

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**OBVEZNICE KOT NEIZKORIŠČEN INSTRUMENT VARČEVANJA V
SLOVENIJI**

Ljubljana, april 2013

MATEJ LIKAR

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Matej Likar, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor zaključne magistrskega dela z naslovom Obveznice kot neizkoriščen instrument varčevanja v Sloveniji, pripravljenega v sodelovanju s svetovalko prof. dr. Andrejo Cirman.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbel(-a), da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v zaključni strokovni nalogi/diplomskem delu/specialističnem delu/magistrskem delu/doktorski disertaciji, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobil(-a) vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal(-a);
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Zakonu o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predložene zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____

Podpis avtorja: _____

KAZALO

UVOD	1
1 PONUDBA GLAVNIH INSTRUMENTOV VARČEVANJA V SLOVENIJI S PREGLEDOM NJIHOVE DEJANSKE DONOSNOSTI	3
1.1 Splošno o varčevanju	3
1.2 Varčevanje v banki	5
1.2.1 Depoziti	5
1.2.2 Ostali bančni produkti varčevanja	6
1.2.3 Donosnost varčevanja v banki	7
1.3 Varčevanje v zavarovalnicah	8
1.3.1 Klasična mešana življenjska zavarovanja	8
1.3.2 Naložbena mešana življenjska zavarovanja	9
1.3.3 Donosnost življenjskih zavarovanj	10
1.4 Varčevanje v vrednostnih papirjih	11
1.4.1 Lastniški vrednostni papirji	11
1.4.2 Dolžniški vrednostni papirji	14
1.5 Varčevanje v investicijskih skladih	19
1.6 Ostali instrumenti varčevanja	23
1.6.1 Nepremičnine	23
1.6.2 Naložbeni certifikati	23
1.6.3 Surovine	24
1.6.4 Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje v okviru drugega stebra	25
1.7 Primerjava deleža, namenjenega posameznemu instrumentu varčevanja med Slovenijo in evroobmočjem	26
1.7.1 Finančno premoženje Slovencev po instrumentih varčevanja od leta 2002 do leta 2010	26
1.7.2 Primerjava finančnih naložb prebivalstva v Sloveniji ter prebivalstva celotnega evroobmočja	27
2 PRIMERJAVA DONOSNOSTI OB HKRATNEM UPOŠTEVANJU TVEGANJA VSEH INVESTICIJSKIH SKLADOV, KI SE TRŽIJO V SLOVENIJI VSAJ 10 LET	29
2.1 Sharpov koeficient proučevanih investicijskih skladov	29
2.2 Treynorjev koeficient proučevanih investicijskih skladov	30
2.3 Jensenov koeficient (alfa) proučevanih investicijskih skladov	31
3 VLAGANJE V OBVEZNICE IN TRGOVANJE Z NJIMI TER NJIHOVE PREDNOSTI IN SLABOSTI	33
3.1 Načini vlaganja v obveznice	33
3.2 Oblikovanje tečaja obveznice	35
3.3 Pomembnost razumevanja obrestnih mer za vlaganje v obveznice	35
3.3.1 Krivulje stopnje donosa (obrestnih mer)	36
3.3.2 Teorije oblikovanje krivulje stopnje donosa	37
3.4 Trg obveznic v Sloveniji	38
3.5 Prednosti in slabosti obveznic z vidika varčevalca	42

4 EMPIRIČNA RAZISKAVA POZNAVANJA OBVEZNIC TER VZROKOV ZA NIZEK DELEŽ SREDSTEV, NAMENJENIH TI VRSTI VARČEVANJA V SLOVENIJI.....	43
4.1 Ugotovitve na podlagi obstoječe literature o možnih vzrokih za nizek delež naložb v obveznice in obvezniške sklade v Sloveniji.....	43
4.2 Osnovni podatki o empirični raziskavi.....	46
4.2.1 Namen empirične raziskave.....	46
4.2.2 Predstavitev načina zbiranja podatkov in opis metodološkega pristopa.....	46
4.2.3 Predstavitev preučevanih spremenljivk.....	47
4.2.4 Predstavitev značilnosti preučevanega vzorca.....	49
4.3 Ugotovitve empirične raziskave o vzrokih za relativno nizek delež sredstev namenjenih obveznicam in obvezniškimi skladom v Sloveniji.....	52
4.3.1 Nepoznavanje obveznic in glavni razlogi za nepoznavanje.....	52
4.3.2 Poznavanje, a zavračanje obveznic kot naložbenega instrumenta in glavni razlogi.....	57
4.3.3 Vrste varčevalcev v Sloveniji in vpliv na stopnjo varčevanja v obveznicah.....	60
4.3.4 Dejavniki, ki bi najpomembneje vplivali na višjo stopnjo varčevanja Slovencev v obveznicah.....	63
4.3.5 Pregled vseh glavnih ugotovitev empirične raziskave in omejitve raziskave.....	65
SKLEP.....	66
LITERATURA IN VIRI.....	69
PRILOGE	

KAZALO SLIK

Slika 1	Prikaz vloge varčevanja na finančnih trgih	3
Slika 2	Prikaz povprečne letne dividendne donosnosti delniškega indeksa S&P 500 od leta 1881 naprej	13
Slika 3	Število investicijskih skladov po vrstah v Sloveniji.....	21
Slika 4	Primerjava finančnega premoženja Slovencev med leti 2002, 2006 in 2010	26
Slika 5	Primerjava naložb po glavnih skupinah varčevalnih instrumentov v Sloveniji in v evroobmočju za leto 2010	27
Slika 6	Primerjava naložb prebivalstva v investicijske sklade po naložbeni politiki med Slovenijo in evroobmočjem februarja 2012	28
Slika 7	Sharpovi koeficienti po vrstah investicijskih skladov v obdobju od 24. aprila 2002 do 24. aprila 2012	30
Slika 8	Treynorjevi koeficienti po vrstah investicijskih skladov v obdobju od 24. aprila 2002 do 24. aprila 2012.....	31
Slika 9	Jensenovi koeficienti po vrstah investicijskih skladov v obdobju od 24. aprila 2002 do 24. aprila 2012.....	32
Slika 10	Osnovne oblike krivulje stopnje donosa	37
Slika 11	Primerjava letnega obsega prometa med obveznicami in delnicami na organiziranem sekundarnem trgu kapitala v Sloveniji med leti 2000 in 2010 (zneski v mrd EUR)..	41
Slika 12	Izkušnje anketiranih z vlaganjem v obveznice oziroma obvezniške sklade	51
Slika 13	Posluževanje različnih instrumentov varčevanja na lestvici od nič (se nisem odločal) do pet (zelo pogosto sem se odločal) s strani anketirancev v zadnjih petih letih (prikazane so povprečne vrednosti).....	51
Slika 14	Samocena anketiranih o poznavanju obveznic.....	52
Slika 15	Naravnost oziroma vrste varčevalcev v Sloveniji	60
Slika 16	Ugotovljeno poznavanje oziroma nepoznavanje obveznic pri skupinah konservativnih, uravnoveženih in agresivnih vlagateljev	62

KAZALO TABEL

Tabela 1	Letne obrestne mere pri vezavi 1500 EUR za 13 mesecev in fiksni obrestni meri	7
Tabela 2	Primerjava prednosti in slabosti varčevalnega dela pri klasičnih mešanih življenjskih zavarovanjih in naložbenih mešanih življenjskih zavarovanjih	9
Tabela 3	Povprečna letna donosnost naložbenih mešanih življenjskih zavarovanj v Sloveniji od uveljavitve produkta do 15. februarja 2010	10
Tabela 4	Povprečne celotne letne donosnosti izbranih borznih indeksov	14
Tabela 5	Pregled različnih vrst donosnosti širše palete obveznic	18
Tabela 6	Donosnost vzajemnih skladov med 24. aprilom 2002 ter 24. aprilom 2012	22
Tabela 7	Povprečne letne donosnosti izvajalcev pokojninskih načrtov v okviru dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji v obdobju 2006–2011	25
Tabela 8	Primerjava prednosti in slabosti pri neposrednem vlaganju v obveznice in vlaganjem prek obvezniških skladov	34
Tabela 9	Prikaz strukture imetnikov bančnih, podjetniških in državnih obveznic v Sloveniji na dan 31. 12. 2008	41
Tabela 10	Splošni in demografski podatki oseb vključenih v vzorec	50
Tabela 11	Poznavanje splošne tveganosti in koncepta obveznic in obvezniških skladov (1 = sploh se ne strinjam, 5 = se povsem strinjam)	52
Tabela 12	Ugotovljeno poznavanje obveznic s strani anketirancev	53
Tabela 13	Rezultati testiranja možnih razlogov za nepoznavanje obveznic (1 = sploh se ne strinjam, 5 = se povsem strinjam)	54
Tabela 14	Razlike med skupino poznavalcev in nepoznavalcev obveznic	56
Tabela 15	Rezultati testiranja možnih razlogov za zavračanje obveznic (na lestvici od 1-5, pri čemer 1 pomeni sploh se ne strinjam, 5 pa pomeni se povsem strinjam)	58
Tabela 16	Primerjava med konservativnimi, uravnoteženimi in agresivnimi vlagatelji v Sloveniji (na podlagi aritmetičnih sredin kriterijev, razen pri spolu kjer je prikaz v odstotkih vsakega)	61
Tabela 17	Dejavniki, ki bi najpomembneje vplivali na povečanje stopnje varčevanja v obveznicah v Sloveniji	64

UVOD

Ljudje se soočajo z različnimi načini varčevanja denarja že odkar se je pojavil denar kot plačilno sredstvo. Varčevanje bi lahko opredelili kot odpovedovanje porabi denarja v sedanjem trenutku ali prestavitev te porabe na poznejši trenutek (Buček, 2004, str. 14). Predvsem od osamosvojitve Slovenije, leta 1991, in prehoda v tržno ureditev imamo državljani Republike Slovenije na voljo vedno več različnih produktov, preko katerih lahko plemenitimo svoj denar. Kljub temu se Slovenci vsa ta leta še vedno najbolj poslužujemo varčevanja prek bančnih depozitov, ki so v letu 2010 predstavljali 37 % vseh sredstev, namenjenih varčevanju, čeprav je trend naložb v bančne depozite, gledano kot odstotek vseh naložb prebivalstva v Sloveniji od leta 2000 do danes, z izjemo leta 2008 (gospodarska kriza), negativen. Nasprotno pa je v istem obdobju pozitiven (tudi tukaj z izjemo leta 2008) trend naložb v investicijske sklade. Tako so Slovenci v letu 2010 imeli v investicijskih skladih 6,2 % vseh naloženih sredstev (Banka Slovenije, 2011, str. 10).

Če se naslonimo na podatke, objavljene na spletni strani Banke Slovenije, so med investicijskimi skladi obvezniški skladi v Sloveniji brez dvoma najbolj prezrta oblika varčevanja. Podatki kažejo, da so junija 2011 pri nas izrazito prevladovali delniški skladi, s 66,7 % deležem med vsemi naložbami, ki izvirajo iz Slovenije, v investicijskih skladih, sledijo pa jim mešani s 28,6 %. Obvezniškemu skladu pripada zgolj 4,7 % vseh sredstev, vloženih v investicijske sklade. Povsem drugačna je slika v evroobmočju, kjer največji delež zasedajo prav obvezniški skladi z 31,3 %, sledijo pa jim delniški skladi z 29,2 %. Na tretjem mestu so mešani skladi z 24,6 %, ostalim vrstam skladov, katerih v Sloveniji še ni zaznani (nepremičninski, hedge ...), pa pripada 14,9 % sredstev, vloženih v investicijske sklade (Diseminacija - Banka Slovenije, 2012). Podobno zelo malo sredstev Slovenci nalagajo tudi neposredno v obveznice, saj so jim v letu 2010 namenili le 1,2 % vseh sredstev, namenjenih varčevanju (Banka Slovenije 2011, str. 10).

Če pogledamo delež naloženega denarja v obvezniške investicijske sklade glede na bruto domači proizvod in ta delež primerjamo med povprečjem evroobmočja (v tem izračunu sta bili izvzeti Luksemburg in Irska) ter Slovenijo, ugotovimo, da je imel leta 2008 povprečen prebivalec evroobmočja glede na povprečnega Slovenca 73-krat več premoženja v obvezniških investicijskih skladih (Vollmaier, 2010). Glede na razlike, ki jih kaže zgoraj navedena statistika, se postavlja vprašanje, kakšni so razlogi za tako izrazita odstopanja.

Namen mojega magistrskega dela je proučiti naložbe v obveznice ter raziskati vzroke za relativno nizek delež sredstev, namenjenih temu sredstvu varčevanja s strani slovenskih varčevalcev. Cilj magistrskega dela je narediti pregled nad glavnimi možnostmi varčevanja denarja v Sloveniji, s pomočjo literature predstaviti obrestne mere kot ključno lastnost pri trgovanju z obveznicami ter poiskati prednosti in slabosti obveznic z vidika varčevalca. Cilj je s pomočjo raziskave ugotoviti, kako dobro Slovenci poznamo obveznice in katerim dejavnikom je mogoče pripisati krivdo za nizek delež tovrstnih naložb v Sloveniji v primerjavi z evroobmočjem. Raziskovalno vprašanje, ki sem si ga zastavil v mojem magistrskem delu, je,

zakaj se Slovenci v manjši meri odločajo za varčevanje v obveznicah ali iz njih izhajajočih produktov v primerjavi s prebivalci evroobmočja.

