in trgujejo z delnicami. Ti vlagatelji so »price-takerji«, saj le en sam udeleženec ne more vplivati na ceno vrednostnih papirjev.
- Informacije so brezplačne in prosto dostopne za vse tržne udeležence, ob približno enakem času.
- Informacije se oblikujejo naključno, tako da so njihove objave neodvisne druga od druge.
- Vlagatelji se hitro in popolno odzivajo na nove informacije, zato se cene vrednostnih papirjev prilagajajo skladno z njihovo objavo.

5.1.2 Hipoteza učinkovitega trga

Pravkar naštetimi pogoji so nujni za obstoj učinkovitega trga. Vprašanje pa je, kako učinkovit je trg in kako to vpliva na vlagatelje. Učinkovit trg je tisti, na katerem se vse informacije v cenah vrednostnih papirjev odražajo hitro in popolno. Ključni dejavnik za

učinkovit trg je informacija. Na popolnem učinkovitem trgu cene vrednostnih papirjev vedno odražajo vse dosegljive informacije in tako vlagatelji ne morejo z uporabo javno objavljene informacije doseči nadpovprečne donosnosti, ker je ta že vključena v samo ceno. Na takem trgu je vsaka cena vrednostnega papirja enaka svoji notranji (investicijski) vrednosti, ki odraža vse informacije o tem vrednostnem papirju.

Če se nekatere vrste informacij v cenah ne odražajo popolnoma, je trg nepopolno učinkovit.

Običajno se o konceptu učinkovitega trga govori v obliki hipoteze učinkovitega trga, ki je le formalna opredelitev tržne učinkovitosti. Hipoteza učinkovitega trga se ukvarja z ugotavljanjem kako hitro in popolno cene vrednostnih papirjev odražajo posamezne dosegljive informacije, zato ločimo tri oblike učinkovitosti, šibko, srednjo in močno obliko (Jones 1994, 627). Za nas sta pomembni le šibka in močna oblika učinkovitosti.

- Šibka oblika: Trg je šibko učinkovit, če se v tekočih cenah vrednostnih papirjev odražajo vse njihove pretekle cene in podatki o donosnostih vrednostnih papirjev. V takih razmerah ni nobenega smisla, da bi napovedovali prihodnje cenovne spremembe, ki temeljijo na preteklih gibanjih cen vrednostnih papirjev, saj so le-te v cenah vrednostnih papirjev že vključene. Cenovni podatki so osnova za tehnično analizo. Tehnična analiza v opisanih razmerah nima nobenega pomena. Namen analize je namreč poiskati neke predvidljive vzorce v gibanju cen vrednostnih papirjev, ki bi vlagateljem pomagali realizirati nadpovprečne donosnosti. Kadar je trg šibko učinkovit, so spremembe v cenah vrednostnih papirjev skozi čas med seboj neodvisne.
- Močna oblika: Pri močni obliki učinkovitosti cene vrednostnih papirjev popolnoma odražajo vse informacije, tako javne kot tudi nejavne (notranje). Če je trg močno učinkovit, nobena skupina vlagateljev nima možnosti za doseganje nadpovprečnih donosnosti, v nekem razumnem časovnem obdobju. Močna oblika učinkovitosti je nadgradnja šibke in srednje oblike učinkovitosti in predstavlja najvišjo stopnjo tržne učinkovitosti.

Delitev na šibko, srednjo in močno obliko učinkovitosti je prvič predstavil Eugene Fama v svojem delu iz leta 1972. Prednost te delitve je, da nam omogoča enostavno preverjanje hipoteze o učinkovitosti za omenjene vrste informacij. Slabost teh pojmov, zaradi česar jih je njihov avtor v svojih nadaljnjih delih popolnoma opustil, je neupoštevanje realnih razmer, v katerih trgi nikoli niso popolnoma učinkoviti oziroma neučinkoviti, ampak bolj ali manj učinkoviti. Stroga delitev trgov na šibko, srednje ali močno učinkovite se v praksi ni izkazala za vedno uporabno.

5.2 Neučinkovitost trga kapitala

Moramo razumeti, da raziskave, ki preučujejo hipotezo učinkovitosti trga (EMH) in rezultati teh raziskav podpirajo hipotezo ali pa ji nasprotujejo. Če povzamemo vse dokaze o učinkovitosti trga kapitala, bi hipotezo učinkovitosti trga najbolje opisali kot mešano (mixed). Pojavljajo se testi vseh treh različic učinkovitosti trga, velik del študij jih podpira, vendar je naraščajoče število tistih, ki jo ne. Rezultati, ki ne govorijo v prid EMH, nakazujejo obstoj številnih neučinkovitosti (Brown in Reilly 2000, 212–246).

Borzni krogi v ZDA hipoteze o učinkovitem trgu kapitala niso sprejeli preveč dobro, kajti iskanje podcenjenih oziroma precenjenih delnic, in s tem povezani višji stroški za investitorje, se naj ne bi splačalo. Odkrili so vrsto neučinkovitosti, ki niso v skladu z

učinkovitim trgom kapitala, in tudi empirične raziskave ne dajejo enotnih rezultatov, zaradi česar je težko podati končni odgovor, ali je trg kapitala učinkovit.

5.2.1 Razvrstitev neučinkovitosti, ki se pojavljajo na trgu kapitala

V literaturi obstaja veliko število različnih opredelitev in razdelitvenih kriterijev, s katerimi so razvrščene neučinkovitosti (anomalies) kot pojav na trgu kapitala. Kot primer je sledeča razvrstitev, na katero lahko pogosto naletimo v literaturi in se nanaša na delo avtorjev Sharpe/Alexander. Prikaz loči med (Sharpe in Alexander 1990, 204):

- sezonskimi neučinkovitostmi, katere se v časovnem poteku ponavljajo;
- stalnimi neučinkovitostmi, pri katerih se opazuje trajen vzorec gibanja delnic;
- pretiranim odzivom, pri katerem opazujemo nadpovprečne dobičke/izgube, ne da bi si to lahko razlagali s hipotezo učinkovitosti. Investitorji pretirano reagirajo tako na dobre kot na slabe novice in so v svojih pričakovanjih pristranski.

Raziskovalci, ki so preverjali obstoj neučinkovitosti na trgu kapitala, so se ponavadi osredotočili na posamezno neučinkovitost oziroma na nek sklop neučinkovitosti. Tako tudi v finančni literaturi ne najdemo celotnega pregleda vseh ali pa vsaj večine neučinkovitosti, katerih obstoj je bil odkrit. Še posebej ločeno najdemo neučinkovitosti s področja vedenjskih financ, ki gibanje cen delnic in obnašanje investorjev razlagajo s pomočjo socialne in kognitivne psihologije in so v nasprotju s tradicionalno finančno teorijo.

5.2.2 Anomalije na trgu kapitala

Do sedaj smo obravnavali različne vrste dokazov, ki podpirajo tržno učinkovitost. Obstajajo pa tudi primeri, ki sprožajo vprašanja o obstoju učinkovitosti. Te primere imenujemo tržne nepravilnosti, saj so rezultati v nasprotju s tistimi, ki bi jih pričakovali na popolnoma učinkovitem trgu in jih je težko pojasniti. Kljub temu, da so do sedaj pritegnili mnogo pozornosti jih strokovnjaki še niso uspeli zadovoljivo pojasniti. Čeprav nepravilnosti tezo o učinkovitosti trga postavljajo pod vprašaj, pa ni treba, da bi se vlagatelji nanje ozirali, saj je vseeno bolje, da svoje premoženje razpršijo na več različnih vrednostnih papirjev. Razpršitev premoženja je ključna za zmanjšanje tveganja vlagateljevega premoženja.

Najpogosteje navajanje nepravilnosti so:

- Nizko razmerje med trenutno ceno delnice in čistim dobičkom na delnico v zadnjem poslovnem letu ($P/E = P/EPs$). Dobiček je pri delnicah z nizkim koeficientom donosnosti višji kot pri delnicah z visokim koeficientom. Številni vlagatelji verjamejo, da nizek koeficient delnice v povprečju pomeni visok dobiček.
- Učinek velikosti – študije so pokazale, da so delnice majhnih podjetij v povprečju dosegle višje, tveganju prilagojene, donose kot delnice večjih podjetij.
- Učinek meseca januarja – analize so pokazale, da obstaja sezonski učinek na trgu vrednostnih papirjev. Ugotovili so nenormalne donose majhnih podjetij v mesecu januarju. Vzrok za to je najbrž v povečani prodaji tovrstnih delnic v

mesecu decembru, zato da podjetja, ki tovrstne vrednostne papirje posedujejo, plačajo čim manj davka, januarja pa jih zopet odkupujejo, vendar običajno zaradi večjega povpraševanja po višji ceni.