Magistrsko delo temelji na pregledu širokega spektra domače in tuje literature ter virov, ki zajemajo širše področje varčevanja ter podrobneje področje obveznic. Stališča in ugotovitve avtorjev teh del povzemam, primerjam med seboj ter bogatim z lastnim mnenjem. Poleg sekundarnih podatkov zberem tudi primarne vire z anketnim vprašalnikom, posredovanim v fizični ali v spletni obliki. S pomočjo analize na ta način zbranih primarnih podatkov skušam odgovoriti na zastavljeno raziskovalno vprašanje in tako doseči cilje magistrske naloge.

Moja teza je, da so obveznice in obvezniški skladi dobra alternativa ostalim načinom varčevanja denarja, saj se drugače prebivalci gospodarsko bolj razvitih držav ne bi tako množično odločali zanje. Predpostavljam tudi, da se bo v prihodnosti količina denarja, naloženega v tovrstne oblike varčevanja, povečevala in se postopno približevala povprečju evroobmočja. Slovenski varčevalci se bodo vedno bolj zavedali potrebe po dobrih (varnih, likvidnih in donosnih) naložbah svojega denarja in raziskali vse možnosti, ki jih ponuja trg kapitala. Poleg tega predpostavljam, da vzorec ljudi, na katerem je izvedena empirična raziskava, dobro zastopa slovensko povprečje.

Pri pisanju magistrskega dela se omejim le na Slovenijo, na določenih točkah pa predvsem za primerjavo uporabim podatke, ki zajemajo druga oziroma širša področja, predvsem evroobmočje ter EU. V večji meri se omejim le na področje obveznic oziroma produktov, ki so vezani nanje, ostale vrste varčevanj zajamem le površinsko, a v dovolj veliki meri, da je jasno razviden položaj obveznic in produktov, ki izhajajo iz njih, znotraj področja varčevanja. Pri pisanju uporabljam le javno dostopne podatke, zato je mogoča v nekaterih delih okrnjenost prikaza. Zaradi trenutnih težavnih razmer v svetovnem gospodarstvu zagotovo predstavlja omejitev dejstvo, da imajo v tem obdobju obveznice negativen prizvok, kar se najverjetneje odraža v rezultatih primarne raziskave. Ta pa je omejena tudi s slabostmi vrste ankete, katero uporabim za pridobivanje podatkov, načinom vzorčenja ter tudi samo velikostjo vzorca in njegovimi lastnostmi.

Magistrsko delo je skupaj z uvodom, ki predstavlja prvo poglavje, razdeljeno na šest poglavij. Vsa poglavja, razen zadnjega, pa so še dodatno razdeljena v podpoglavja. V drugem poglavju je opredeljen pojem varčevanja, prikazana ponudba instrumentov varčevanja v Sloveniji s pregledom dejanske donosnosti teh instrumentov, ter podana primerjava deleža, namenjenega posamezni vrsti varčevanja med Slovenijo in evroobmočjem. V tretjem poglavju s pomočjo izračunov koeficientov, ki omogočajo primerjavo donosnosti ob hkratnem upoštevanju med različnimi premoženji, primerjam vse investicijske sklade, ki se tržijo v Sloveniji vsaj 10 let in ugotavljam, katera vrsta skladov je po teh koeficientih najboljša. V četrtem poglavju se osredotočim na obveznice s prikazom teorije, uporabne pri vlaganju v obveznice. V tem poglavju prikažem tudi slovenski trg obveznic ter prednosti in slabosti vlaganja v obveznice z vidika varčevalca. Peto poglavje je namenjeno prikazu izsledkov lastne empirične raziskave o vzrokih za primerjalno nizek delež naložb v obveznice in produkte, povezane z njimi. Nato sledi še zadnje, šesto poglavje oziroma sklep.

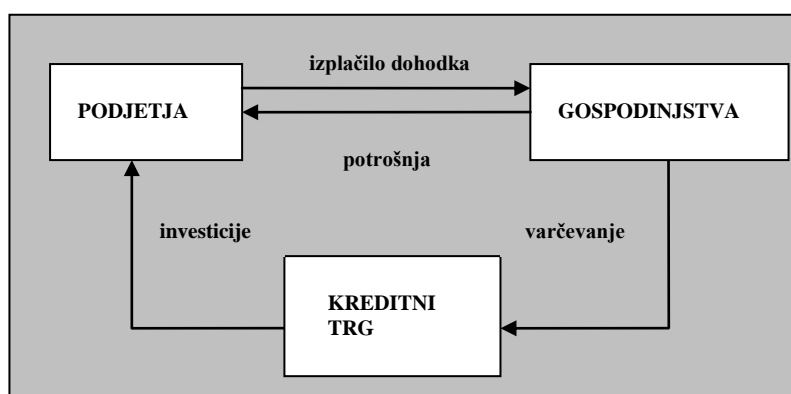
1 PONUDBA GLAVNIH INSTRUMENTOV VARČEVANJA V SLOVENIJI S PREGLEDOM NJIHOVE DEJANSKE DONOSNOSTI

1.1 Splošno o varčevanju

Korenine varčevanja lahko poiščemo v človekovi naravi, saj na ta način ljudje skrbijo za lastno prihodnost (Buček, 2004, str. 14). Varčevanje se umešča med pojma dohodek in potrošnja oziroma je z njima tesno povezan, saj so varčevanje oziroma prihranki tisti del razpoložljivega dohodka, ki ga ne potrošimo (Samuelson & Nordhaus, 2002, str. 414). Tako lahko pozitivno razliko med dohodkom in izdatki za potrošnjo imenujemo varčevanje (Glogovšek, 1996, str. 139). Splošno bi lahko rekli, da je varčevanje odpovedovanje porabi v danem trenutku. Bančna opredelitev varčevanja pa gleda na to nekoliko drugače in pravi, da je varčevanje predstavitev porabe v kasnejše obdobje (Buček, 2004, str. 14).

Klasični makroekonomisti se nekoliko distancirajo od te današnje »splošne« terminologije, po kateri pomeni pojem varčevanja samo odpoved porabi. Navajajo namreč, da varčevanje obsega dve stvari, in sicer: odpoved porabi celotnega dohodka in ponudbo neporabljenega dela dohodka na kreditnih trgih. Po mnenju nekaterih avtorjev (Bobek, 1995a, str. 25) lahko kot del finančnega trga štejemo tudi kreditni trg. To pa je trg, ki na eni strani vključuje ves bančni sektor in sektor ostalih finančnih institucij, na drugi pa sektor gospodarstva in prebivalstva. Varčevanje tako po tej teoriji ne spremeni skupnega denarnega obtoka, ker se namesto povpraševanja po potrošnih dobrinah pojavi povpraševanje po investicijskih dobrinah (Glogovšek, 1996, str. 140).

Slika 1: Prikaz vloge varčevanja na finančnih trgih



Vir: J. Glogovšek, *Denar, denarni sistem z osnovami denarne teorije*, 1996, str. 140.

Investicijske dobrine lahko imenujemo tudi instrumenti varčevanja. Na razpolago jih je ogromno. Katere bodo posamezniki oziroma gospodinjstva izbrali in vanje naložili svoje prihranke, je v večji meri pogojeno od njihovega osebnega finančnega profila, ki ga opredeljujejo štiri ključni dejavniki (Kleindienst, 2001a, str. 23–30):

- finančne razmere posameznika;
- finančni cilji ali cilji, ki jih želi oseba doseči z naložbo prihrankov;
- posameznikov odnos do tveganja;
- posameznikove znanje in izkušnje z naložbami prihrankov.

Dejavnikov, ki vplivajo na privlačnost izbora določene vrste instrumenta varčevanja, je veliko. Najpomembnejši dejavniki, ki jih pogosto zasledimo v literaturi s tega področja, so: donosnost in tveganje, likvidnost, enostavnost, stroškovni vidik ter davčni vidik.

Donosnost in tveganje sta pojma, ki ju težko obravnavamo ločeno. Tveganje samo po sebi lahko definiramo kot verjetnost, da bo vlagatelj med varčevanjem ustvaril drugačno donosnost od pričakovane (Brigham, Gapenski & Daves, 1999, str. 27). Donosnost na drugi strani je opredeljena kot razmerje med donosom in vloženimi sredstvi. Osnovna povezava med njima je, da investitorji vlagajo denar v nadpovprečno tvegane instrumente zgolj v primeru, da pričakujejo nadpovprečno donosnost pri teh instrumentih (Brigham et al., 1999, str. 929).

Likvidnost oziroma unovčljivost nekega instrumenta varčevanja pomeni, da je ta, kar se da hitro zamenljiv v denar za njegovo trenutno tržno vrednost (Brigham et al., 1999, str. 61). Pri tem ne sme priti do nobene izgube vrednosti (Ritter, Silber & Udell, 2000, str. 23).

Enostavnost naložbe pove, kako enostavno je upravljanje z naložbo ter koliko znanja o finančnih trgih in časa zahteva (Kosi, 2005, str. 16). Povprečni varčevalci so naklonjeni čimbolj enostavnim instrumentom varčevanja, ki so tako časovno kot fizično dostopnejši.

Stroškovni vidik je prav tako zelo pomemben tovrstni dejavnik. Med stroške naložbe štejemo predvsem: vstopne in izstopne provizije, upravljaljske provizije, transakcijske stroške, stroške odobritev, vodenja itd. Nekateri izmed teh so neposredni, kar pomeni, da jih plačamo v denarju (npr. vstopni in izstopni stroški), drugi pa so posredni in se kažejo v nižjem donosu naložbe (npr. upravljaljska provizija) (Dejavniki izbora, 2012).

Davčni vidik pomembno vpliva na realno donosnost naložbe. Vsak posameznik mora zato presoditi, ali je dohodek, ki ga nek instrument varčevanja ustvarja, davčno ugoden za njegov primer (Dejavniki izbora, 2012).

Poleg zgoraj opisanih glavnih dejavnikov bi lahko med te uvrstili še prilagodljivost naložbe, preglednost in kakovost informacij o neki naložbi, dodatne koristi, povezane z neko naložbo ipd. Prav kombinacija med dejavniki privlačnosti izbora naložbe ter osebnim finančnim profilom posameznika je po navadi ključna, da posameznik izbere nek določen instrument varčevanja (Kosi, 2005, str. 16–17).

1.2 Varčevanje v banki

Banke so v osnovi finančni posredniki, ki prevzemajo presežni denar od ene skupine ter ga preusmerjajo k drugi skupini, ki potrebuje ta denar (Ritter et al., 2000, str. 3). Če poenostavimo, so banke posredniki, ki sprejemajo vloge in dajejo posojila (Ribnikar, 1999, str. 75). Dandanes pa so banke precej več kot le-to, saj nenehno povečujejo nabor varčevalnih instrumentov. Tako danes v njihovi ponudbi lahko najdemo tudi investicijske sklade, bančno-zavarovalne produkte ter finančne storitve, kot so borzno posredovanje, upravljanje premoženja ipd. (NLB, 2012).

Na tej točki pa nas zanimajo zgolj klasična bančna varčevanja, katera lahko zasledimo le v tovrstnih institucijah. V tem podpoglavju se tako osredotočim na depozite ter ostale klasične bančne varčevalne instrumente.

1.2.1 Depoziti

Depozit je v 3. členu Zakona o bančništvu (Ur.l. RS, št. 104/2004-UPB2, 131/2006) opredeljen kot vplačilo denarja oziroma drugih vračljivih sredstev, na podlagi katerega pridobi vplačnik pravico do vrnitve vplačanih sredstev v določenih rokih. V preteklosti so depozite imenovali hranilne vloge. Glavni motiv za vlaganje prihrankov na tak način je, poleg varnosti seveda, donos. Slednjemu pravimo obresti (Bobek, 1995a, str. 82).

Depozite lahko v grobem delimo na depozite na vpogled in vezane depozite (Ribnikar, 1994, str. 134). Pri depozitih na vpogled ima imetnik depozita v vsakem trenutku pravico do dviga vloženi sredstev, pri vezanih depozitih pa nastopi ta pravica šele po preteku določenega časa ali pa po določenem odpovednem roku (Dimovski & Gregorič, 2000, str. 100). Obresti pri depozitih na vpogled (tj. denar na t. i. transakcijskem računu) so praviloma zelo nizke. Pri NLB-ju so znašale te obresti 1. 1. 2012 0,10 % letno za pozitivno stanje (NLB Depozit, 2012). Ta vrsta depozitov je namenjena predvsem opravljanju plačilnega prometa (Bobek, 1995b, str. 58) in jih do nedavnega sploh nismo mogli uvrščati med varčevalne instrumente. Poleg t.i. varčevalnih računov, ki nudijo nekoliko višje obrestne mere (v povprečju v Sloveniji cca. 0,5% do 1% letno) od transakcijskih računov za zelo kratke roke vezave oziroma nekatere celo brez tega roka, so se v zadnjih letih v Sloveniji začele pojavljati tudi različice depozitov na vpogled z višjimi obrestnimi merami, in sicer v obliki spletnega bančništva. Med te lahko v tem trenutku v Sloveniji štejemo Dibo ter E-obresti Volksbank, ki za vpogledne depozite ponujata obrestne mere okrog 1,50 % letno. Pod posebnimi pogoji tudi do 2,25 % (Prednosti Dibe 2012; Volksbank E-obresti, 2012). Denar s te različice depozitov pa ne moremo neposredno dvigniti, ampak ga moramo prej nakazat na svoj klasični transakcijski račun (Varčevanje, 2009). V nadaljevanju se osredotočim na vezane depozite, ki so najpomembnejša klasična oblika bančnega varčevanja. Ti ponujajo precej višje obresti od vpoglednih depozitov, a varčevanja ne moremo prekiniti in s tem dobiti svojega denarja na transakcijski račun pred dogovorjenim rokom ob sklenitvi pogodbe. Večina bank nam v takem primeru ponudi premostitveni kredit.