- Izjemna uspešnost podjetja Value Line – podjetje izdaja priporočila za naložbe v vrednostne papirje. Raziskave kažejo, da lahko vlagatelji, ki upoštevajo njihova priporočila dosegajo nadpovprečne donosnosti, kar je v nasprotju z izhodiščem hipoteze o učinkovitem trgu kapitala.
- Borzni zlomi – največji zlomi borz vrednostnih papirjev so se zgodili ob dnevih, ki se niso razlikovali od ostalih. Tako lahko trdimo, da na cene delnic vplivajo tudi nekateri drugi dejavniki, ki so prisotni v običajnih razmerah in povzročajo, da se trgi kapitala obnašajo v nasprotju s pričakovanji in niso učinkoviti (Deželan 1996, 49).
- Pretiran odziv – ljudje se pretirano odzivajo tako na slabe kot tudi na dobre novice. Bolj ko cene sprva odstopajo, močnejši bo odziv nanje. Če bi bil trg šibko učinkovit bi se morala vsa neracionalna gibanja odpraviti v povprečju hitreje in v večji meri, kot pa to kažejo empirične raziskave (Deželan 1996, 45).

5.3 Tržne nepopolnosti in neracionalnost vlagateljev

V zadnjem času se v strokovni literaturi pojavlja veliko kritik ustreznosti hipoteze o učinkovitosti trga kapitala. Poleg raziskav, ki potrjujejo ustreznost tehnične analize, navajajo kritična opozorila zlasti zagovorniki ugotovitev o tržnih nepopolnostih in neracionalnosti investitorjev. Med tržne nepopolnosti sodijo predvsem učinek velikosti (size effect), učinek obdobja (calendar effect) in podogodkovni trend (PAD, iz angl. postannouncement drift).

Učinek obdobja je pojav, za katerega je značilno, da je donosnost vrednostnih papirjev povprečno večja v nekaterih obdobjih kot v drugih. Proučevanja tega pojava so se začela v ZDA, nato se razširila na druge trge, vsa pa so potrdila navzočnost učinka obdobja (Rees 1995, 179). Med učinke obdobja sodita t. i. januarski učinek (january effect), ki pravi, da je donosnost v prvih dveh tednih januarja povprečno višja kot v drugih mesecih, ter otožni ponedeljek (blue monday ali tudi weekend effect), ki pravi, da je donosnost povprečno v petek višja in v ponedeljek nižja kot v drugih dnevih v tednu. Pri teh učinkih je zanimivo, da so izrazitejši pri majhnih podjetjih – tudi potem, ko upoštevamo tveganje in da njihov pojav do danes še ni pojasnjen.

Učinek velikosti je pojav, v katerem delnice manjših podjetij dosegajo v istem obdobju višjo donosnost (popravljen za tveganje) kot velika podjetja (Rees 1995, 181). Ta odstopanja so raziskovalci poskušali pojasniti predvsem z izpodbijanjem metodologije raziskav, ki so ta pojav potrdile. Osredotočajo se zlasti na oceno tveganja, kajti obstaja možnost, da investitorji ocenjujejo tveganje drugače kot teoretični modeli, ki temeljijo na standardnih odklonih donosov kot merilu za tveganje. Vrednostni papirji majhnih podjetij so namreč manj likvidni, kar lahko povzroči povečanje transakcijskega tveganja v prihodnosti, pogosto jih analitiki tudi slabo preučujejo, informacije o teh podjetjih pa so težje dostopne. Zato je možno, da obstaja premija za slabšo informiranost.

Podogodkovni trend je še ena uganka, povezana s hipotezo učinkovitega trga kapitala, saj je veliko študij pokazalo obstoj presežne donosnosti še nekaj tednov po objavi novih informacij, kar ni v skladu s srednje močno obliko učinkovitosti trga. Vendar pa je v zvezi s tem pomembno vprašanje pravilne izbire ocenjevalnega modela, saj so rezultati zelo odvisni od tega.

Druga skupina kritikov, to so teoretiki financ obnašanja (behavioral finance), se je osredotočila na drugi vidik hipoteze o učinkovitosti trga kapitala, to je na predpostavko, da se investitorji vedejo racionalno. V zadnjih letih je veliko raziskav potrdilo uspešnost momentnih (momentum) in nasprotujočih (contrarian) strategij, ki temeljijo na izkoriščanju pretiranega in zapoznelega odziva investitorjev na nove informacije. Teoretiki financ obnašanja so v svojih raziskavah odkrili kar nekaj lastnosti investitorjev, ki so v nasprotju z njihovo racionalnostjo, na primer :

- neskladnost zaznavanja (cognitive dissonance),
- sidranje (anchoring),
- pristranost nespreminjanja (status quo bias),
- predalčkanje (compartmentalising),
- pretirana samozavest (over-confidence),
- sposobnost vedeževanja (magical thinking),
- pristranskost današnjega videnja preteklosti (hindsight bias),
- čustvenost (emotionality).

Vse zgoraj naštetih lastnosti investitorjev so se že večkrat pokazale v praksi, zanimive pa so tudi ugotovitve ameriških raziskovalcev o nastanku borznih mehurčkov (bubbles), ki so pokazale, da je njihovo oblikovanje značilno tudi za razmere popolne gotovosti o bodočih denarnih tokovih, ki jih prinašajo vrednostni papirji v prometu (Damodaran 2002).

Iz vsega povedanega je razvidno, da ima hipoteza učinkovitega trga kapitala kar nekaj pomanjkljivosti, predvsem pa bi bilo mogoče reči, da je njena največja slabost predpostavka o racionalnosti investitorjev. Če je težko dokazati, da na večini trgov ne prevladuje srednje močna oblika učinkovitosti, pa je dokaj jasno, da pogosto vrednosti vrednostnih papirjev niso v stiku z njihovo temeljno vrednostjo, ki jo predstavlja vsota diskontiranih prihodnjih denarnih tokov. Na trgih je preveč mehurčkov, ki jih povzročajo bodisi obdobja modnih muh (fads&fashions) ali pa človeška neracionalnost; po takih obdobjih se vrednosti sicer vrnejo na neko smiselno raven, vendar pa takih pojavov na racionalnih trgih ne bi smelo biti.

5.3.1 Razpoložljivost informacij

S sprejetjem Zakona o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP) leta 1994 se je uredilo vprašanje informiranja udeležencev na trgu vrednostnih papirjev. Odslej morajo podjetja ob javni prodaji novih vrednostnih papirjev izdati tudi prospekt, ki vsebuje informacije o podjetju, njegovi pravni ureditvi in uspešnosti poslovanja, ter vse podatke o prodajanem vrednostnem papirju (nominalna vrednost izdaje, nominalni vrednosti vrednostnih papirjev, število izdanih vrednostnih papirjev) in pravicah, ki izhajajo iz njega. Če je nek vrednostni papir sprejet v kotacijo na borzo mora podjetje izdati še borzni prospekt. Podjetja, katerih vrednostni papirji so sprejeti v borzno kotacijo morajo objavljati tudi polletna poročila o poslovanju in o dogodkih, ki bi lahko vplivali na vrednost vrednostnih papirjev.

O dnevnih spremembah tečajev nas v dnevnem časopisju in na internetni strani borze obvešča Ljubljanska borza vrednostnih papirjev. Z obvestili za javnost pa tudi obvešča o neobičajnih (pomembnih, posebnih ali nepravilnih) dogajanjih na organiziranem trgu. Dodatna obvestila za javnost zbira in objavlja Agencija za trg

vrednostnih papirjev, ki s pooblastili, ki ji jih daje ZTVP, nadzira izpolnjevanje zakonskih regulativ.

Poseben pomen za razpoložljivost informacij predstavljajo finančni analitiki. Za učinkovit trg (Keanu 1998) ni potrebno veliko število finančnih analitikov, kajti za popolno vključitev informacij v tekoče cene vrednostnih papirjev jih je potrebno le nekaj. Kljub temu, da za učinkovit trg kapitala ni potrebno veliko število analitikov, jih je v Sloveniji še vedno (premalo). Zaradi majhnega števila analitikov in nezaupanja v trg kapitala, se veliko večino transakcij na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev pripisuje trgovanju na osnovi notranjih informacij (Deželan 1996, 63). V tako sklepanje napeljujejo ugodne razmere (majhnost slovenskega trga) za poslovanje na podlagi notranjih informacij. To področje sicer urejata in sankcionirata Kazenski zakonik RS in ZTVP, ki zahtevata obveščanje Agencije za trg vrednostnih papirjev o morebitnem trgovanju na podlagi notranjih informacij.

Razmere na področju razpoložljivosti informacij se izboljšujejo oziroma so razmeroma dobre, saj to področje ustrezno ureja ZTVP oziroma Agencija za trg vrednostnih papirjev, ki nadzira njegovo izvajanje, na voljo so tudi številne tiskane publikacije, internetne strani ter oddaje v elektronskih medijih, ki omogočajo zainteresiranim vlagateljem dostop do informacij.

Težava, ki pri tem nastaja je, da podjetja, ki zgolj izpolnjujejo zakonska in borzna določila glede obveznosti obveščanja in poročanja o vseh cenovno občutljivih informacijah, običajno ne razumejo ali nočejo razumeti, da to ni dovolj za ustrezno komuniciranje z investicijsko javnostjo. Le podjetja, ki skrbijo za zadostno število informacij in dobro kakovost le-teh, lahko pričakujejo višje vrednotenje vrednostnih papirjev na trgu, večje zanimanje zanje in s tem večjo likvidnost vrednostnih papirjev. To bo še posebej prišlo do izraza, ko bo naš trg kapitala postal del trga kapitala Evropske unije. Takrat bodo manjše družbe zanimive za vlagatelje le, če bodo ti dobro poznali njihov poslovni program, uspešnost poslovanja in prihodnje cilje, za katere se bodo zavzemale.

5.3.2 Davki

Davčna politika ima pomemben vpliv na razvoj gospodarstva, saj z različnim obsegom in vrstami davčnih obremenitev vpliva na odločitve vlagateljev o razporeditvi sredstev med sedanjo in prihodnjo potrošnjo ter izbiri naložb, v katere bodo presežna sredstva vložili. Tako lahko s spreminjanjem davčne zakonodaje vplivamo na raven investicij, ki so ključen element gospodarskega razvoja.

Kupovanje vrednostnih papirjev je ena izmed oblik varčevanja (direktno financiranje), ki je konkurenčna varčevanju v bankah (posredno financiranje). Z ustrezno davčno zakonodajo lahko dosežemo, da sta obe obliki varčevanja enako privlačni in ne da je ena izmed oblik, tako kot je v Republiki Sloveniji bančno varčevanje, v prednostnem položaju.

Okoliščine, ki vplivajo na privlačnost naložb v vrednostne papirje, se pojavljajo predvsem kot težave v zvezi z obdavčevanjem fizičnih oseb. Pri obdavčenju pravnih oseb se namreč za izdelavo davčnih izkazov v glavnem uporabljajo računovodski standardi za fizične osebe pa ni primernih kriterijev. Glavni vir težav pa je v pomanjkljivih predpisih, ki ne sledijo več razvoju poslovanja z vrednostnimi papirji. Navedimo nekaj težav, s katerimi se srečujejo fizične osebe pri izpolnjevanju davčnih napovedi (Sluga 2000, 468):

- Za obresti, ki izhajajo iz dolžniških vrednostnih papirjev in bančnih vlog ter izplačila življenjskih zavarovanj ni treba plačati davka, vendar pa ga je treba plačati za obresti, ki jih investicijski skladi vlagateljem (ti so običajno mali investitorji) izplača v obliki dividend (transformacija donosa, značilna za investicijski sklad).
- Kapitalski dobički so sicer enako obdavčeni tako pri imetniških kot tudi pri dolžniških vrednostnih papirjih, vendar pa je naložbo v imetniške vrednostne papirje mogoče uporabiti za zmanjšanje osnove za dohodnino, naložbe v dolžniške vrednostne papirje (razen dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev) pa ne.
- Dividenda se obdavčuje le v 60-odstotnem celotnem znesku, kar pa destimulativno vpliva na reinvestiranje dividend, saj bi reinvestiranje povečalo ceno delnice, to pa bi posledično pomenilo večji kapitalski dobiček, če bi jo vlagatelj želel prodati, le-ta pa je obdavčljiv v 100-odstotnem znesku.
- V investicijske sklade investirajo predvsem mali delničarji, saj z razpršitvijo naložb zmanjšajo tveganje in s tem dosežejo večjo varnost. Težava pa je, da investicijskih skladov davčna zakonodaja ne obravnava izrecno. Tako zakoni ne omenjajo možnosti uveljavljanja davčne olajšave za naložbe v investicijski kupon, čeprav je premoženje sklada sestavljeno iz vrednostnih papirjev, ki bi jih bilo drugače mogoče uporabiti za ta namen.

5.3.3 Stroški davčne neučinkovitosti

S sledečim računskim primerom si bomo pojasnili kaj pomeni pojem strošek davčne neučinkovitosti.

Domnevajmo, da imamo aktivno upravljan portfelj dolgoročnih vrednostnih papirjev, katerih povprečen letni donos znaša 11 odstotkov. Vzemimo, da je vseh 11 odstotkov kapitalski dobiček. Davčna stopnja na kapitalski dobiček znaša 20 odstotkov in davki iz aktivno upravljanega portfolia se odvajajo vsakoletno. To pomeni, da stopnja ponovno investiranega dobička po davku znaša, $11 - (1 - 0,20) = 8,8\%$. V primeru pasivnega upravljanega portfolia znaša stopnja ponovno investiranega dobička 11 odstotkov na letni ravni, kar pomeni, da bi se po desetih letih portfelj povečal za $1.11^{10} - 1 = 183.94$ odstotka. V primeru prodaje portfolia po desetih letih, bi donos znašal $183.94 * (1 - 0.20) = 147.15$ odstotka, oziroma 9.47 odstotkov na letni ravni. Iz tega izračunana stopnja davčne neučinkovitosti znaša $(9.47 - 8.8) / 8.8 = 0.67$ odstotka na letni ravni.

To je bil le primer, vendar dejanska stopnja davčne neučinkovitosti lahko znaša 0 odstotkov, lahko pa tudi 3 odstotke na leto za obdobje tridesetih let.

5.3.4 Trgovanje z notranjimi informacijami (insajderstvo)

Mnoge študije podpirajo domnevo, da je mogoče na razvitih trgih kapitala na osnovi pomembnih informacij, ki javnosti niso dostopne, dosegati nadpovprečne donosnosti, ki pa jih ni mogoče pripisati ustrezno visokim tveganjem.

Insajderje nekega podjetja predstavlja management tega podjetja in tudi delničarji z več kot 10-odstotnim deležem. Vsi ti imajo dostop do pomembnih notranjih informacij o podjetju in njegovih dejavnostih, ki niso bile javno objavljene in javnosti niso dostopne. V ZDA je za vsakogar z dostopom do notranjih informacij nezakonito

trgovati na njihovi osnovi. Že samo dejstvo, da ima lahko nekdo dostop do boljših informacij potrjuje, da trg kapitala ne more biti učinkovit v svoji močni obliki.

Kupovanje delnic na osnovi notranjih informacij naj bi bil signal, da investitorji, ki imajo dostop do notranjih informacij, verjamejo, da je določena delnica podcenjena in da bo v prihodnosti dosegala večje donosnosti.

5.3.5 Uspeh posameznih investorjev

Če neko podjetje, ki ponuja finančne storitve na področju finančnih naložb, dolga leta zaporedoma dosega nadpovprečno dobre rezultate, je to v nasprotju s hipotezo o učinkovitem trgu kapitala. Če poslujejo nadpovprečno uspešno, je verjetno ta uspešnost posledica nadpovprečnih sposobnosti finančnih analitikov, ki so zaposleni v takšnih podjetjih in iščejo precenjene in podcenjene naložbe zase ali za račun svojih strank. Kot primer takega podjetja je podjetje Value Line in z njim povezana tako imenovana Enigma Value Line. To je dobro poznano podjetje, ki izdaja priporočila za naložbe v vrednostne papirje. Objavljajo finančne informacije za približno 1700 delnic podjetij.

5.4 Donosnost in tveganje

5.4.1 Donosnost

Donosnost neke naložbe opredelimo kot vsoto kapitalskega dobička oziroma izgube in prejetih obresti ali dividend v obdobju vlaganja v to naložbo, primerjano z začetno vrednostjo naložbe.

Vlagatelj se odloča o vlaganju v neko naložbo na podlagi pričakovanih donosov, ki mu naj bi jih ta naložba prinesla. Dejanski donosi naložb se od pričakovanih razlikujejo. Razliko med obema vrstama donosov opisuje tveganje. Tveganje je odvisno od verjetnosti, da bodo pričakovani donosi enaki dejanskim. Večja je ta verjetnost, manjše je tveganje in obratno.