Vezane depozite delimo v dve glavni skupini (Bobek, 1995b, str. 88–89):

- vezani depoziti za določen čas, pri katerih je ob sklenitvi natančno določeno število dni vezave, po preteku tega časa se vezava avtomatično prekine in se denar prenese na transakcijski račun bančnega komitenta;
- vezani depoziti z odpovednim rokom, ki zapadejo v vračilo v določenem roku od trenutka, ko komitent pri banki najavi odpoved vezave.

Vezani depoziti se med seboj ne razlikujejo le po teh dveh lastnostih, ampak tudi po valuti, v kateri so sklenjeni, po času vezave, po pogostosti in načinu izplačila obresti, po vrsti obrestne mere (fiksna, variabilna) po kateri se obrestujejo, po možnosti samodejnega podaljšanja ipd. (Vezana vloga, 2012).

1.2.2 Ostali bančni produkti varčevanja

Rentno varčevanje je dolgoročno varčevanje v obliki mesečnih vplačil ali enkratnega vplačila na začetku varčevanja za uresničitev določenih ciljev ali zagotovitev finančne varnosti v prihodnosti (Rentno varčevanje, 2012). Ta oblika varčevanja je postala zelo priljubljena, saj nam po zaključku omogoča reden, stabilen vir sredstev, lahko tudi dodatek k pokojnini (NLB Rentno varčevanje, 2012). Ob koncu varčevanja nam lahko privarčevan denar izplačajo v enem znesku ali pa v prilagodljivih rentah in ga tako postopoma črpamo. Obrestna mera, določena za to vrsto varčevanja, je praviloma variabilna, torej vezana na referenčno obrestno mero. Pri taki vrsti varčevanja veljajo podobni pogoji glede prekinitve kot pri vezanih depozitih.

V bančnem sektorju je konkurenca vse večja, zato banke v interakciji z zaznanimi potrebami komitentov razvijajo nove varčevalne instrumente, da bi si pridobile v očeh varčevalcev konkurenčno prednost. Med temi lahko najdemo instrumente, ki so pisani na kožo posameznim starostnim skupinam, depozite, vezane na vzajemne sklade z garancijo glavnice ali celo zajamčenim minimalnim donosom, namenska varčevanja, razne kombinirane naložbe med bančnimi depoziti in vzajemnimi skladi in še veliko drugih produktov (NLB Varčevanje, 2012).

Klasični bančni varčevalni instrumenti, med katere lahko štejemo tako depozite kot rentno varčevanje, imajo nekatere velike prednosti, in sicer ne nosijo nobenih dodatnih stroškov za komitenta. To recimo ne velja za nekatere novejšje bančne produkte. Tudi tveganje, povezano z njimi, je praktično ničelno, saj so vlagateljem vloge v posamezni banki zajamčene do višine 100.000 EUR (Jamstvo za vloge v bankah – Banka Slovenije, 2012). Poleg tega 133. člen Zakona o dohodnini (Ur.l. RS, št. 13/2011-UPB7, 9/2012, v nadaljevanju ZDoh-2) določa, da so obresti neobdavčene do skupne višine 1000 EUR letno. Klasične produkte varčevanja najdemo tudi v hranilnicah, ki so po najnovejšem Zakonu o bančništvu Zban-1 (Ur.l. RS, št. 99/2010, 52/2011 popr., 9/2011, 35/2011, 59/2011, 85/2011) skoraj identično urejene kot banke, zato se jim ne podrobneje posvečam.

1.2.3 Donosnost varčevanja v banki

V Sloveniji najdemo 20 bank in tri hranilnice, ki imajo dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje bančnih, vzajemno priznanih in dodatnih finančnih storitev (Kreditne institucije ter registra plačilnih institucij in družb za izdajo elektronskega denarja - Banka Slovenije, 2012). Od teh lahko v tem trenutku fizične osebe poslujejo s 17 bankami in tremi hranilnicami. Vsaka od teh institucij se pri enakem varčevalnem instrumentu razlikuje v podrobnostih, zaradi tega je natančna primerjava med temi instrumenti otežena. Dolgoročne depozite s fiksno obrestno mero se da dokaj natančno primerjati med temi institucijami, že preprost produkt, kot je rentno varčevanje, pa je praktično nemogoče, saj imajo ponudniki med seboj že preveč različne pogoje. V Tabeli 1 sem izračunal povprečno letno obrestno mero za depozit v višini 1500 EUR¹ s fiksno obrestno mero, pri minimalnem času vezave 13 mesecev² in izplačilu obresti na koncu.

Tabela 1: Letne obrestne mere pri vezavi 1500 EUR za 13 mesecev in fiksni obrestni meri

VEZAVA SREDSTEV ZA FIZIČNE OSEBE			
BANKA	OBRESTNA MERA (%)	BANKA	OBRESTNA MERA (%)
Banka Celje d.d.	3,85	Banka Koper d.d.	2,35
Faktor banka d.d.	4,00	Gorenjska banka d.d.	3,95
NKBM d.d.	4,10	NLB d.d.	3,80
PBS d.d.	3,90	SKB d.d.	3,95
Hypo Alpe Adria d.d.	3,25	Probanka d.d.	4,20
Abanka Vipava d.d.	3,20	Delavska hranilnica d.d.	4,10
Hranilnica LON d.d.	4,10	DBS d.d.	3,50
Sparkasse d.d.	3,75	Raiffeisen d.d.	3,25
Volksbank d.d.	3,80	KD banka d.d.	4,00
Hranilnica in posojilnica Vipava d.d.	3,80	Unicredit banka Slovenija d.d.	3,90
POVPREČJE VSEH 20 = 3,74 %			

Vir: ZPS Portal, 2012.

Iz poročil o finančni stabilnosti, ki jih vsakoletno izdaja Banka Slovenije, je razvidno, da so trenutne bančne obrestne mere, dolgoročno gledano, na visokih ravneh. Če pogledamo povprečno letno obrestno mero, ki bi jo dobili od bank v Sloveniji za vezavo denarja nad 1 leto v obdobju zadnjih 10-ih let, ugotovimo, da je ta znašala v povprečju **3,26 % letno** (Banka Slovenije, 2011, str. 11; Banka Slovenije, 2007, str. 12).

¹ Znesek 1500 EUR je bil izbran, ker znaša toliko najnižji možen znesek za dolgoročno vezavo pri banki Sparkasse d.d. Pri ostalih bankah je ta znesek precej nižji, največkrat 250 EUR.

² Rok vezave 13 mesecev je bil izbran, ker pet bank za dolgoročni depozit šteje minimalno dobo vezave 13 mesecev, vse ostale institucije pa za to štejejo že 12 mesecev oziroma nekatere 12 mesecev in 1 dan.

1.3 Varčevanje v zavarovalnicah

Zavarovalnice so institucije, organizirane kot gospodarske ali vzajemne družbe, ki se ukvarjajo z zavarovalnimi in tudi drugimi neposredno povezanimi posli (Pavliha, 2000, str. 86). Zavarovanje je tako, kot že njihovo ime razkrije, primarna in prvotna dejavnost zavarovalnic. Že vrsto let pa te ponujajo tudi posebne varčevalne instrumente (Bogataj, 1998, str. 27). Ti so povečini sestavljeni na eni strani iz zavarovanja za primer smrti oziroma doživetja, na drugi pa varčevanja. Njihovo najpogostejše poimenovanje pa je mešano življenjsko zavarovanje. Pri pregledu literature na temo življenjskih zavarovanj hitro opazimo neenako delitev le-teh, kar je po mojem mnenju posledica tega, da zavarovalnice te produkte nenehno razvijajo in spreminjajo. V grobem bi lahko razdelili mešana življenjska zavarovanja na klasična mešana življenjska zavarovanja ter mešana naložbena življenjska zavarovanja.

1.3.1 Klasična mešana življenjska zavarovanja

Pri klasičnih mešanih življenjskih zavarovanjih se nameni manjši del premije, vplačane s strani zavarovanca, za pokrivanje rizika smrti, večino preostanka pa se uporabi za varčevanje. Zavarovalnice prek njihovega kritnega premoženja pri tem instrumentu prevzemajo vse tveganje naložb. Tudi v 121. in 122. členu Zakona o zavarovalništvu (Ur.l. RS, št. 99/2010-UPB7, v nadaljevanju ZZavar) je določeno, da mora biti večina teh sredstev v varnih naložbah, kot so zakladne menice in bančni depoziti, zato uvrščamo te produkte med nizko tvegane. Zavarovalnice imajo pri klasičnih mešanih življenjskih zavarovanjih le majhen manevrski prostor, znotraj katerega imajo možnost ustvarjati nekoliko višje donose, ki nato delno pripadajo zavarovalcem (Gornjak, 2002, str. 35). Pri teh vrstah zavarovanj je višina izplačila že vnaprej določena ob sklenitvi, donosnost pa je zaradi zgoraj opisanih omejitev nizka (Špacapan, 2006). Dejansko končno izplačilo ob doživetju pa se lahko nekoliko razlikuje, saj se npr. pri Zavarovalnici Triglav upravičencu izplača tako dogovorjen znesek kot tudi pripisani dobički. Ti so odvisni vsakoletnega dobička, ki ga zavarovalnica ustvarja z upravljanjem sredstev življenjskih, rentnih in prostovoljnih pokojninskih zavarovanj (Mešano življenjsko zavarovanje, 2012). Lahko bi rekli, da so pripisi dobička odvisni od kvalitete izkoriščanja manevrskega prostora zavarovalnic pri naložbah. Klasično mešano življenjsko zavarovanje je namenjeno tistim, ki iščejo varno naložbo, saj zavarovalnice pri njem garantirajo letni donos (De Corti, 2007, 11). Donosnost na ta način privarčevanih sredstev pa je nizka (okrog 3% letno) in ravno zaradi tega jih v zadnjih letih izpodrivajo naložbena mešana življenjska zavarovanja (Špacapan, 2006). Ta so v letu 2010 predstavljala že 60,3 % vseh vrst življenjskih zavarovanj, sklenjenih v Sloveniji (Slovensko zavarovalniško združenje, 2011, str. 54). Davčne obveznosti iz naslovov vseh mešanih življenjskih zavarovanj ureja Zakon o davku od prometa zavarovalnih poslov (Ur.l. RS, št. 96/2005-UPB1), kjer piše, da se davek od zavarovalnih poslov plačuje po stopnji 6,5 % od davčne osnove, pri čemer so zavarovanja tega tipa, ki so sklenjena za deset let ali več, oproščena plačila dohodnine.

1.3.2 Naložbena mešana življenjska zavarovanja

Naložbena mešana življenjska zavarovanja so vrsta življenjskih zavarovanj, pri katerih je drugi - varčevalni del vezan na enote investicijskih skladov. V drugem členu Zakona o zavarovalništvu (Ur.l. RS, št. 99/2010-UPB7) je to zavarovanje opredeljeno kot zavarovanje, pri katerem zavarovanec prevzema naložbeno tveganje, povezano s spremembo vrednosti investicijskih kuponov oziroma drugih vrednostnih papirjev investicijskih skladov ali pa je povezano s spremembo vrednosti enote premoženja kritnega sklada. Pri tem produktu zavarovalnica praviloma ne jamči višine privarčevanih sredstev ob doživetju, z izjemo nekaterih novih vrst naložbenih mešanih življenjskih zavarovanj, ki ob posebnih pogojih jamčijo vsaj seštevek vplačanih premij. Sklenitelju ponudi različno tvegane strategije naložb varčevalnega dela, samo od prihodnjih gibanj teh naložb na kapitalskih trgih in uspešnosti upravljanja le-teh pa je odvisno, kakšen bo donos in posledično izplačana vsota ob doživetju. Tako je lahko ta višja ali pa tudi nižja od tiste, ki bi jo zavarovanec dobil pri ekvivalentnem klasičnem mešanem življenjskem zavarovanju (Kodrič, 2001, str. 45). Vse značilnosti, povezane z zavarovalnim delom, so pri tej vrsti življenjskih zavarovanj skoraj identične kot pri klasičnem mešanem življenjskem zavarovanju, zavarovalna vsota za primer smrti je tudi tukaj zajamčena in neodvisna od gibanja tečajev investicijskih kuponov. Tako klasična kot naložbena mešana življenjska zavarovanja lahko štejemo kot delno likvidna, saj je njihova predčasna prekinitvev povezana z dodatnimi stroški, kar močno zmanjša vrednost naložbe (Mikulič, 2005, str. 47). Večino stroškov zavarovanja ter tudi večino sredstev za pokrivanje rizika smrti si zavarovalnice obračunavajo v prvih letih zavarovanja, zato so sredstva na varčevalnem računu takrat nizka v primerjavi z vloženi (Glavnik & Rihar, 2007, str. 60–62).

Tabela 2: Primerjava prednosti in slabosti varčevalnega dela pri klasičnih mešanih življenjskih zavarovanjih in naložbenih mešanih življenjskih zavarovanjih

	Prednosti	Slabosti
KLASIČNO MEŠANO ŽIVLJENJSKO ZAVAROVANJE	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Zajamčena minimalna vsota ob doživetju ▪ Stabilnost naložbenega dela 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Samo ena politika naložb – skrajno konservativna ▪ Neprikladnost ▪ Nizki donosi naložb
NALOŽBENO MEŠANO ŽIVLJENJSKO ZAVAROVANJE	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Alternativne možnosti pri izbiri naložb ▪ Možnost večkratne vmesne spremembe naložbene strategije ▪ Možnost personifikacije in optimizacije izbiranja varčevalnih produktov 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Možnost pojava nižje varnostne stopnje naložb ▪ Nihanje privarčevane vsote glede na dogajanja na kapitalskih trgih (borzah)

Vir: S. Lubej, *Vzajemni skladi za vsakogar*, 2005, str. 100.

1.3.3 Donosnost življenjskih zavarovanj

Življenjska zavarovanja je leta 2010 v Sloveniji tržilo 14 zavarovalnic od 21 prisotnih (Slovensko zavarovalniško združenje, 2011, str. 15 in 53). Pri klasičnih mešanih življenjskih zavarovanjih je donos varčevalnega dela zavarovanja zajamčen in znan vnaprej, pri Zavarovalnici Triglav sem omenil, da znaša okrog tri odstotke letno, tako da se tukaj osredotočimo na donose naložbenih mešanih življenjskih zavarovanj. Za prikaz se naslonim na podatke (glej Prilogo 1), ki so bili pridobljeni leta 2010 s strani avtorja Matjaža Polaniča za Poslovni dnevnik. Iz teh podatkov sem preračunal in prikazal v Tabeli 3 povprečen letni donos naložbenih mešanih življenjskih zavarovanj od začetka obstoja določenega produkta do datuma raziskave (15. 2. 2010), pri šestih slovenskih zavarovalnicah in 43 njihovih tovrstnih produktih. Donos je prikazan kot povprečje letnih povprečij donosov produktov pri posamični zavarovalnici. V Sloveniji so se naložbena mešana življenjska zavarovanja pojavila šele leta 2001, prva je bila KD Fondpolica. Prav zato so izračuni v Tabeli 3 zgolj informativne narave, saj so povprečne starosti zajetih produktov premajhne, da bi lahko posploševali. Vse te produkte pa so tudi zajele izredno slabe razmere na kapitalskih trgih od zadnje četrtine 2007 do prve četrtine 2009. Tako so bili še posebej na udaru produkti, ki so bili v času raziskave v povprečju stari med dvema in tremi leti, saj sovpada začetek njihovega trženja ravno z začetkom krize na kapitalskih trgih. Taki produkti so imeli povprečno letno izgubo okrog 5 %. Nekoliko bolje so se odrezale zavarovalnice, ki so imele vključene v raziskavo starejše produkte, v takratni starosti med pet in šest let. Med slednjimi velja posebej izpostaviti zavarovalnico Grawe, ki je po donosnosti produktov izrazito prekašala ostali dve zavarovalnici s podobno starostjo produktov.

Tabela 3: Povprečna letna donosnost naložbenih mešanih življenjskih zavarovanj v Sloveniji od uveljavitve produkta do 15. februarja 2010

ZAVAROVALNICA	ŠTEVILO PRODUKTOV	POVP. STAROST PRODUKTA (zaokroženo)	POVP. LETNA DONOSNOST PRODUKTOV (%)
Zavarovalnica Maribor d.d.	4	2 leti	-3,80
Zavarovalnica Triglav d.d.	12	2 leti in 6 mesecev	-5,50
KD Življenje	4	2 leti in 9 mesecev	-5,01
NLB Vita	13	5 let	1,32
Merkur Zavarovalnica d.d.	4	5 let in 6 mesecev	1,45
Grawe Zavarovalnica d.d.	6	6 let	6,17

Vir: Prirejeno po M. Polanič, Slovenski vlagatelji v naložbena zavarovanja vložili že 700 milijonov evrov, 2010.

Avtor članka (Polanič, 2010), iz katerega sem črpal podatke, je izrazito kritičen do upravljanja naložb zavarovalnic, prisotnih v Sloveniji. Kot objektivno primerjavo navaja, da so med februarjem 2009 in februarjem 2010 naložbena zavarovanja, za katere so jim iz zavarovalnic poslali podatke in so vsa tudi všteta v raziskavo, pridobila zgolj 16 % vrednosti, kljub močni

rasti na svetovnih kapitalskih trgih, ki so v tem enoletnem obdobju pridobili več kot 30 % vrednosti.

1.4 Varčevanje v vrednostnih papirjih

Besedna zveza vrednostni papir v najširšem pomenu predstavlja vsako listino, v kateri je določena neka pravica, katero se lahko uveljavlja samo s to listino. Tako v najširšem pomenu med vrednostne papirje štejemo: bankovce, menice, čeke, akreditive, kreditna pisma, obveznice, srečke, delnice, hranilne knjižice, zavarovalne police, zastavne liste, skladišnice, tovarne liste, ladijske dokumente, znamke, koleke ipd.

V ožjem pomenu pa so vrednostni papirji samo obveznice in delnice. To so prenosljiva naložbena sredstva, ki jih ljudje kupujejo zato, da vanje vlagajo svoje prihranke in jih na ta način plemenitijo (Bobek, 1995, str. 103). Investitor lahko nakup ali prodajo vrednostnih papirjev (tako domačih kot tudi tujih) v Republiki Sloveniji opravi samo prek borzoposredniške družbe ali banke, ki je pridobila dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev oziroma Banke Slovenije ter prek borzoposredniške družbe iz držav članic EU, ki lahko v skladu z direktivo MiFID neposredno opravljajo investicijske storitve in posle v zvezi s finančnimi instrumenti na območju Republike Slovenije. Skupno je teh v Sloveniji 25. V nadaljevanju predstavim najprej delnice kot lastniško obliko vrednostnega papirja, nato pa obveznice kot dolžniško obliko vrednostnega papirja (ATVP – Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2012).

1.4.1 Lastniški vrednostni papirji

Lastniške finančne naložbe, med katere spadajo tudi delnice, dajejo imetniku pravico do lastništva ali solastništva podjetja. Lahko jih tudi podrobneje razdelimo, in sicer glede na pravno obliko podjetja, v katerega je vložen lastniški kapital. Tako govorimo o delnicah v delniški družbi, deležih družbenikov v osebni ali kapitalski družbi in (lastniški) naložbi samostojnega podjetnika (Mramor, 1993, str. 113–114). V nadaljevanju obravnavam le delnice, saj izmed zgoraj naštetih oblik lastniških finančnih naložb, lahko edine predstavljajo tudi (zgolj) varčevalni instrument.

Delnica je lastniški vrednostni papir, ki izdajatelju (podjetju) pomeni trajen vir sredstev, lastniku delnice pa solastništvo podjetja s trajno udeležbo pri dobičku, v obliki dividend in morebitnega povečanja tržne vrednosti delnic. Vključuje tudi glasovalno in volilno pravico v podjetju (Mramor, 1993, str. 114). Vsebinska pomembnost delnic se tako kaže v tem, da na podlagi prihrankov množice omogoča podjetjem, da pridejo do kapitala, varčevalcem pa zagotavlja plemenitenje prihrankov ter obenem prek sekundarnega trga kapitala tudi likvidnost (Ribnikar, 1994, str. 19)

Poznamo več vrst delnic. Najbolj pogosta delitev je na navadne (redne) in prednostne (preferenčne, ugodnostne) delnice. **Prednostne delnice** uvrščamo vsebinsko med navadno delnico in obveznico. Ko pride do delitve dobička v obliki izplačila dividend, so najprej

poplačane te delnice, višina njihove dividende pa je nespremenljiva skozi čas in zapisana že v statutu delniške družbe. Prednostne delnice so primerne za vlagatelje, ki so manj naklonjeni tveganju, saj so donosi fiksni in vnaprej znani. Tudi v primeru stečaja podjetja so imetniki prednostnih delnic prej poplačani kot imetniki navadnih (Svilan, 1990, str. 78–80). Za varčevalce so zanimive predvsem navadne delnice, glavni razlog pa je, da jih je na trgih kapitala neprimerno več (Kleindienst, 2001b, str. 124), zato je nadaljevanje tega poglavja namenjeno izključno tem.

Navadne delnice so tiste, ki po 176. členu Zakona o gospodarskih družbah (Ur.l. RS, št.65/2009-UPB3, 83/2009, 33/2011, 91/2011, 100/2011, v nadaljevanju ZGD-1) dajejo njihovim imetnikom: (a) »pravico do udeležbe pri upravljanju družbe«; (b) »pravico do dela dobička (dividenda)«, in (c) »pravico do ustreznega dela preostalega premoženja po likvidaciji ali stečaju družbe«. Poleg teh glavnih pravic velja omeniti še predkupno pravico ob izdaji novih delnic ter pravico do obveščanja o poslovanju podjetja (Prohaska 1999, str. 89). Vse opisane pravice so za vlagatelje pomembne, a niso vse prepričljiv dokaz za plemenitenje premoženja v tovrstnih varčevalnih instrumentih. Povprečen zasebni vlagatelj se za vlaganje v delnice odloči predvsem zaradi doseganja finančnih koristi. Delnice pa prinašajo dve vrsti pričakovanih finančnih koristi, in sicer (Kleindienst, 2001b, str. 128):

- dividende (udeležba pri čistem dobičku podjetja);
- kapitalske dobičke.

Dividende predstavljajo ponavadi manjši del pričakovanih finančnih koristi. Dividendna donosnost povprečne delnice v obtoku znaša namreč le od 1,5 % do 3 % na leto in je po mnenju Kleindiensta (2001b, str. 128) vsekakor prenizka, da bi odtehtala vsa tveganja, ki jim je delničar izpostavljen, zato so prav kapitalski dobički osnovni razlog za investiranje v delnice. Kapitalske dobičke predstavlja pozitivna razlika med prodajno in nakupno ceno vrednostnega papirja.

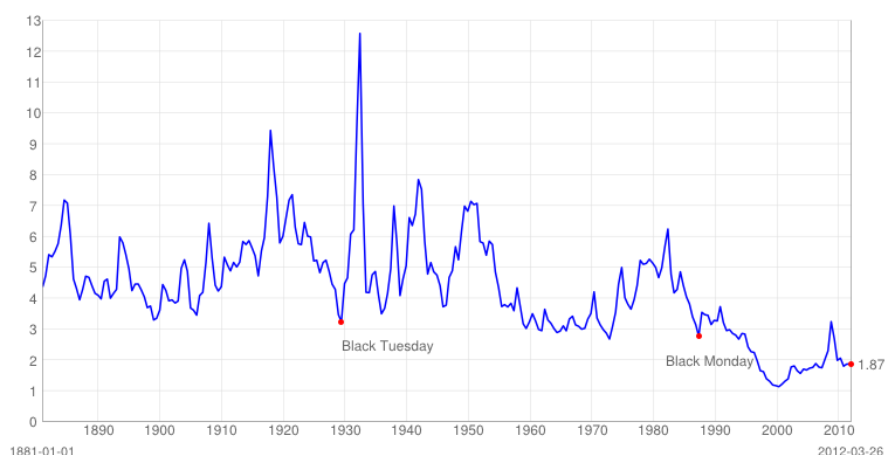
Vrednost delnice je mogoče določiti kot sedanjo vrednost pričakovanih denarnih tokov, ki so sestavljeni iz dveh elementov, in sicer pričakovanih dividend ter cene, ki jo vlagatelji pričakujejo ob prodaji delnice (Veselinovič et al., 1995, str. 288). Delnice nimajo roka dospelja, razen v primeru prenehanja delniške družbe (Kleindienst, 2001b, str. 121). Vlagatelji lahko kupujejo delnice na primarnem trgu, kjer podjetja javno ponudijo svoje delnice in na sekundarnem trgu, oblika tega pa je borza vrednostnih papirjev. Na primarnem trgu kupuje vlagatelj delnice ob prvi izdaji, in sicer po nominalni vrednosti, katero predstavlja delež v delniški družbi (Prohaska, 1999, str. 90). Na sekundarnem trgu poteka trgovanje po tečaju ali tržni ceni, katero oblikujeta povpraševanje in ponudba pri določeni delnici (Svilan, 1990, str. 123). Tržna cena se po navadi bistveno razlikuje od nominalne vrednosti delnice in se ne oblikuje zgolj na podlagi notranje vrednosti delnic, ampak nanjo vpliva tudi psihologija tako na strani povpraševanja kot tudi na strani ponudbe (Štravs, Ribič & Jagodič, 1995, str. 80).

Med prednosti delnic za vlagatelje, ki bi jih izpostavil, spada zagotovo likvidnost, ki jo omogoča dobro razvit sekundarni trg vrednostnih papirjev. Med slabostmi bi izpostavil, da ima management podjetja vedno možnost prirejanja in prikrievanja poslovnih rezultatov (Štravs et al.,

1995, str. 51), kar lahko v določenem trenutku, ko pridejo na dan realni rezultati, povzroči nenaden in strm padec cene delnice. Posledično so delnice zelo tvegan varčevalni instrument. S tem se strinja tudi Ribnikar (1999, str. 22), ki delnice celo primerja z igrami na srečo.

Če hočemo izračunati celotno donosnost delnic, moramo upoštevati tako kapitalski dobiček kot tudi dividendno donosnost. Povprečna letna dividendna donosnost v zadnjih 131 letih enega najbolj znanih delniških indeksov – S&P 500³, ki vključuje 500 največjih podjetij v ZDA, znaša 4,33 %. Ta pa je v tem trenutku z 1,87 % blizu zgodovinskega minimuma. Kot lahko vidimo iz Slike 2, se povprečne vrednosti letne dividendne donosnosti nekje od leta 1990 naprej drastično zmanjšujejo, kar nakazuje na to, da podjetja vedno večji del svojega dobička namenijo investicijam in ga vedno manj razdelijo med delničarje v obliki dividend (S&P 500 Dividend Yield, 2012). To pa pomeni povečanje tveganja delničarjev, saj se »odpovedo« zanesljivim dividendam v zameno za nezanesljive prihodnje kapitalске dobičke. Dividendna donosnost je v zadnjih 80 letih predstavljala 44 % celotne donosnosti delnic v indeksu S&P 500 (S&P 500: Total and Inflation-Adjusted Historical Returns, 2012).

Slika 2: Prikaz povprečne letne dividendne donosnosti delniškega indeksa S&P 500 od leta 1881 naprej



Vir: S&P 500 Dividend Yield, 2012.