5.4.2 Tveganje

Če želimo opredeliti tveganje moramo najprej razločiti med tveganjem in negotovostjo. Negotovost je, ko nekdo ne ve zagotovo, kaj se bo zgodilo v prihodnosti. Tveganje je negotovost, ki je pomembna zato, ker vpliva na bogastvo (angl. welfare) ljudi. Negotovost je pomemben, vendar ne zadosten razlog za tveganje. Vsaka tvegana situacija je negotova, vendar pa ni nujno, da je vsaka negotovost tvegana.

Vlagatelji imajo različen odnos do tveganja. Nekateri so tveganju naklonjeni, nekateri so do njega nevtralni, drugi se mu izogibajo. Empirične raziskave so pokazale, da so vlagatelji v povprečju tveganju nenaklonjeni. Kadar tveganju nenaklonjen vlagatelj izbira med različnimi investicijskimi možnostmi z enako pričakovano donosnostjo, bo izbral možnost z manjšim tveganjem. Tveganje predstavlja mero verjetnosti, da se ta donos morebiti ne bo uresničil. Tako na trgu kapitala praviloma dosejajo naložbe z nižjim tveganjem višje cene, saj je verjetnost, da bodo njihovi dejanski donosi enaki pričakovanim večja.

Obstajajo različni načini oziroma tehnike upravljanja s tveganjem (angl. risk management). Najpomembnejši način med njimi je tisti, s katerim skušamo tveganje čim bolj omejiti (zmanjšati). Obstaja več načinov doseganja minimalnega tveganja v danih razmerah. Ti so: zavarovanje pred tveganjem, omejevanje tveganja in diverzifikacija naložb.

5.4.3 Pomen učinkovitosti za vlagatelje

Hipoteza učinkovitosti trga pravi, da vlagatelji na učinkovitem trgu dolgoročno ne morejo dosegati nadpovprečnih donosnosti, zato se jih tudi ne izplača iskati, saj trg sam poskrbi za to, da vlagatelji dobijo donos, ki je usklajen s tveganjem, ki ga »nosi« posamezen vrednostni papir. Majhnemu vlagatelju se tako aktivna investicijska strategija ne izplača, saj so stroški transakcij zanj razmeroma visoki, pa tudi časovno je zelo zahtevno zbiranje informacij, na podlagi katerih bi ugotavljal nadpovprečno donosnost posamezne naložbe. Zanj je primernejša pasivna strategija investiranja, ki temelji na dveh načelih (Mramor 2000, 310):

- Vlagatelj naj razprši premoženje med čim več vrednostnih papirjev. Z diverzificiranim investiranjem doseže vlagatelj optimalno razmerje med tveganjem in donosnostjo (tveganje se zmanjša na minimum, pričakovana donosnost pa ostane približno enaka), obenem pa nima več stroškov z iskanjem in analiziranjem informacij.
- Vlagatelj naj izvaja čim manj transakcij. Hipoteza učinkovitega trga pravi, da so tržne cene vrednostnih papirjev pravične, saj temeljijo na vseh do sedaj znanih (dosegljivih) informacijah. Vlagatelj torej s pogosto prodajo in nakupom vrednostnih papirjev ne more povečati svoje donosnosti oziroma jo lahko, vendar bo njen pomen zaradi visokih transakcijskih stroškov, ki jih bo imel s takim delovanjem, ničen oziroma minimalen. Edina naloga, ki jo vlagatelj ima, je prilagajanje sestave premoženja, spremembam v tržnem premoženju. Če se vlagatelj odloči za investiranje npr. v vzajemne (odprte) sklade (angl. mutual funds), se stroški prilagajanja premoženja, spremenjeni sestavi tržnega premoženja močno zmanjšajo. Ena pogostejših strategij pasivnega upravljanja (angl. management) je oblikovanje indeksnega sklada (angl. index fund), ki posnema sestavo nekega širše sprejetega indeksa kot je npr. S&P 500 v ZDA ali na slovenskem trgu kapitala indeks SBI20.

5.5 Vloga upravljavcev finančnega premoženja na učinkovitem trgu

Kadar si razmere učinkovitega trga kapitala razlagamo tako, da racionalna izbira vrednostnih papirjev, ki bi sestavljali naše finančno premoženje pravzaprav ni smiselna, saj lahko pridemo do optimalnega finančnega premoženja tudi z naključnim izbiranjem vrednostnih papirjev pozabljammo na eno bistvenih sestavin vrednostnega papirja. Bistvena sestavina, ki jo nosi vrednostni papir je tveganje. V praksi postopek izbire vrednostnih papirjev torej ne temelji le na tem, da je cena vrednostnega papirja pravična, ampak tudi kakšno tveganje, značilno za podjetje ali panogo, v kateri deluje, ta vrednostni papir vsebuje oziroma prinaša. Zaradi tega zahteva racionalna izbira vrednostnih papirjev na učinkovitih trgih dobro diverzificirano (razpršeno) premoženje, ki bo zagotavljalo tako stopnjo sistematičnega tveganja, kot ga zahteva ali želi vlagatelj sam.

Kljub učinkovitemu trgu, ki narekuje pasivno strategijo kot običajno obliko vlaganja, imajo upravljavci premoženj (angl. portfolio managerji) še vedno določene naloge, ki jih morajo izvajati, da ostane trg učinkovit. Med te naloge spadajo številne dejavnosti, med njimi tudi skrb za ustrezno stopnjo diverzificiranosti (razpršenosti) premoženja. Ta naj bo čim bolj podobna tržni strukturi tveganju nenaklonjenih vlagateljev (investitorjev) oziroma taka, da bo ustrezna tveganju, ki ga je vlagatelj

pripravljen nositi. Naklonjenost tveganju se spreminja s spreminjanjem starosti vlagatelja, s spreminjanjem njegovega premoženjskega stanja (zaposlen, upokojen ...) in podobno. Upravljavec (manager) mora želeno stopnjo tveganja tudi vzdrževati, tako da v skladu s tržnimi spremembami spreminja tudi strukturo premoženja. Upoštevati mora tudi davčni razred vlagatelja, saj dajejo vlagatelji iz nižjega davčnega razreda prednost vrednostnim papirjem z visokimi dividendami oziroma obrestmi, medtem ko vlagatelji iz višjega davčnega razreda raje vlagajo v vrednostne papirje, katerih izplačila niso tako velika, zato da jim ni treba plačevati previsokega davka, poplačajo pa se iz kapitalskega dohodka ob prodaji vrednostnih papirjev.

5.6 Učinkovitosti trga kapitala v Sloveniji

Čeprav je testiranje hipoteze učinkovitega trga kapitala med finančnimi teoretiki na razvitih trgih kapitala zelo razširjeno, pa ta tema v Sloveniji ni pogosto preučevana. Seznam empiričnih raziskav s tega področja kaže, da so vsaj tri takšne raziskave, ki obravnavajo to temo za slovenski trg kapitala, vsaj ena pa se je dotakne posredno.

Pionirska študija učinkovitosti slovenskega trga kapitala je po vsej verjetnosti magistrsko delo Silve Deželan (1996), v katerem preučuje učinkovitost trga predvsem z normativnega vidika. Kot pravi avtorica, je bila v tistem obdobju slovenska borza še v embrionalni fazi, zato se je odločila za testiranje šibke oblike učinkovitosti. Empirično testiranje je temeljilo na preučevanju avtokorelacije ter testiranju potekov, koeficientov varianc in tržnega modela za obdobje od januarja 1994 do junija 1996. Na podlagi teh testov avtorica ugotavlja, »da je na osnovi doseženih rezultatov analize težko sprejeti domnevo, da je slovenski trg kapitala učinkovit v svoji šibki obliki (Deželan 1996, 68).

Deželan (2000) je teste ponovila za obdobje od 1994 do 1997. Kljub drugemu obdobju in bolj izpopolnjeni analizi pa je tudi tokrat sklepala, da rezultati testov ne potrjujejo učinkovitosti trga kapitala v njegovi šibki obliki.

Najnovejšo empirično analizo o šibki obliki učinkovitosti slovenskega trga kapitala je opravila Velkavrh (2002). Avtorica je analizirala gibanje vrednosti delnic vsaj tridesetih slovenskih podjetij in indeksov SBI20, BIO in PIX v obdobju od 1997 do 2001. Za preučevanje hipoteze je uporabila enake metode kot Deželan (1996 in 2000), vendar pa so njeni rezultati prav nasprotni, saj na njihovi osnovi ni mogoče zavrniti hipoteze o šibki obliki učinkovitosti slovenskega trga kapitala.

Teme učinkovitosti slovenskega trga kapitala se je lotil tudi Bole (2001). Njegov članek je tudi edina dosedanja empirična raziskava vpliva javnih ter prednostnih informacij na ceno delnice na slovenskem trgu kapitala. Na področju javnih informacij do neke stopnje potrdi srednje močno obliko učinkovitosti trga kapitala, saj »rezultati kažejo, da je v bližini novic pri večini delnic statistično značilno povečana variabilnost donosov (Bole 2001, 43), kar je v skladu s teoretičnimi načeli. Kot trdi avtor, je za dokaz srednje močne oblike učinkovitosti treba pokazati pravilno smer povečane variabilnosti donosov. Kljub temu je Boletov rezultat spodbuden za nadaljnje preučevanje učinkovitosti slovenskega trga kapitala. Po drugi strani pa rezultati pri četrtini vseh preučevanih vrednostnih papirjev opozarjajo na navzočnost nekakšnega podogodkovnega trenda za obdobje do dvajsetih dni, kar nakazuje, da učinkovanje nove informacije ni tako hitro kot zahteva teorija. Na področju notranjih informacij avtor ugotavlja, da aktivnost investorjev z lastniškimi paketi okoli 0,1 % statistično značilno povečuje predvidljivost donosov eno četrletje vnaprej (Bole 2001, 43) za mala podjetja, medtem ko je za velika podjetja značilno, da imajo notranje informacije na voljo samo veliki delničarji, torej tisti s petodstotnim ali večjim lastniškim deležem.

Na podlagi zgoraj opisanih raziskav lahko sklepamo, da se je v zadnjih letih učinkovitost slovenskega trga kapitala izboljšala, hkrati pa je odzivnost trgovanja na nove informacije dovolj velika, da bi že lahko govorili o mili obliki srednje močne učinkovitosti. Rezultati omenjenih raziskav so prikazani v spodnji tabeli.

Tabela 5.1 Raziskave učinkovitosti trga kapitala v Sloveniji

Avtor	Letnica	Obdobje		Oblika učinkovitosti trga		
		Od	Do	Šibka	Srednje močna	Močna
Deželan	1996	1994	1996	Zavrne	N/A	N/A
Deželan	2000	1994	1997	Zavrne	N/A	N/A
Bole	2001	1998	2000	N/A	Delno potrdi	Zavrne
Velkavrh	2002	1979	2001	Potrdi	N/A	N/A

Vir: Vahčič 2003, 17

V nasprotju s temi rezultati pa je Boletova ugotovitev, da se nekaterim skupinam investorjev (po mnenju avtorja insajderjem) posreči dosegti boljše rezultate kot drugim, ki nimajo dostopa do prednostnih informacij, kar seveda negativno vpliva na oceno učinkovitosti trga. Pojav trgovanja na podlagi notranjih informacij je zaskrbljujoč na vsakem trgu kapitala, saj selektivni dostop do cenovno pomembnih informacij nekaterim udeležencem (praviloma manjšini) omogoča doseganje presežne donosnosti, kar jih a priori postavi v boljši položaj kot druge udeležence na trgu in lahko zato zniža zaupanje investorjev v pravilno delovanje trga kapitala.

6 VREDNOTENJE FINANČNIH INSTRUMENTOV

V tem poglavju bomo opredelili pošteno vrednost in dejavnike kateri vplivajo na vrednotenje finančnih instrumentov, ogledali si bomo vrednotenje finančnih instrumentov na neučinkovitih trgih, primerjali med sabo vrednotenje na učinkovitih in neučinkovitih trgih, ter izpostavili elemente v modelih za vrednotenje, ki so izpostavljeni problematiki učinkovitosti.

Ko govorimo o konceptu tržne učinkovitosti, želimo vedeti s kolikšno natančnostjo je trg ovrednotil posamezni finančni instrument neodvisno od njegove sestave, za razliko od metode zahtevane stopnje donosa, katera izraža zahtevano stopnjo donosa finančnega instrumenta glede na sestavo njegovega tveganja (sistematično tveganje) in tržnega tveganja.

V postopku (Peterlin 2003, 24) vrednotenja in ocenjevanja vrednosti finančnih instrumentov so možni različni vidiki:

- Izvirna vrednost kapitala je nominalni znesek kapitala, ki so ga lastniki vplačali ali ki se je kasneje pojavil pri poslovanju, pa ga lastniki še niso odtegnili.
- Nabavna vrednost je znesek denarnih sredstev, ki so plačana oziroma dana za pridobitev sredstva v času njegove nabave.
- Odplačna vrednost je vrednost sredstva oziroma dolga ob začetnem pripoznanju, zmanjšana za odplačilo glavnice ter za odpis zaradi oslabitve ali nedendarljivosti (SRS 5.38).
- Dnevna vrednost sredstev je znesek denarnih sredstev ali njihovih ustreznikov, ki bi jih bilo treba plačati, če bi v sedanosti kupili enaka ali enakovrstna sredstva.
- Tržna vrednost (povzeto po MRS 32.5) finančnega instrumenta je znesek, ki ga je mogoče dobiti pri prodaji oziroma ki ga je treba plačati za pridobitev finančnega instrumenta na delujočem trgu.
- Iztržljiva vrednost je opredeljena kot uresničljiva dnevna vrednost. Dnevna vrednost se lahko zelo približa iztržljivi ali obratno. Iztržljiva vrednost je ena izmed dnevnih vrednosti, upoštevana pri poslovnih dogodkih. Lahko je večja ali manjša od dnevne vrednosti (Odar 2001, 72).
- Poštena vrednost (povzeto po MRS 32.5) je znesek s katerim je mogoče zamenjati sredstvo oziroma poravnati obveznost med dobro obveščena in voljnima strankama v premišljenem poslu.

Poštena vrednost (Peterlin 2005, 183-184) je vrednost, pri kateri lahko finančni instrument zamenjamo v običajnem poslu med voljnima strankama, ki nista prisiljeni v zamenjavo in tudi nista v stečaju. Poštena vrednost je najustreznejša mera za vrednotenje finančnih instrumentov in edina ustrezna za izpeljane finančne instrumente.

Temelj za opredelitev poštene cene je domneva, da je podjetje delujoče podjetje, da nima niti namena niti potrebe da bi prenehalo s svojim poslovanjem (likvidacija) ali pomembno skrčilo svoje delovanje ali spremenilo svojo osnovno poslovno dejavnost. Znesek, ki ga podjetje prejme ali plača v prisilnem poslu, neprostovoljni ustavitvi ali prisilni poravnavi ni poštena vrednost. Pravila za ugotavljanje poštene vrednosti se razlikujejo predvsem po tem, ali se s finančnim instrumentom, ki mu želimo določiti pošteno vrednost trguje na delujočem (aktivnem) trgu ali pa za ta finančni instrument ni delujočega trga.

Informacije za določanje poštene vrednosti finančnih instrumentov lahko pridobimo na različnih trgih:

- Borzni trg (exchange market) omogoča veliko preglednost in red pri trgovanju s finančnimi instrumenti. Zaključne cene in količine so na voljo javnosti.
- Posredniški trg (dealer market) je odvisen od pripravljenosti posrednika, da trguje, proda ali kupi in s tem ustvarja likvidnost trga. Trenutne cene ponudbe in povpraševanja so bolj na razpolago kot pa informacije o zaključnih cenah in obsegu prodaje.
- Na borznoposredniškem trgu (broker market) se borzni posredniki (broker) trudijo povezati kupca in prodajalca. Borzni posredniki poznajo cene ponudbe in popraševanja pri strankah, vendar stranke ne poznajo medsebojnih cenovnih zahtev
- Na trgu neposredno med dvema strankama (principal-to-principal market) se o poslih pogaja samostojno brez posrednika. Tovrstni posli so po navadi očem javnosti skriti.

Finančni instrument je lahko uvrščen na tako imenovani delujoči (aktivni) ali na nedelujoči (neaktivni) trg.

6.1 Dejavniki finančnega trga ki vplivajo na vrednotenje

Dejavniki, kateri vplivajo na vrednotenje in na oblikovanje poštene cene finančnega instrumenta so naslednji:

- organiziran finančni trg,
- veliko število udeležencev, tako prodajalcev kot kupcev,
- razpoložljivost in dosegljivost informacij,
- institucionalno varstvo.