V Tabeli 4 (na naslednji strani) sem izračunal povprečne letne donosnosti za ameriški indeks S&P 500, nemški indeks DAX, japonski indeks NIKKEI 225 ter slovenski indeks SBI20. Povprečne letne donosnosti prvih treh indeksov so prikazane od uradnega začetka njihovih izračunavanj do 27. marca 2012. Slovenski borzni indeks SBI 20, ki je predstavljal 20 največjih in najbolj likvidnih delnic na slovenskem trgu kapitala, pa je opazovan od datuma nastanka do datuma ukinitve merjenja tega indeksa, in sicer 23. marca 2010. Pri vseh štirih je tudi izračun celotne povprečne letne donosnosti delnic, ki vključuje tudi dividendno komponento. Ta pa je zaradi nedosegljivosti vseh podatkov izračunana kot približek za obdobje na osnovi

³ Uraden datum začetka izračunavanja indeksa S&P 500 je 4. marec 1957, prikazi, ki segajo dlje od tega datuma, so naknadno in neuradno izračunani (Hulbert, 2007).

razpoložljivih podatkov. Tako je v Tabeli 4 v oklepaju poleg povprečne letne dividendne donosnosti prikazano obdobje za katero so bili dostopni in uporabljeni podatki. Kot lahko vidimo iz Tabele 4, so celotne povprečne letne donosnosti podobne med vsemi štirimi izbranimi indeksi in se gibljejo okrog 10 %⁴. Izpostavil bi le, da dividendna komponenta izstopa pri indeksu S&P 500, obsega namreč 35 % celotne povprečne donosnosti, pri ostalih treh znaša v povprečju le 15 %. Zanimivo je, da med temi indeksi po donosnosti ne pretirano izstopa slovenski borzni indeks SBI 20, ki edini izmed štirih predstavlja trg v razvoju, a očitno investitorji na našem kapitalskem trgu niso bili pretirano nagrajeni za sprejemanje veliko večjega tveganja, kot bi ga predstavljal denimo naložba v delnice na nemškem trgu.

Tabela 4: Povprečne celotne letne donosnosti izbranih borznih indeksov

INDEKS	OBDOBJE	POVPREČEN LETNI KAPITALSKI DOBIČEK (%)	POVPREČNA LETNA DIVIDENDNA DONOSNOST (%)	CELOTNA POVPREČNA LETNA DONOSNOST (%)
S&P 500	1957–2012	6,70	3,60 (1950–2009)	10,30
DAX (30)	1987–2012	8,39	1,48 (1990–2000)	9,87
NIKKEI 225	1950–2012	7,79	1,36 (1970–2000)	9,15
SBI 20	1994–2010	8,68	1,74 (2005–2009)	10,42

Vir: Prirejeno po Deutsche Börse Group, 2012; IndexNikkei: .NI225 quotes&news, 2012; S&P 500: Indexsp: .Inx quotes & news, 2012; Indeksi in svežnji, 2012; R.Kleindienst, Varčevanje v domačih in tujih delnicah, 2001b, str. 418; The Nikkei 225 Index Performance 1914-2005, 2012; J. Pritekelj, Primerjava dividendne politike v Sloveniji s prakso v tujini, 2010, str. 81; S&P 500: Total and Inflation-Adjusted Historical Returns, 2012.

1.4.2 Dolžniški vrednostni papirji

Ključna značilnost dolžniških vrednostnih papirjev je, da se izdajatelj dolžniškega vrednostnega papirja obveže, da bo investitorju povrnil tako glavnico kot tudi pripadajoče obresti, višina obojega pa je opredeljena vnaprej (Kleindienst, 2001b, str. 119). Najpogostejše vrste dolžniških vrednostnih papirjev so: blagajniški zapisi, komercialni zapisi, zakladne menice, zakladni zapisi, ter obveznice. Prve tri oblike spadajo med kratkoročne dolžniške vrednostne papirje z rokom zapadlosti do enega leta, zadnji dve pa sta dolgoročni, in sicer so zakladni zapisi izdani za obdobje od enega do deset let, obveznice pa za obdobje od enega do 30 let. Komercialne zapise izdajajo predvsem finančne organizacije in velika podjetja, običajno pa niso namenjeni fizičnim osebam. Zakladne zapise in zakladne menice izdaja zgolj država, blagajniške zapise pa poleg državnih organov tudi centralna banka, poslovne banke ter druge finančne institucije (Štravs et al., 1995, str. 40).

⁴ Realna donosnost pri ameriškem, nemškem in japonskem indeksu bi bila za slovenske varčevalce seveda drugačna zaradi valutnih razlik.

Obveznice so najpogostejša oblika dolžniških vrednostnih papirjev. Z imenom »obveznica« zajamemo vse dolgoročne dolžniške vrednostne papirje, z izjemo predvsem v ZDA pogosto pojmovanih in že prej omenjenih zakladnih zapisov (*angl. Treasury Notes*). Osnovni elementi vseh naštetih oblik dolžniških vrednostnih papirjev so isti kot pri obveznici (Bobek, 1995, str. 114), zato se v nadaljevanju podrobneje posvečam prav obveznicam.

Obveznica je vrednostni papir, ki izraža dolžniško-upniško razmerje med izdajateljem obveznice (posojiljemalcem) in njenim kupcem (posojilodajalcem). Z njo se izdajatelj obveže, da bo lastniku obveznice v določenem času, daljšem od enega leta, vrnil posojeni znesek (glavnico), povečan za obresti (Block & Hirt, 1996, str. 311). Vsaka obveznica ima v njeni pogodbeni dokumentaciji (*angl. bond indenture*) določeno nominalno (osnovno) vrednost obveznice oziroma posojeni znesek, ki predstavlja glavnico. Določeno ima tudi valuto, v kateri je denominirana. Večina obveznic ima tudi določen datum zapadlosti (dospetja), ki označuje datum dokončnega poplačila vseh obveznosti izdajatelja, kuponsko obrestno mero, ki določa višino obrestnih prihodkov imetnika obveznice ter tudi frekvenco izplačil (letno, polletno ali četrtletno) obresti (Bodie, Kane & Marcus, 2003, str. 296).

Vlagatelji imajo širok spekter izbire različnih vrst obveznic. V grobem jih **glede na izdajatelja** lahko delimo na (Brigham & Houston, 2003, str. 351):

- državne obveznice (izdaja jih državna vlada oziroma finančno ministrstvo);
- komunalne obveznice (izdaja jih krajevna ali deželna oblast in javne ustanove);
- podjetniške obveznice (izdajajo jih podjetja);
- tuje obveznice (izdajajo jih tuje države ali podjetja).

Poleg teh štirih bi lahko glede na izdajatelja razlikovali še obveznice paradržavnih organizacij ter obveznice finančnih institucij (Zupančič, 2006, str. 6). Ko govorimo o podjetniških obveznicah, lahko te delimo **glede na jamstvo**, in sicer na nezavarovane, pri katerih imajo imetniki zahtevke le do dohodka izdajatelja, ne pa tudi do konkretnega dela njegovega premoženja, in na zavarovane, pri katerih je predmet jamstva določena oblika lastnine, pogosta vrsta teh so hipotekarne obveznice, pri katerih je zavarovanje dano v obliki nepremičnine ali celotnega imetja družbe (Svilan, 1990, str. 60–61).

Po strukturi bi lahko obveznice delili na (Zupančič, 2006, str. 7–9):

- običajne obveznice – *angl. plain vanilla bond* (to so obveznice s fiksno obrestno mero, definirano zapadlostjo, obrestnimi kuponi, ki se izplačujejo periodično, ob zapadlosti pa se izplača zadnji kupon in celotna glavnica);
- obveznice s spremenljivo obrestno mero (običajno je pri teh obveznicah obrestna mera vezana na referenčno obrestno mero, npr. EURIBOR);
- obveznice brez kuponov (te obveznice ne izplačujejo kuponskih obresti, prodajajo se ceneje od njihove nominalne vrednosti, ob zapadlosti pa se kot razlika med nakupno in nominalno vrednostjo realizira donos);

- amortizacijske ali anuitetne obveznice (te obveznice periodično poleg obrestnih kuponov izplačujejo tudi del glavnice, tako da je celotna vrednost izplačil enakomerno porazdeljena z amortizacijskim načrtom od začetka do zapadlosti obveznice);
- obveznice, ki vključujejo opcije (najpogostejši opciji sta odpoklicna opcija, ki zagotovi izdajatelju pravico, da svoj dolg delno ali v celoti poplača pred zapadlostjo obveznice ter prodajna opcija, ki omogoča imetniku obveznice ob vnaprej določenih datumih (eden ali več) pravico prodaje obveznic izdajatelju po nominalni vrednosti);
- konvertibilne in zamenljive obveznice (prve so obveznice, ki jih imetnik lahko zamenja za določeno število delnic izdajatelja, druge pa lahko imetnik zamenja tudi za delnice podjetja, ki ni izdajatelj obveznice);
- obveznice, ki se glasijo na dvojno valuto (pri teh obveznicah sta obresti in glavnica izplačani v dveh različnih valutah, ponavadi obresti v domači, glavnica v tuji);
- obveznice z nakupnim bonom (tem obveznicam je dodan nakupni bon, s katerim dobi kupec pravico nakupa delnice ali dodatne obveznice v prihodnosti po določeni ceni);
- obveznice brez dospelja (te obveznice odlikuje posebnost, da glavnica nikoli ne dospe, periodično pa prinašajo enak znesek obresti (Mramor, 1993, str. 202));
- evroobveznice (to so obveznice, denominirane v drugi valuti, kot je valuta države, v kateri se izdaja (Bodie et al., 2003, str. 33)).

Zgoraj našteje so le najbolj pogoste obveznic, ki se razlikujejo po strukturi, poleg teh najdemo še vrsto drugih, večina izmed njih pa že spada med strukturirane vrednostne papirje.

Obveznice splošno veljajo za zelo nizko tvegan instrument varčevanja. Kljub temu pa so vlagatelji izpostavljeni nekaterim tveganjem⁵. Kot prvo bi izpostavil **tveganje spremembe obrestne mere**. Cena obveznice se spreminja v nasprotni smeri sprememb tržnih obrestnih mer. Tako se v primeru zvišanja tržnih obrestnih mer cena obveznice zniža. V tem primeru investitor, ki proda obveznico pred dospeljem, realizira kapitalsko izgubo (Fabozzi, 2001, str. 22). S tem tveganjem je povezano tudi **tveganje reinvestiranja**, saj bo investitor zaradi morebitnega padca tržnih obrestnih mer primoran reinvestirati prejete kuponske obresti po nižji obrestni meri od sprva pričakovane. **Kreditno tveganje** je tveganje, da izdajatelj obveznice ne bo sposoben izplačati obresti in/ali glavnice. Kreditno tveganje je ponavadi za vsako obveznico ocenjeno vnaprej s strani mednarodnih agencij, ki podeljujejo bonitetne ocene⁶. **Tveganje odpoklica** je povezano z obveznicami, pri katerih imajo izdajatelji odpoklicno opcijo. Izdajatelji tako odpokličejo oziroma vnaprej poplačajo obveznice, ko se tržne obrestne mere občutno znižajo. **Tveganje inflacije** je tveganje, da bo inflacija v naložbenem obdobju višja od pričakovane ter bo zaradi tega prišlo do manjše realne donosnosti obveznic od pričakovane. **Valutno tveganje** je prisotno v primeru, da je obveznica denominirana v valuti, ki je tuja za vlagatelja. Tako lahko apreciacija domače valute vlagatelja proti valuti, v kateri je denominirana obveznica, povzroči zmanjšanje pričakovane donosnosti. **Likvidnostno tveganje** je tveganje, da imetnik obveznice v trenutku, ko le-to hoče prodati, ne more tega storiti po zanj primerni ceni (Fabozzi, 2000, str.

⁵ Čeprav pri lastniških vrednostnih papirjih tveganj podrobneje nismo preučili, veljajo tudi zanje vse tukaj omenjene vrste tveganj z izjemo tveganja odpoklica ter deloma tudi kreditnega tveganja.

⁶ Bonitetne ocene obveznic po kriterijih agencij Fitch, Moody's in Standard & Poor's se nahajajo v Prilogi 3.

5–8). **Deželno tveganje** zajema širok spekter različnih tveganj, povezanih s samo državo naložbe. V grobem lahko to razdelimo na politično, socialno ter ekonomsko tveganje. To je podlaga, da bonitetne agencije vsaki državi dodelijo oceno, ki potem, tako kot se to dogaja tudi pri kreditnem tveganju, določa pribitke na zahtevano donosnost obveznice (Prohaska, 1999, str. 193–196).

Po Zakonu o dohodnini (ZDoh-2) so pri obveznicah izplačani kuponi obdavčeni v višini 20 %, enako tudi dividende pri delnicah. Za razliko od delnic, kjer znaša obdavčitev dobička pri prodaji delnic v prvih petih letih 20 %, po petih letih 15 %, po desetih letih 10 %, po petnajstih letih 5 %, po dvajsetih letih 0 %, kapitalski dobiček pri obveznicah nikoli ni obdavčen.