Na organiziranem trgu se izvaja menjava denarnih sredstev in finančnih sredstev, katera so predmet ponudbe in povpraševanja. Za zagotavljanje poštene cene je potrebno veliko število tako ponudnikov kot kupcev finančnih instrumentov, ker le tako se lahko vzpostavi ravnovesna cena, ki je obenem tudi poštena cena. Posredniki in borzno posredniške hiše s svojimi analitiki zagotavljajo korekcijo cene finančnega instrumenta v skladu z vsako nove informacijo katera se pojavi na trgu. Z hipotezo o učinkovitem trgu bi lahko zaključili, da trg ne potrebuje analitikov, nadpovprečnih donosov ni mogoče ustvariti, trg pa je učinkovit sam po sebi. Vendar ta dvom ne vzdrži, ker so analitiki s svojim strokovnim znanjem in analizami ključen dejavnik na trgu, ki zagotavljajo učinkovitost trga in s tem posledično pošteno ceno. Vsi podatki naj bi bili dostopni vsem udeležencem na trgu brez možnosti trgovanja z notranjimi informacijami. Brez institucionalnega varstva ni pravnega varstva udeležencev na trgu. Tu so še posebej izpostavljeni majhni udeleženci (manjšinski delničarji) in pa trgovanje z notranjimi informacijami, ki zagotavlja prekomerno korist peščici posameznikov na račun vseh ostalih udeležencev na trgu. Institucionalno varstvo zagotavlja odkrivanje trgovanja z notranjimi informacijami in kaznovanje tistih, ki se okoristijo na račun notranjih informacij.

Da lahko govorimo o učinkovitem finančnem trgu in o poštenem vrednotenju finančnih instrumentov morajo biti izpolnjeni vsi naštetih dejavniki. Pomanjkanje samo

enega dejavnika lahko privede do neučinkovitega trga in s tem posledično do nepoštena cene.

6.2 Vrednotenje na neučinkovitem trgu

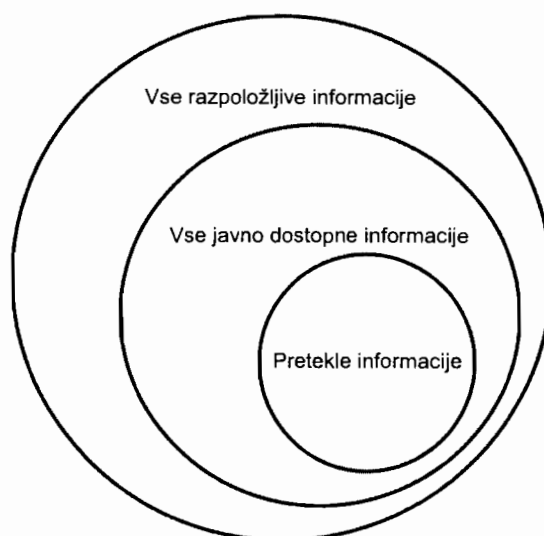
Bistvo vrednotenja in modelov za vrednotenje finančnih instrumentov so kakovostni podatki, kateri zajemajo preteklost, sedanost ter morebitne dogodke v prihodnosti in skozi model vrednotenja podajo današnjo ali prihodnjo vrednost finančnega instrumenta. Težave nastopijo, ko je delovanje trga neučinkovito in ustreznih vstopnih podatkov ni ali pa je njihova kakovost oporečna. Iz tega lahko logično zaključimo, da na neučinkovitih trgih vsi modeli, uporabni na učinkovitih trgih, za izračunavanje poštena cene odpovejo, ker nimamo potrebnih vhodnih podatkov. Iz slike 6.1 je razvidno, da so za izračunavanje poštena cene finančnega instrumenta potrebne vse razpoložljive informacije, ki so obenem tudi kakovostne. Kakovostne informacije lahko označimo kot objektivne informacije, to pomeni da izražajo dejansko stanje in je vsakršna asimetrija informiranosti udeležencev izključena.

Iz zgoraj povedanega je razvidno, da so metode, ki se uporabljajo na učinkovitih trgih za izračunavanje poštena cene na neučinkovitih trgih neuporabne.

Če je delovanje trga (MRS 2005, 39) pomanjkljivo, neredno ali je obseg trgovanja majhen glede na število finančnih instrumentov katerih vrednost je treba določiti, po tem navedene tržne cene niso odločilne za pošteno vrednost inštrumenta. V primeru, da je obseg trgovanja majhen, je ustrezna cena za večji sveženj morda na razpolago pri borznem posredniku za takšen instrument. V takšnih okoliščinah in v okoliščinah ko ni na voljo ponujene cene, se za ugotavljanje poštena vrednosti uporabljajo posebne metode ocenjevanja. Med uveljavljenimi metodami na trgu so sklicevanje na trenutno tržno vrednost drugega inštrumenta, kateri ima podobne bistvene lastnosti kot ocenjevani inštrument, proučevanje diskontiranega denarnega toka in modela postavljanja cen opcij. Pri proučevanju diskontiranega denarnega toka podjetje uporablja diskontne stopnje, ki so enake prevladujoči donosnosti finančnih inštrumentov s skoraj enakimi roki in drugimi značilnostmi, tudi dolžnikovo kreditno sposobnostjo, določeno preostalo dobo pogodbene obrestne mere, preostalo dobo vračila glavnice in valuto, v kateri je treba plačati.

V kolikor (MRS 2005, 39) ni tržne cene za celotni finančni instrument, vendar obstajajo trgi za njegove sestavine, se poštena vrednost oblikuje na podlagi ustreznih tržnih cen. Če ni trga za finančni inštrument, je pa za podoben finančni inštrument, se poštena cena oblikuje na podlagi tržne cene podobnih finančnih inštrumentov.

Slika 6.1 Vrste informacij



Vir: Haugen 2001, 754

V razmerah (Peterlin 2005, 185–188) neučinkovitega finančnega trga podjetje z ocenjevalnim tehnikam oblikuje pošteno vrednost finančnega instrumenta. Te so:

- uporaba skorajšnjega tržnega posla med obveščenima, voljnima strankama, če je mogoče,
- sklicevanje na trenutno pošteno vrednost drugega inštrumenta, ki je v bistvenih značilnostih podoben,
- analiza diskontiranega denarnega toka,
- modeli za vrednotenje opcij.

Kadar obstaja ocenjevalna tehnika, ki jo tržni udeleženci ponavadi uporabljajo za vrednotenje finančnih inštrumentov in je dokazano da ta tehnika daje zanesljive ocene cen pridobljenih iz tekočih tržnih poslov, po tem podjetje uporablja to tehniko vrednotenja.

Cilj uporabe ocenjevalnih tehnik je oceniti kakšna naj bi bila cena posla na dan ovrednotenja v premišljeni menjavi, ki temelji na običajnih poslovnih nadomestilih. Poštena vrednost je rezultat ugotovitev ocenjevalne tehnike. Pri ocenjevalni tehniki je pomembno da so vhodni podatki tržni podatki ne pa podatki, ki so značilni za posamezno podjetje.

Pomen ocenjevalne tehnike je realna ocena poštene vrednosti finančnega inštrumenta in razumljivo predstaviti kako bi trg ovrednotil finančni inštrument. Vhodni podatki ocenjevalne tehnike razumno predstavljajo tržna pričakovanja, mere tveganja in donose, ki so vsebovani v finančnem inštrumentu. Ocenjevalna tehnika zajema vse tržne dejavnike, ki bi jih tržni udeleženci upoštevali pri oblikovanju poštene vrednosti in so v skladu s sprejetimi tržnimi metodologijami za vrednotenje finančnih inštrumentov.

Objektivnost ocenjevalne tehnike se presoja s primerjavo ocene ocenjevalne tehnike in ceno trenutnih tržnih poslov za enak finančni inštrument ali kakršnikoli drugi razpoložljivi podatki, ki jih lahko podjetje spremlja. Vhodni podatki ocenjevalne tehnike morajo izvirati iz enakega trga kot finančni inštrument katerega želimo ovrednotiti.

Pošteno vrednosti finančnega inštrumenta določamo na osnovi tržnega posla to je nakupa finančnega sredstva ali prevzemu finančnega dolga. Če je finančni inštrument dolžniški inštrument lahko določimo njegovo pošteno vrednost s sklicevanjem na tržne razmere, ki so veljale ob njegovi priskrbi ali izdaji, ter na trenutne tržne razmere ali obrestne mere, ki jih je podjetje ali kdo drug v zadnjem času zaračunavalo za podobne finančne inštrumente. To je lahko preostala doba do zapadlosti v plačilo, sestava bodočih denarnih tokov, valutno, kreditno tveganje, poročstva, obrestna osnova.