Pri obveznicah poznamo več stopenj donosa – donosnosti⁷ (Prohaska, 1999, str. 64–69):

- **kuponska stopnja donosa** je obrestna mera obveznice in je pogodbeno določena. Gre za nominalno donosnost in predstavlja določen odstotek (od) nominalne vrednosti obveznice;
- **tekočo donosnost** izračunamo tako, da nominalno obrestno mero delimo z nakupnim tečajem obveznice. Pove nam zgolj, kolikšen odstotek plačanega zneska ob nakupu obveznice bomo prejeli vsako leto v obliki kuponskih obresti. Tekoča donosnost je tako enaka kuponski stopnji donosa, ko je tržna vrednost obveznice enaka nominalni;
- **donosnost v določenem obdobju** računamo v primeru, ko obveznice ne držimo od njene izdaje do dospelja, izračunamo pa jo tako, da vsoto prihodkov, ki smo jih imeli od obveznice v obdobju imetja (obresti in kapitalske dobičke), delimo s ceno obveznice na začetku obdobja;
- **stopnja donosa do dospelja** je tista obrestna mera, ki tržno ceno obveznice izenači s sedanjo vrednostjo pričakovanih denarnih zneskov (obresti). Predpostavlja se, da bodo vse obresti takoj reinvestirane po obrestni meri, ki je enaka donosnosti do dospelja;
- **celotna donosnost** upošteva poleg nominalne vrednosti obveznice in izplačanih kuponov tudi vse dejanske obresti na reinvestirane kupone. Lahko jo računamo za nazaj, takrat je ta eksaktna, lahko pa tudi za vnaprej, a moramo čimbolj natančno predvideti gibanje obrestnih mer, le tako je ta donosnost realnejša od prejšnje;
- **stopnja donosa do odpoklica** se računa le pri obveznicah z odpoklicno opcijo in v njenem izračunu, ki je sicer podoben kot pri stopnji donosa do dospelja, upošteva premijo za odpoklic v predvidenemu času odpoklica.

Pri obveznicah pogosto govorimo tudi o **zahtevani donosnosti**. Ta je definirana kot minimalna donosnost, po kateri bo vlagatelj sprejel neko investicijo oziroma v primeru obveznic posodil denar (Required rate of return, 2010). Posredno se oblikuje prek sekundarnega trga vrednostnih papirjev, njen največji pomen pa je v tem, da vpliva na višino obrestnih mer (strošek dolga), katere bo v prihodnjih izdajah obveznic (zadolževanju) moral izdajatelj (posojilodajalec) plačevati investitorjem (posojilodajalcem). Na naslednji strani, v Tabeli 5 se nahaja dejanski pregled različnih vrst donosnosti obveznic v Sloveniji, evroobmočju, EU ter ZDA.

⁷ Enačbe za izračune navedenih donosnosti obveznic se nahajajo v Prilogi 4.

Tabela 5: Pregled različnih vrst donosnosti širše palete obveznic

PREDMET OPAZOVANJA	OBDOBJE ALI TRENUTEK OPAZOVANJA	VREDNOST OPAZOVANEGA PREDMETA (%)
Povprečna zahtevana donosnost na 10-letne državne obveznice držav evroobmočja	Februar 2012	6,24
Povprečna zahtevana donosnost na 10-letne državne obveznice držav EU	Februar 2012	5,58 ⁸
Zahtevana donosnost na slovenske 10-letne državne obveznice	Februar 2012	5,73
Povprečna kuponska donosnost vseh 19-ih, v trenutku opazovanja izdanih obveznicah RS, ki kotirajo na Ljubljanski borzi	Februar 2012	4,72
Povprečna donosnost do dospelja vseh 19-ih, v trenutku opazovanja izdanih obveznicah RS, ki kotirajo na Ljubljanski borzi	Februar 2012	4,67
Povprečna kuponska donosnost 48-ih v trenutku opazovanja izdanih nedržavnih obveznic, ki kotirajo na Ljubljanski borzi	Februar 2012	4,74
Povprečna donosnost do dospelja 48-ih v trenutku opazovanja izdanih nedržavnih obveznic, ki kotirajo na Ljubljanski borzi	Februar 2012	5,20
Povprečna kuponska donosnost 6-ih tipičnih podjetniških obveznic, ki kotirajo na Ljubljanski borzi	Februar 2012	6,91
Povprečna donosnost do dospelja 6-ih tipičnih podjetniških ⁹ obveznic, ki kotirajo na Ljubljanski borzi	Februar 2012	6,91
Povprečna letna donosnost ameriških državnih obveznic	1958-2008	6,30
Povprečna letna donosnost podjetniških obveznic z bonitetno oceno AAA	1958-2008	6,52
Povprečna letna donosnost podjetniških obveznic z bonitetno oceno BBB	1958-2008	6,92

Vir: Prirjeno po Deutsche Bank, *100 years of Corporate Bond Returns Revisited*, 2008, str. 8; ECB: *Long term interest rates*, 2012; Ljubljanska borza d.d., 2012.

⁸ V normalnih razmerah je povprečna zahtevana donosnost na 10-letne državne obveznice držav evroobmočja manjša od tiste vseh držav EU, a razlog, da v tem primeru ni tako, najdemo v visoko zahtevani donosnosti na grške državne obveznice, ki je v februarju 2012 znašala kar 29,24 %.

⁹ Z besedno zvezo »tipične podjetniške obveznice« mislimo, na tiste, ki niso izdane s strani finančnih ustanov ali pa podjetij v 100 % državni lasti.

1.5 Varčevanje v investicijskih skladih

Investicijska družba je finančni posrednik, ki zbira denarna sredstva individualnih investitorjev ter jih zanje nalaga v različne vrednostne papirje in ostale naložbene instrumente (Bodie et al., 2003, str. 100). Ista investicijska družba pa lahko ima več investicijskih skladov, ki predstavljajo ločeno premoženje (Ribnikar, 1999, str. 218). Investicijski skladi svojim uporabnikom ponujajo vrsto prednosti pred drugimi oblikami varčevanja. Z veliko razpršitvijo premoženja zmanjšujejo investicijsko tveganje varčevalcev, nudijo strokovnost in enostavnost upravljanja prihrankov, likvidnost sredstev, nižje transakcijske stroške, prihranek časa, velik nadzor nad vloženimi sredstvi, vnaprej ocenjene stopnje tveganja ter samostojnost izbire le-teh (Mramor, 2000a, str. 89). V primeru nakupa delnice oziroma kupona investicijskega sklada postane vlagatelj posredno lastnik vseh vrednostnih papirjev, ki jih ima sklad v svojem portfelju (Kleindienst, 2001, str. 437). Vrednost njegovega vložka niha v odvisnosti od nihanja tečajev vrednostnih papirjev, ki sestavljajo premoženje (portfelj) posameznega investicijskega sklada (Mramor, 2000a, str. 89).

Poznamo več različnih delitev investicijskih skladov. Bodie et al. (2003, str. 101) navajajo kot prvo temeljno delitev na tiste sklade, ki imajo skozi čas poslovanja fiksni portfelj, primeri takih skladov so *unit investment trust*, ter na tiste, ki so aktivno upravljani, kot posledica pa se njihov portfelj pogosto spreminja. Mramor (2000a, str. 91) pri tej delitvi dodaja še sklade, za katere je značilno, da dalj časa ohranjajo nespremenjen portfelj, primer takih skladov so indeksni skladi, ki so 100 % vezani na nek borzni indeks. Med aktivno upravljanimi skladi najdemo dve osnovni skupini, in sicer zaprte investicijske sklade ter odprte oziroma vzajemne investicijske sklade. Glavna razlika med obema je, da imajo zaprti investicijski skladi fiksno število enkrat izdanih delnic, ki, čeprav imajo v ozadju portfelj številnih vrednostnih papirjev, kotirajo kot ena delnica na borzi. Pri odprtem skladu pa se število enot sklada neprestano spreminja, vlagatelj kupi ali proda enote sklada neposredno družbi, ki upravlja ta sklad. Ker so odprti investicijski skladi oziroma vzajemni skladi precej pogostejši od zaprtih in obsegajo 90 % vseh investicij v investicijske sklade, se v nadaljevanju posvečam prav tem.

Vzajemni sklad (v nadaljevanju tudi VS) je splošno ime za odprt investicijski sklad. Mramor (2000a, str. 99) ga definira kot premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje in ki je bilo financirano z denarjem fizičnih ali pravnih oseb ter je v lasti teh oseb. Vzajemni sklad ni pravna oseba, oblikuje ga lahko samo družba za upravljanje (DZU). Obseg izdanih kuponov sklada ni omejen in se jih vsak dan izda toliko, kolikor je po njih povpraševanja. Njihovi lastniki pa jih lahko kadarkoli unovčijo po dnevni tržni vrednosti, brez da bi bili predmet prodaje in nakupa na borzi. Premoženje vzajemnih skladov je razdeljeno na enake enote, tako imenovane investicijske kupone, ki se glasijo na ime in so neprenosljivi na drugo osebo (Mramor, 1993, str. 93).

Vzajemni skladi imajo med seboj različne investicijske cilje ter nanje vezano investicijsko politiko, kar posledično vpliva tudi na pričakovano donosnost in tveganje skladov. Glede na to v nadaljevanju opisujem lastnosti najpomembnejših skupin vzajemnih skladov (Bodie et al., 2003, str. 104–105).

Skladi denarnega trga (*angl. money market funds*) investirajo predvsem v visokokakovostne kratkoročne dolžniške vrednostne papirje. Stopnja tveganja teh skladov je najnižja med vsemi vrstami skladov, temu primerna pa tudi donosnost (Mramor, 2000a, str. 93).

Delniški skladi (*angl. equity funds*) investirajo predvsem v delnice in so zato najbolj tvegana oblika vzajemnih skladov. Med seboj pa imajo zelo raznovrstne cilje in jih tako lahko v grobem razdelimo na dve temeljni vrsti, in sicer: (a) sklade vrednosti ali dohodkovne sklade, ki imajo v portfelju predvsem delnice zrelih podjetij z visokimi dividendami ter (b) sklade rasti, ki zasledujejo predvsem kapitalske dobičke. Obstajajo pa tudi skladi rasti in dohodka v enem ter tudi številne druge različice, kot so skladi majhnih podjetij, mednarodni in globalni skladi, agresivni skladi rasti ipd. (Kleindienst, 2001b, str. 452). Hitro lahko ugotovimo, da je glavni predmet razlikovanja med delniškimi skladi kombinacija med pričakovanim povečanjem vrednosti delnic, pričakovanim tekočim donosom delnic (dividende) in varnostjo (Ribnikar, 1999, str. 220).

Obvezniški skladi (*angl. bond funds*) investirajo zbrana sredstva predvsem v dolžniške vrednostne papirje. Njihov cilj je zagotovitev tekočih in stabilnih prihodkov (Svilan, 1990, str. 202). Donosnost teh skladov temelji predvsem na prejetih kuponskih obrestih obveznic, kapitalski dobički običajno prispevajo manjši del. Ti skladi so običajno veliko primernejši način varčevanja denarja za večino fizičnih oseb od direktnega nakupa obveznic, saj običajno posamezniki težko dobro razpršijo privarčevan denar med več različnih obveznic zaradi velikih apoenov (nominalne vrednosti ene enote), ki znašajo v večini primerov vsaj 1000 EUR, lahko pa tudi 50.000 EUR ali celo več (Graham, 2003, str. 107). Seveda imajo obvezniški skladi tudi določene slabosti v primerjavi z direktnim investiranjem v obveznice, saj je donosnost skladov težko predvideti, večina teh skladov pa tudi ne izplačuje periodično obresti, ampak se te izkažejo v obliki kapitalske rasti vrednosti enote premoženja (VEP). Veliko obvezniških skladov je osredotočenih zgolj na določeno vrsto obveznic, v svetu tako prevladujeta dva tipa takih skladov, in sicer skladi državnih obveznic ter skladi visokokakovostnih podjetniških obveznic (Kleindienst, 2001b, str. 454). Poleg teh dveh vrst skladov pa lahko najdemo tudi sklade komunalnih obveznic, sklade hipotekarnih obveznic idr. Pogosto razlikovanje obvezniških skladov je tudi glede na ročnost obveznic, tveganost obveznic ter predvsem v ZDA tudi obdavčljivost obveznic v portfelju. Seveda pa obstajajo tudi skladi raznovrstnih obveznic, prav ti pa prevladujejo v Sloveniji. Investitorji v te sklade so izpostavljeni podobnim tveganjem kot pri neposrednem vlaganju v obveznice (Kleindienst, 2001b, str. 454).

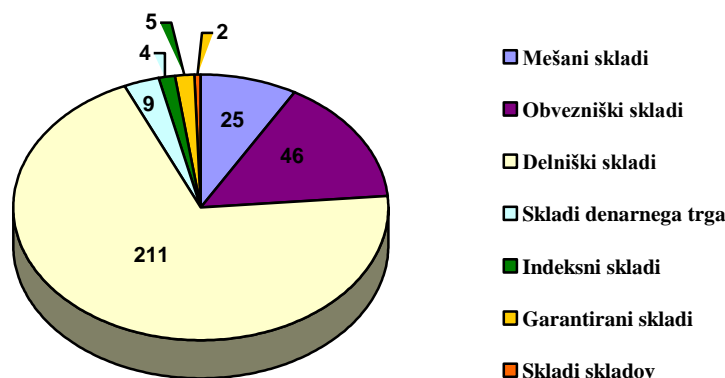
Mešani skladi svoje premoženje vlagajo v delnice, obveznice ter kratkoročne vrednostne papirje (denarne rezerve), običajno v relativno fiksnem razmerju med temi naložbenimi skupinami. Delimo jih na dve veliki skupini, in sicer uravnotežene sklade (*angl. balanced funds*) in sklade dohodka (*angl. income funds*). Prvi skušajo maksimalno zmanjšati tveganje, a brez odrekanja dolgoročni rasti. Običajno imajo pol premoženja v delnicah, preostanek pa v obveznicah in denarnih rezervah (Kleindienst, 2001b, str. 450). Drugi imajo za glavni cilj varnost glavnice, a so odprti za zmerno tvegane investicije. Pri teh skladih delnice večinoma tudi rahlo prevladujejo. Pri naložbah v obveznice pa dajejo prednost podjetniškim pred državnimi

(Štravs et al., 1995, str. 87). Poleg teh dveh vrst mešanih skladov pa velja omeniti še sklade aktivne razporeditve premoženja (*angl. asset allocation funds*), ki se od prvih dveh razlikujejo po tem, da delež posameznih naložbenih skupin skozi čas močno in hitro spreminjajo v odvisnosti od napovedi analitikov za prihodnost. Ta podvrsta mešanih skladov je zato tudi najbolj tvegana, saj lahko v določenem trenutku razporedi tudi praktično vse naložbe v delnice (Kleindienst, 2001b, str. 451).