V primeru kadar se dolžnikovo kreditno tveganje od trenutka odobritve posojila ni spremenilo se tudi kreditni razmik ne spremeni. Tržno obrestno mero ocenimo tako da izberemo primerjalno obrestno mero, LIBOR na primer, ter pogledamo njeno vrednost na dan odobritve in na dan ponovnega ovrednotenja posojila. Iz primerjave primerjalne obrestne mere z obrestno mero po kateri smo odobrili posojilo ugotovimo kreditni razmik med njima. V trenutku ponovnega ovrednotenja je tržna obrestna mera enaka seštevku vrednosti primerjalne obrestne mere v istem trenutku in izračunanega kreditnega razmika.

Če se razmere od dneva prejšnjega tržnega posla spremenijo, spremembo poštene vrednosti finančnega inštrumenta, ki ga vrednotimo ocenimo s sklicevanjem na ceno podobnega finančnega inštrumenta. Na podlagi medsebojne primerjave značilnosti vrednotenega in opazovanega finančnega inštrumenta in ugotovljenih razlik med njima, prilagodimo za ugotovljeno razliko pošteno vrednost ocenjevanega finančnega inštrumenta.

V primerih proučevanja diskontiranega denarnega toka se uporabljajo diskontne mere, ki so enake prevladujoči stopnji donosnosti finančnih inštrumentov s skoraj enakimi roki in drugimi značilnostmi, dolžnikovo kreditno sposobnostjo, določeno preostalo dobo pogodbene obrestne mere, preostalo dobo vračila glavnice in valuto v kateri je treba plačati. Kratkoročne terjatve in obveznosti do dobaviteljev, pri katerih obrestna mera ni določena se lahko vrednotijo po zneskih iz računov kadar je vpliv diskontiranje nepomemben.

Podjetje lahko izbira med različnimi načini za ocenjevanje in izbiro ustrezne diskontne stopnje pri ocenjevanju prihodnjih denarnih tokov. Izbrana diskontna stopnja mora izražati pomembna tveganja povezana s prihodnjimi denarnimi tokovi. Uporabljena diskontna stopnja je lahko sorazmerna kreditnemu tveganju, obrestnemu tveganju in tveganju predčasnega odplačila, ki jim je izpostavljeno posojilo podjetja. Ena med možnimi izbirami je diskontna stopnja, ki vsebuje učinek spremembe obrestne mere innato še prilagojena za učinke spremembe kreditnega tveganja. Te prilagoditve so lahko:

- popravek ocene denarnih tokov za vrednost tistih denarnih tokov za katere se pričakuje da ne bodo prejeti
- popravek diskontne stopnje zaradi dodatne izpostavljenosti kreditnemu tveganju
- pošteno vrednost finančnih dolgov za katere ni javno dostopnih cen, ocenjujemo z enakimi tehnikami kot ocenjujemo pošteno vrednost finančnih sredstev

V primeru izračuna poštene vrednosti opcije potrebujemo podatke o tržni ceni osnovnega finančnega inštrumenta, o nestanovitnosti tega inštrumenta in o netvegani tržni obrestni meri, ki velja za osnovni finančni inštrument. Podatki so tržni zato so tudi javno dosegljivi.

6.3 Ocenjevalne tehnike za določanje poštene vrednosti

Modeli za določanje poštene vrednosti na učinkovitih trgih bi pri uporabi na neučinkovitih trgih dali nerealne ocene, zato se poslužujemo ocenjevalnih tehnik v primeru določanja poštene vrednosti finančnega inštrumenta na neučinkovitem trgu.

Uporabljena ocenjevalna (Peterlin 2005, 188-190) tehnika mora upoštevati in zajeti vse dosegljive informacije o tržnih razmerah in drugih dejavnikih, ki bodo verjetno vplivali na pošteno vrednost finančnega inštrumenta, ki ga želimo ovrednotiti. Določena poštena vrednost bo izhajala iz enega ali več naslednjih dejavnikov:

- Časovna vrednost denarja. Netvegano obrestno mero lahko izpeljemo iz obrestne mere državnih obveznic.
- Kreditno tveganje. Vpliv kreditnega tveganja na pošteno vrednost lahko izpeljemo iz objavljenih tržnih cen za podjetniške obveznice z različno kreditno kakovostjo ali pa iz obrestnih mer, ki jih posojilodajalci zaračunavajo za posojila z različno kreditno uvrščenostjo.
- Devizni tečaji. Delujoči devizni tečaji obstajajo za večino svetovnih valut in so dnevno objavljeni v finančnih publikacijah.
- Cene blaga. Tržne cene za večino blaga so javno dostopne.
- Cene kapitala. Cene lastniških vrednostnih papirjev s katerimi se trguje je že mogoče opazovati na nekaterih trgih. Pri oceni trenutne tržne cene kapitalskih inštrumentov za katere ni cen, ki bi jih lahko opazovali, uporabljamo tehnike, ki temeljijo na izračunu sedanje vrednosti.
- Nestanovitnost. Nestanovitnost postavk s katerimi se dnevno trguje lahko ocenimo na podlagi zgodovinskih tržnih podatkov ali nestanovitnosti, ki jo vsebujejo trenutne tržne cene.
- Tveganje predčasnega plačila in tveganje prekinitve pogodbe. Pričakovani vzorec predčasnega plačila pri finančnih sredstvih in vzorec prekinitve pogodbe pri finančnih dolgovih je mogoče oceniti na podlagi zgodovinskih podatkov.
- Stroški storitve v zvezi s finančnim sredstvom ali finančnim dolgom. Stroške posredovanja, upravljanja in vodenja evidenc lahko ocenimo s primerjavo s trenutnimi nadomestili, ki jih zaračunavajo drugi tržni udeleženci.

Kakovost informacij je vprašljiva, kadar jih ne moremo pridobiti na domači ali tuji borzi. Za izboljšanje kakovosti informacij moramo poznati okoliščine v katerih je poštena vrednost nastala. Dostikrat ponujena cena ne izraža tržnih dejavnikov, temveč naše osebne želje. To je tudi razumljivo, saj bi v vlogi kupca radi dali čim manj in obratno v vlogi prodajalca. Priporočljivo je preveriti kakovost informacij o pošteni vrednosti finančnega inštrumenta, kadar jih priskrbi prodajalec.

6.4 Sestavine v modelih za vrednotenje, ki so izpostavljene problematiki učinkovitosti

Če strnemo vse ugotovitve o učinkovitem in neučinkovitem trgu, lahko zaključimo, da so bistveni element določanja poštene cene finančnega instrumenta razpoložljivost in dosegljivost informacij, organiziran finančni trg, veliko število udeležencev, tako prodajalcev kot kupcev in institucionalno varstvo.

Zakaj je za pošteno vrednotenje finančnih instrumentov pomemben organiziran finančni trg in veliko število udeležencev ne bomo opisovali, ker je to logično razumljivo in opisano že v vseh uvodih v ekonomsko teorijo.

Za lažje razumevanje sestavin v modelih za vrednotenje, ki so izpostavljene učinkovitosti trga si bomo ogledali splošno metodo vrednotenja delnic in določili elemente v metodi, ki so izpostavljeni problematiki učinkovitosti.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r)^t}$$

Po tej formuli je današnja cena delnice enaka sedanji vrednosti vseh prihodnjih dividend diskontiranih na današnji dan. Za izračun cene delnice moramo oceniti vse prihodnje dividende in s tem celotno prihodnost podjetja ter obrestno mero s katero bomo diskontirali denarne tokove iz posameznih obdobj. Realno in pošteno oceno pričakovanih dividend lahko dobimo samo na osnovi vseh razpoložljivih informacij. Določitev diskontne obrestne mere ni problematično, saj lahko uporabimo tržno obrestno mero, ki se uporablja za podoben finančni instrument. Pri ocenjevanju vseh prihodnjih dividend se vprašamo kateri so tisti dejavniki tveganja, ki vplivajo na višino prihodnjih dividend. To so tveganja iz poslovne dejavnosti podjetja in finančna tveganja katerim je podjetje izpostavljeno.

Na učinkovitem trgu lahko z veliko verjetnostjo napovemo višino pričakovanih dividend v prihodnosti, saj so tveganja katerim je podjetje izpostavljeno znana, če pa niso je to samo trenutnega značaja, saj jih bo v kratkem identificiral kakšen izmed analitikov, ki se ukvarjajo z ocenjevanjem vrednosti finančnih instrumentov. Za razliko od učinkovitega trga na neučinkovitem trgu z majhno verjetnostjo napovemo natančne zneske prihodnjih denarnih tokov, saj ne poznamo pomembnih dejavnikov poslovnega in finančnega tveganja. Cena finančnega instrumenta izhaja iz zgodovinskih stroškov. Ni pa nujno da zgodovinski stroški izražajo dejansko ceno finančnega instrumenta, razen v primerih, ko je cena opazovanega instrumenta enaka cenam enakih ali podobnih finančnih instrumentov.

Logičen zaključek je, da so v vseh modelih določanja poštene cene finančnih instrumentov problematiki učinkovitosti izpostavljene ocene prihodnjih vrednosti denarnih tokov, katere določajo vrednost finančnega instrumenta. Realna ocena prihodnjih vrednosti denarnih tokov pa izhajajo iz vseh razpoložljivih informacij, katere zagotavlja samo delujoči trg. Ali, če povemo drugače, neučinkovit trg nam zagotavlja le zgodovinske podatke ne pa vseh razpoložljivih informacij za natančno določanje prihodnjih denarnih tokov. Zaradi tega nam matematični modeli na neučinkovitih finančnih trgih ne morejo podati natančne vrednosti poštene cene finančnega instrumenta, zato se moramo posluževati metod ocenjevanja poštene vrednosti finančnega instrumenta.

6.5 Razlika med vrednotenjem na učinkovitem in neučinkovitem trgu

Najpomembnejša razlika je natančnost izračuna ali ocene poštene vrednosti finančnega instrumenta. Na učinkovitem trgu izračun ne predstavlja težavo, kajti vse razpoložljive informacije so nam na voljo. V primeru trgovanja z notranjimi informacijami pa le te takoj izgubijo vrednost, ker vsi udeleženci na trgu zaznajo povečano povpraševanje ali prodajo določenega finančnega instrumenta in se takoj

odzovejo z nakupom ali prodajo. Tako se v primeru povečane prodaje finančnega instrumenta vzpostavi nova ravnovesna cena, ki je nižja od prejšnje cene in obratno v primeru povečanega povpraševanja po finančnem instrumentu. Nova informacija ali nepojasnjeno povečano povpraševanje ali ponudba na trgu vzpostavijo novo ravnovesno točko med ponudbo in povpraševanjem po finančnem instrumentu in s tem tudi novo ravnovesno ceno.

Neučinkovit trg ne zagotavlja takojšen popravek cene zaradi vpliva nove informacije ali dogodka na vrednost finančnega instrumenta, če se pa zgodi takojšen popravek je to ali pretirana rast vrednosti ali pretiran padec vrednosti. Sama cena finančnega instrumenta izraža le pretekle informacije in utemeljeno lahko dvomimo da je postavljena cena poštena cena, ker je določena na podlagi želja prodajalca, oziroma na palec.

7 ZAKLJUČEK

Človek je že od nekdaj poskušal najti skupno osnovo za vrednotenje finančnih instrumentov. Na začetku osnovnih, kasneje, z razvojem finančnih trgov pa še izpeljanih finančnih instrumentov. Izid teh poskusov je nastanek dveh glavnih teoretičnih smernic, ki se ukvarjata z vrednotenjem finančnih instrumentov in proučevanju ključnih dejavnikov pri vrednotenju. Prva smernica so zagovorniki hipoteze tržne učinkovitosti, druga smernica pa so zagovorniki vedenjske finančne teorije.

Obe teoriji, vsaka na svoj način, poskušata podati odgovor zakaj ima nek finančni instrument takšno ceno kot jo ima.

Cene finančnih instrumentov na trgih nihajo. Včasih utemeljeno, včasih pa zgolj pod drugimi vplivi, ki nimajo nič kaj opraviti z opazovanim finančnim instrumentom.

Zaradi svoje majhnosti je slovenski finančni trg še toliko bolj izpostavljen nihanju, ki ne izvira iz poslovnih ali finančnih tveganj. Majhnost slovenskega finančnega trga onemogoča visoko stopnjo učinkovitosti. To pomeni da tudi cene finančnih instrumentov niso vedno poštene.

Poznavanje razlike med učinkovitim in neučinkovitim trgom je osnova za trgovanje z finančnimi instrumenti in določanje cene le teh in je tudi nujno potrebno znanje vsakega, ki se ukvarja z vrednotenjem finančnih instrumentov. Zaradi zgoraj navedenih argumentov ter zaradi dejstva, da je v Sloveniji zelo malo literature o tej temi, smo v diplomski nalogi predstavili smernice o učinkovitosti finančnih trgov, osnovne in izpeljane finančne instrumente, finančni sistem, učinkovitost trga, in na koncu vrednotenje finančnih instrumentov na učinkovitih in neučinkovitih trgih ter primerjava med enim in drugim vrednotenjem finančnih instrumentov. S tem smo želeli podati celoten pregled problematike učinkovitosti trgov in s tem povezanega vrednotenja finančnih instrumentov.



8 LITERATURA IN VIRI

- Antunovič, Peter. 1999. *Finance podjetja: teorija in praksa*. Brdo pri Kranju: Center Brdo, Sklad za razvoj managementa.
- Bole, Velimir. 2001. Posredovanje informacije na organiziranem trgu: empirična analiza. *Gospodarska gibanja* 327: 23–64.
- Brigham, Eugene F. 1995. *Fundamentals of financial management*. Orlando: The Dryden Press.
- Haugen, Robert A. 2001. *Modern Investment Theory*. Upper Saddle River: Prentice Hall.
- Damodaran, Aswath. 2002. *Investor psychology*. New York: New York University Press.
- Deželan, Silva. 1996. *Učinkovitost trga kapitala: teorija, empirične raziskave in primer Slovenije*. Magistrsko delo, Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani.
- Deželan, Silva. 1999. *Učinkovitost slovenskega trga kapitala*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Fama, Eugene. 1969. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. New York. <http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/9704241.pdf?abstractid=15108> (september 2005).
- Fabozzi, Frank J. et al. 2000. *Fundamentals of financial markets and institutions*. New Jersey: Prentice Hall.
- Financial Instruments: Recognition and Measurement 2005. <http://www.iasplus.com/standard/ias39.htm> (oktober 2005).
- Fromlet, Hubert. 2001: Behavioral Finance – Theory and Practical Application. *Business Economics*. 36: 63-70.
- Jones, Charles P. 1994. *Investments*. New York: John Willey & Sons.
- Keane, Simon M. 1988. *The Impact of EMH Logic in Practice*. Berlin: Springer Verlag.
- Kidwell, David S. 1997. *Financial institutions, markets, and money*. Forth Worth: The Dryden Press.
- Mramor, Dušan et al. 2000. *Trg kapitala v Sloveniji*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- Mednarodni računovodski standardi*. 2000. Ljubljana: Institut za revizijo.
- Pilbeam, Keith. 1998. *Finance and Financial markets*. London: MacMillan.
- Peterlin, Jožko. 2003. *Finančna tveganja in vrednost podjetja*. Koper: Fakulteta za management.
- Peterlin, Jožko. 2005. *Obvladovanje tveganja*. Ljubljana: GV Založba.
- Peterlin, Jožko. 2005. *Obvladovanje finančnih tveganj*. Ljubljana: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
- Reilly, Frank K. in Keith C. Brown. 2000. *Investment analysis and portfolio management*. Harcourt: The Dryden Press.

- Repovž, Leon in Jožko Peterlin. 2000. *Financiranje*. Koper: Visoka šola za management.
- Rees, Bill. 1995. *Financial Analysis (2)*. B. k.: Prentice Hall.
- Sharpe, William F., Alexander Gordon J. 1990 : *Investments*. New Jersey: Prentice Hall.
- Slovenski računovodski standardi 2001*. 2002. Ljubljana: Institut za revizijo.
- Sluga, Gregor. 2000. Davki pri poslovanju z vrednostnimi papirji. V *Trg kapitala v Sloveniji*, Dušan Mramor, ur. Str. 445–471. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- Smithson, Charles W., Clifford W. Smith, jr. in Wilford D. Sykes. 1995. *Managing financial risk*. Chicago: Irwin.
- Vahčič, Tilen. 2003. *Učinkovitost trga kapitala in testiranje srednje močne oblike s študijo dogodka*. Diplomsko delo, ekonomska Fakulteta, Univerza v Ljubljani.
- Veselinovič, Draško. 1998. *Opcije in drugi terminski (izvedeni) finančni instrumenti*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- Watsham, Terry J. 1998. *Futures and options in risk management*. London: International Thomson Business Press.
- Zakon o trgu vrednostnih papirjev. 1994. *Uradni list RS*, 56/94.
- Zakon o trgu vrednostnih papirjev. 1999. *Uradni list RS*, 56/99.