Poleg teh glavnih štirih skupin vzajemnih skladov velja omeniti še **panožne ali sektorske sklade** (*angl. specialized sector funds*), ki svoje premoženje vlagajo izključno v določene sektorje, navadno so ti skladi delniški, lahko so pa tudi mešani. Na tej točki bom še enkrat omenil tudi **indeksne sklade** (*angl. index funds*), ki so bili predvsem v času med 1980 in 2000 najhitreje rastoči skladi na svetu, zaradi nizkih stroškov upravljanja ter donosnostjo, ki presenetljivo prekaša večino aktivno upravljanih skladov ravno za razliko v stroških upravljanja (Kleindienst 2001b, str. 455–460). Obstajajo pa tudi **skladi skladov**, **garantirani skladi** ter **regionalni skladi**, slednji investirajo samo v vrednostne papirje določene regije ali skupine držav.

Stroški so eden ključnih dejavnikov, ki pomembno vplivajo na končno donosnost naložbe. Ločimo posredne in neposredne stroške. Med neposredne stroške spadata vstopna provizija, ki trenutno v Sloveniji znaša do 6,5 %, ter izstopna provizija, ki znaša do 3 %, obe plača vlagatelj v denarju. Posredni stroški, med katere sodita upravljavska (do 3 %) ter skrbniška provizija (do 2,13 %), pa se kažejo v nižjem donosu naložbe (Vzajemci, 2012). Seveda ne računajo vsi skladi vseh teh stroškov. Pri skladih denarnega trga so ti minimalni, tudi pri obvezniških skladih so ti precej nižji kot pri delniških. Ti stroški so zagotovo velika slabost skladov, na katero mora varčevalec biti zelo pozoren. Poleg tega je slabost skladov tudi to, da posameznik, ki postane »delničar« sklada, nima pravice upravljanja niti v skladu niti v podjetju, kamor so šli njegovi prihranki (Ribnikar, 1999, str. 221). Po davčnem vidiku so kapitalski dobički pri vseh vrstah investicijskih skladov v Sloveniji po Zakonu o dohodnini (ZDoh-2) enako obdavčeni kot kapitalski dobički pri delnicah. Opisani so v poglavju 1.4.2.

Slika 3: Število investicijskih skladov po vrstah v Sloveniji



Vir: Vzajemci, 2012.

Donosnost vzajemnega sklada v nekem obdobju je odstotkovna razlika med vrednostjo enote premoženja sklada v začetku obdobja ter na koncu obdobja (Chand, 1998). Če hočemo dobiti čisto donosnost, moramo odbiti še vse neposredne stroške, a sem to pri prikazu v Tabeli 6, zanemaril. V tej tabeli najdemo prikaz donosnosti vzajemnih skladov v Sloveniji in v ZDA. Povprečna letna donosnost skladov je bila izračunana na desetletni ravni. Če bi pogledali dlje v preteklost, v Sloveniji ne bi bilo dovolj vzajemnih skladov, da bi bil prikaz smotrni. Izmed vseh 291 skladov, ki se trenutno tržijo v Sloveniji, je bilo zgolj 17 (prikaz donosnosti in standardnih odklonov vseh se nahaja v Prilogi 6) izmed teh v Sloveniji tudi dejansko prisotnih deset let nazaj, zato sem samo te upošteval pri prikazu donosnosti v Tabeli 6. Skupina skladov denarnega trga v Tabeli 6 ni bila upoštevana, saj se je prvi tovrstni sklad – KD MM v Sloveniji pojavil šele leta 2005. Od takrat ima povprečno letno donosnost 3,68 % pri praktično ničelnem (0,009%) standardnem odklonu, ki izraža volatilitnost in prikazuje mero tveganja verjetnostne porazdelitve. Standardni odklon je tako tehtano povprečje odklonov od pričakovane stopnje donosov. Meri, koliko lahko pričakujemo, da bo dejanska vrednost odstopala od pričakovane vrednosti. Večji kot bo standardni odklon naložbe, širša bo verjetnostna porazdelitev, saj bodo možne donosnosti različnejše od pričakovane stopnje donosa, zato bo tveganje večje (Brigham, 1999, str. 28–31).

Kot lahko vidimo v Tabeli 6, so bili po povprečni letni donosnosti v opazovanem obdobju prvi mešani vzajemni skladi s 5,07 %, njihov standardni odklon pa je znašal 1,35 %, drugi so bili delniški skladi s 4,69 %, njihov standardni odklon je znašal 2,02 %, tretji pa so bili obvezniški skladi s 4,27 %, njihov standardni odklon pa je znašal 0,31 %. Pri primerjavi skladov v ZDA s tistimi v Sloveniji v istem obdobju ugotovimo, da so donosnosti obvezniških in delniških skladov več kot 10 % nižje v Sloveniji, pri mešanih skladih pa je ravno obratno.

Tabela 6: Donosnost vzajemnih skladov med 24. aprilom 2002 ter 24. aprilom 2012

Opazovani skladi	Število skladov	Celotna povprečna letna donosnost (%)
Obvezniški VS, v Sloveniji prisotni vsaj 10 let	3	4,27
Mešani VS, v Sloveniji prisotni vsaj 10 let	10	5,07
Delniški VS, v Sloveniji prisotni vsaj 10 let	4	4,69
Vsi VS, ki so v Sloveniji prisotni vsaj 10 let	17	4,84
Obvezniški VS v ZDA	3283	5,06
Mešani VS v ZDA	904	4,75
Delniški VS v ZDA	5690	5,37
Vsi VS v ZDA	9877	5,21

Vir: Morningstar, 2012; Vzajemci, 2012

1.6 Ostali instrumenti varčevanja

V predhodnih poglavjih sem opisal najbolj pogoste vrste varčevalnih instrumentov v Sloveniji. V nadaljevanju opisujem še štiri preostale zelo pogoste, in sicer naložbe v nepremičnine, naložbene certifikate, surovine in prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje oz. drugi steber.

1.6.1 Nepremičnine

Zelo pogost način naložbe večje količine privarčevanega denarja je nakup **nepremičnine** ter oddajanje le-te v najem. Donos na nepremičnino oziroma stanovanje je sestavljen iz najemnin, ki predstavljajo tekoči donos, in iz morebitne rasti cene nepremičnine, ki predstavlja kapitalski dobiček. Skupen donos od tovrstnih investicij je relativno dober v razmerah, ko rastejo cene nepremičnin in se s tem ustvarja pozitiven kapitalski dobiček. Ko pa cene nepremičnin padajo oziroma stagnirajo in investitorju ostaja le tekoči donos, pa je donosnost slabša. Dolgoročno gledano znašajo letne najemnine okrog 7 % vrednosti nepremičnin, v Sloveniji pa so nekoliko nižje (Pirc, 2008). Alternativa neposredni naložbi v nepremičnine so nepremičninski skladi, a pri nas še niso prisotni.

1.6.2 Naložbeni certifikati

V zadnjih nekaj letih postajajo v Sloveniji vedno bolj priljubljeni naložbeni certifikati¹⁰. Ti spadajo med novejšje varčevalne instrumente. Pravi razcvet, kar se tiče zanimanja, so doživeli ob večjem padanju borznih tečajev po letu 2000, predvsem v kontinentalni Evropi. Investitorje namreč pri njih privlači, da lahko z njimi oplemenitijo svoj denar tudi ob padanju borznih tečajev ter da so navadno manj tvegani od neposrednih naložb v delnice, saj imajo pogosto celo garancijo glavnice ali celo določenega dela doseženega dobička (Naložbeni certifikati, 2006). Naložbeni certifikati sodijo med izvedene finančne instrumente, kar pomeni, da je njihova vrednost odvisna od enega ali več drugih vrednostnih papirjev ali druge javno znane spremenljive vrednosti (cene surovine, razmerja med valutama, obrestne mere, indeksi itd.). Uvrščamo jih med dolžniške instrumente, saj se njihov izdajatelj, ki je po navadi banka, obveže izplačati imetniku določen znesek ob zapadlosti pod določenimi pogoji (Ukmar, 2008, str. 3). Te pogoje navadno izdajatelji imenujejo scenariji in so lahko oblikovani na vse mogoče načine. V Sloveniji so obdavčeni tako kot izvedeni finančni instrumenti, kar pomeni, da je v prvem letu davek na dobiček 40 %, od takrat naprej pa so enake stopnje obdavčenja kot pri delnicah in so opisane v poglavju 1.4.2. Naložbeni certifikati običajno kotirajo na borzah, tako da jih lahko prodamo pred zapadlostjo po trenutni tržni ceni. Taka vrsta prodaje pa neposredno izključuje pogoje, vezane na scenarij oziroma morebitno garancijo glavnice. Poleg tveganj, povezanih z osnovnimi instrumenti, ki so predmet naložbenega certifikata, je vlagatelj izpostavljen tudi tveganju, da bo izdajatelj ob zapadlosti plačilno nesposoben (Naložbeni certifikati, 2006). Analiza donosnosti teh certifikatov je pokazala, da je ta v povprečju nižja kot pri neposrednih naložbah v delnice (Sečnik, 2008, str. 2 in 37).

¹⁰ Primer izvlečka prospekta ob izdaji enega od naložbenih certifikatov banke Raiffeisen z opisom vseh scenarijev se nahaja v Prilogi 7.

1.6.3 Surovine

Tudi naložbe v surovine postajajo v Sloveniji vedno bolj pogoste, saj zanje velja, da se bolje od ostalih instrumentov varčevanja odrežejo prav v času nestabilnih razmer. Splošno velja namreč, da cene surovin redko padajo v enakih obdobjih kot delnice (KD Življenje, 2012, str. 3). Količine surovin so omejene, te pa so neobnovljive, zato ohranjajo realno vrednost in zagotavljajo varnost pred inflacijskimi vplivi na dolgi rok. Kot naložbeni instrument so v portfelju zelo primerne za dodatno naložbo, s čimer razpršimo portfelj, večina strokovnjakov pa odsvetuje surovine kot samostojno ali pa prevladujočo naložbo (Raiffeisen Capital Management, 2010). Surovine delimo na (Surovine, 2012): (a) plemenite kovine (zlato, srebro, paladij, platina); (b) industrijske kovine (jeklo, aluminij, svinec, železo, baker, molibden, mineralni pesek, nikelj, tantal, volfram, cink, kositer); (c) energente (nafta, bencin, dizel, zemeljski plin, etanol, premog, uran) ter; (d) kmetijske surovine (gradbeni les, bombaž, kava, kakav, koruza, pomarančni sok, riž, pšenica, sladkor ...).

V surovine je mogoče vlagati na štiri najbolj pogoste načine. Prvi neposreden način je fizični nakup surovin, ki je pri nas za naložbene potrebe pri fizičnih osebah mogoč le za plemenite kovine, prek specializiranih posrednikov. Ta način je zanimiv predvsem zaradi oprostitve plačila davka na kapitalski dobiček, po drugi strani pa je povezan s stroški varnega shranjevanja (Štamulak, 2011). Drugi neposreden način je z vlaganjem v izvedene finančne instrumente (terminske pogodbe, opcijske pogodbe, garancije, različni certifikati), ki se glasijo na surovine, s katerimi se trguje na borzi, ali na indekse surovin. Tretji, ki je posreden način, je z vlaganjem v delnice proizvajalcev surovin. Četrty način je vlaganje v vzajemne sklade, ki trgujejo s surovinami. Tovrstne vzajemne sklade lahko razdelimo na tiste, ki vlagajo neposredno v surovine ter tiste, ki vlagajo zgolj v delnice surovinskih podjetij. Za posreden način vlaganja v surovine velja, da se v kratko ali srednjeročnem pogledu pogosto izgubi pozitiven učinek tovrstne razpršitve naložb, saj pri izrazitih borznih trendih tudi tečajni izdajateljev iz sektorja surovin večinoma sledijo splošnemu gibanju tečajev (Raiffeisen Capital Management, 2010).

Gorton in Rouwenhorst (2006) sta naredila raziskavo glede tveganja, volatilitnosti in donosnosti surovin in ugotovila, da so med 1959 in 2004 naložbe v terminske pogodbe na košarico surovin krepko presegle donosnost košarice surovin v fizični obliki na promptnem trgu, ki bi jo v tem času držali in imele skoraj enako donosnost kot delniški indeks S&P 500 pri manjši volatilitnosti. Povprečna letna donosnost terminskih pogodb na surovine je v opazovanem času znašala 10,31 %, povprečna letna donosnost dejanske košarice surovin v fizični obliki na promptnem trgu pa 3,47 %. Ugotovljena je bila tudi negativna korelacija med gibanjem cen surovin in gibanjem cen delnic in obveznic skozi večino obdobj in tudi dolgoročno. Raziskovalca sta potrdila tudi, da so prednosti razpršitve portfelja s surovinami največje takrat, ko se surovine najbolj porablajo, v času visoke inflacije in ob začetku recesij.

1.6.4 Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje v okviru drugega stebra

Tudi **prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje v okviru drugega stebra** igra zelo pomembno vlogo pri varčevanju v Sloveniji. Pričelo je delovati leta 2001 z namenom, da si bo posameznik zagotovil vsaj takšno razmerje med neto plačo in pokojninskimi prejemki, kot je to veljalo do v letu 1999 spremenjenega Zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (v nadaljevanju ZPIZ) in si bo tako obdržal primeren življenjski standard v starosti. Glavni pogoj, da je lahko posameznik zavarovan s prostovoljnim dodatnim pokojninskim zavarovanjem, ki so ga poimenovali tudi kar drugi steber, je, da je zavarovan tudi z obveznim pokojninskim zavarovanjem, ki predstavlja prvi steber (Burnik, 2000). Izvajalce teh pokojninskih načrtov določa ZPIZ in so lahko zavarovalnice ter pokojninski skladi. Ti so nadalje organizirani, ali kot vzajemni pokojninski skladi (odprti ali zaprti) ali kot pokojninske družbe (MDDSZ, 2012).

Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje nadalje delimo na individualno in kolektivno. Pri prvem je plačnik premije posameznik sam, pri drugem pa delodajalec. Seveda je tudi v drugem primeru denar, ki gre v to vrsto varčevanja, že v osnovi namenjen posamezniku, le da mu ga delodajalec, namesto da bi mu ga izplačeval v obliki plače, nakazuje v pokojninske sklade, pri tem pa posameznika spodbujajo visoke davčne olajšave, ki so pri kolektivni vrsti še višje kot pri individualni. Skupno število ljudi v Sloveniji, ki varčuje za pokojnino na tak način, je decembra 2011 znašalo 537.761 (MDDSZ, 2012). Iz Tabele 7 lahko ugotovimo, da so glede na vrsto izvajalcev pokojninskih načrtov v okviru prostovoljnega dodatnega zavarovanja najbolj uspešne pokojninske družbe, ki so imele pred ostalima dvema vrstama v povprečju skoraj odstotno točko višjo letno donosnost. V Prilogi 7 se nahaja prikaz značilnosti vseh 12 obstoječih produktov. Če gledamo dejansko donosnost pri tistih posamičnih produktih, ki so presegli zajamčeno donosnost, pri tistih, ki te niso presegli pa upoštevamo zajamčeno donosnost, ugotovimo, da je bila povprečna letna donosnost vseh izvajalcev v gledanem obdobju 2,42 %.

Tabela 7: Povprečne letne donosnosti izvajalcev pokojninskih načrtov v okviru dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji v obdobju 2006–2011

Vrsta izvajalca (število)	Število zavarovancev	Povprečna letna zajamčena donosnost (%)	Povprečna letna dejanska donosnost (%)
Vzajemni pok. skladi (6)	257.700	2,07	1,81
Pokojninske družbe (3)	153.435	2,08	2,71
Zavarovalnice (3)	126.626	1,99	1,66
SKUPNO (12)	537.761	2,05	2,00

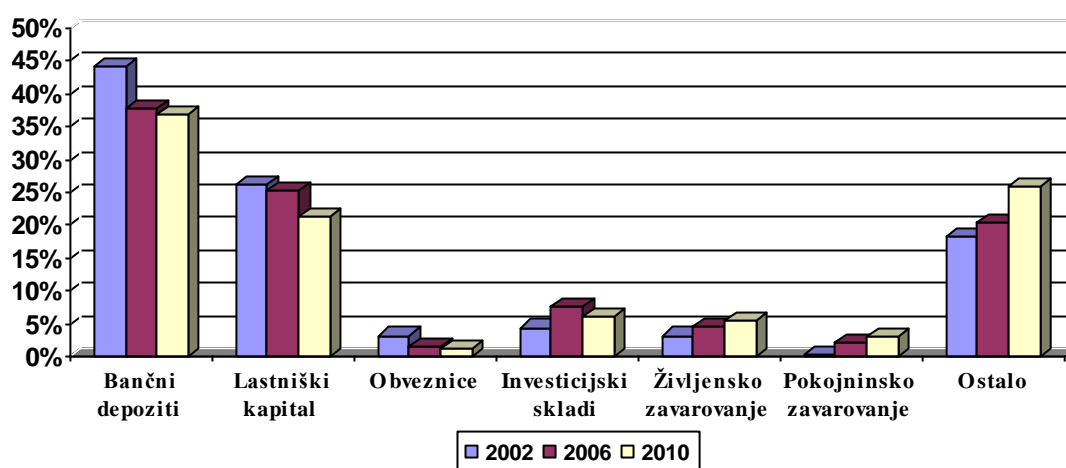
Vir: Prirejeno po Pokojninska družba A, 2012; Moja naložba, 2012.

1.7 Primerjava deleža, namenjenega posameznemu instrumentu varčevanja med Slovenijo in evroobmočjem

1.7.1 Finančno premoženje Slovencev po instrumentih varčevanja od leta 2002 do leta 2010

Skupno finančno premoženje slovenskih gospodinjstev je leta 2002 znašalo 19.104 milijone EUR, leta 2010 pa 41.788 milijone EUR, kar predstavlja 118,74 % rast v 8 letih ali 10,28 % letno (Banka Slovenije, 2011, str. 10; Banka Slovenije, 2007, str. 11). Na Sliki 4 lahko vidimo primerjavo finančnega premoženja Slovencev med leti 2002, 2006 in 2010 po glavnih instrumentih varčevanja prikazanih skozi ta obdobja. Hitro lahko opazimo, da je delež ostalih vrst instrumentov varčevanja velik. Kategorijo »ostalo« predstavlja predvsem gotovina, katero v resnici sploh ne moremo šteti za instrument varčevanja. Zanimivo je, da se je delež gotovine v vsem finančnem premoženju Slovencev postopoma povečal od leta 2002 do leta 2010 s 5 % deleža v celotnem finančnem premoženju na 16,4 %, kar si lahko razlagamo s tem, da so Slovenci od začetka gospodarske krize izgubili precej zaupanja v varčevalne instrumente in imajo velik del likvidnega denarja za varnostno rezervo. Poleg gotovine pa največji delež v kategoriji »Ostalo« predstavljajo tudi posojila denarja z 2,3 % deležem v letu 2010. Na Sliki 4 vidimo, da delež bančnih depozitov pada, kar je najverjetneje posledica tega, da držijo ljudje večji delež gotovine ter da izbirajo raje druge varčevalne instrumente. Pri Banki Slovenije (2011a, str. 9) izpostavljajo kot razlog za to večanje deleža življenjskih zavarovanj in pokojninskih zavarovanj.

Slika 4: Primerjava finančnega premoženja Slovencev med leti 2002, 2006 in 2010



Vir: Prirejeno po Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2011, str. 10; Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2007, str. 11.

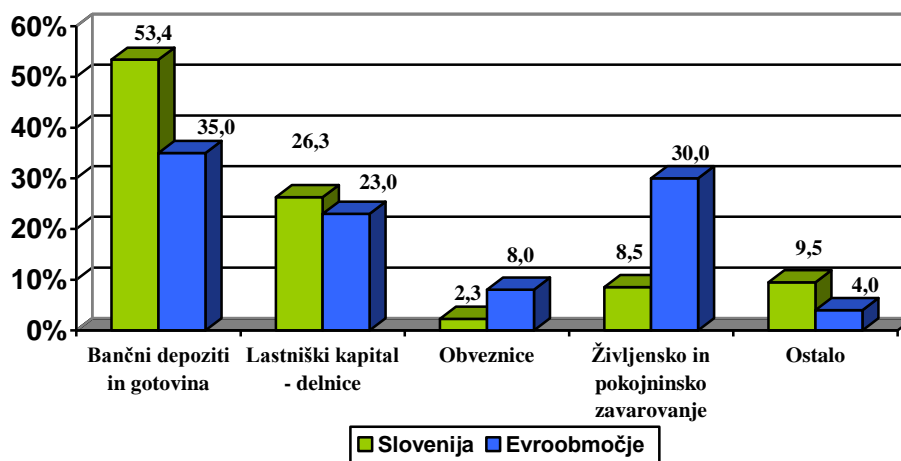
Zanimivo je tudi, da delež lastniškega kapitala, katerega predstavljajo delnice, pada. Strm padec se kaže predvsem v letu 2010, krivdo za ta padec lahko pripišemo slabim razmeram na kapitalskih trgih od konca 2007 naprej. Trend naložb v investicijske sklade je skozi gledano

obdobje pozitiven. Razlog za manjši delež investicijskih skladov v letu 2010, v primerjavi z letom 2006, pa so veliki padci vrednosti enot investicijskih skladov in odprodaje le-teh s strani Slovencev, predvsem leta 2008, zaradi slabih razmer na svetovnih kapitalskih trgih. Nadaljnja razdelitev po vrstah investicijskih skladov, katerih se Slovenci poslužujejo, in primerjava s povprečjem evroobmočja, je prikazana v naslednjem podpoglavju. Na Sliki 4 lahko vidimo tudi negativen trend naložb v obveznice, saj so leta 2002 predstavljale 3,1 % vseh naložb, leta 2006 1,6 %, leta 2010 pa samo še 1,2 %.

1.7.2 Primerjava finančnih naložb prebivalstva v Sloveniji ter prebivalstva celotnega evroobmočja

Finančne naložbe prebivalstva v Sloveniji sem za leto 2010 primerjal z naložbami prebivalstva celotnega evroobmočja na osnovi Poročila o finančni stabilnosti celotnega evroobmočja, ki ga letno izdaja Evropska centralna banka (ECB) ter Poročila o finančni stabilnosti Slovenije, ki ga letno izdaja Banka Slovenije. V poročilu, izdanem s strani ECB (in tudi v ostalih virih), so naložbe prebivalstva evroobmočja prikazane manj detajlno kot pri tistem s strani BS, zato so na Sliki 5, v primerjavi s Sliko 4, ki se nahaja na prejšnji strani, nekatere kategorije združene¹¹, a to ne povzroča prevelike okrnjenosti prikaza, saj je namen tukaj predvsem primerjati delež vseh investicij v obveznice. Kot lahko vidimo na Sliki 5, delež investicij prebivalstva v obveznice z 2,3 % v Sloveniji močno odstopa od povprečja evroobmočja, ki znaša 8 %. Velika odstopanja so tudi pri življenjskih in pokojninskih zavarovanjih ter pri bančnih depozitih in gotovini. Tudi delež investicij v ostale instrumente, ki ne spadajo med prve štiri, je izrazito večji v Sloveniji.

Slika 5: Primerjava naložb po glavnih skupinah varčevalnih instrumentov v Sloveniji in v evroobmočju za leto 2010 (v %)



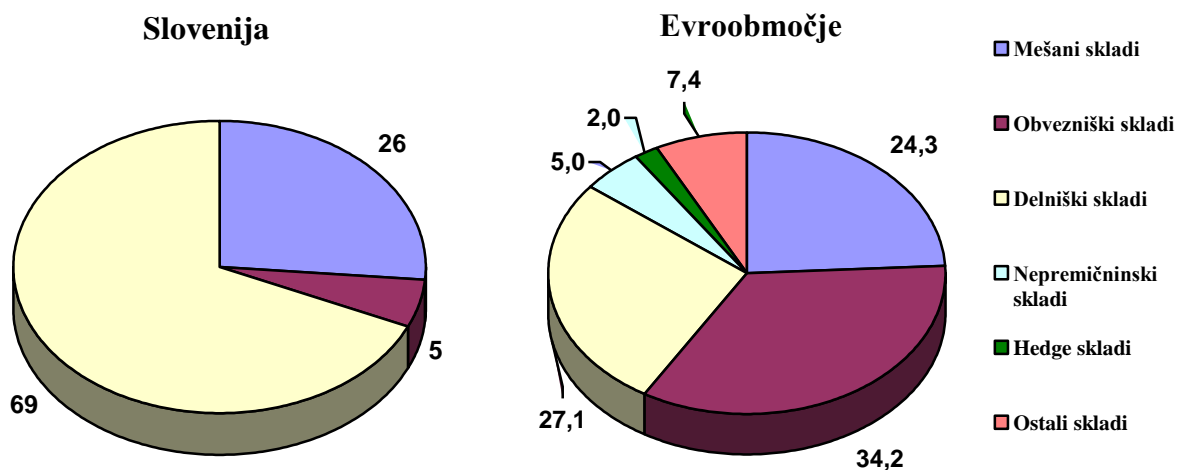
Vir: Banka Slovenije, Poročilo o finančni stabilnosti, 2011, str. 10; Diseminacija - Banka Slovenije, 2012; European central bank, Financial stability review, 2011, str. 55.

¹¹ Kategorijo investicijskih skladov ECB v svojem poročilu ne gleda posamezno, ampak gleda le na dejanske instrumente (depoziti, delnice, obveznice, ostalo), ki so predmet investicijskih skladov.

Primerjava naložb prebivalstva v investicijske sklade po naložbeni politiki med Slovenijo in evroobmočjem, ki je prikazana na Sliki 6, nazorno pokaže velika odstopanja. Slovenci se daleč največ poslužujejo delniških skladov, obvezniški skladi nasprotno igrajo zelo majhno vlogo. Povprečje prebivalstva v evroobmočju pa se največ poslužuje ravno obvezniških skladov, delniškim skladom pa pripada skoraj 42 odstotnih točk manj kot v Sloveniji. Mešani skladi zavzemajo v obeh primerih zelo podoben delež.

Sklade denarnega trga Evropska centralna banka in Banka Slovenije ne prikazujeta med investicijskimi skladi, zato tudi na Sliki 6 ni upoštevana ta kategorija. Po podatkih Agencije za trg vrednostnih papirjev je znašal delež skladov denarnega trga v Sloveniji februarja 2012 1,67 % (ATVP, 2012), po podatkih *European Fund and Asset Management Allocation* (EFAMA) pa je znašal njihov delež v celotni Evropi februarja 2012 kar 18,7 % (EFAMA, 2012, str. 2). Podatki Agencije za trg vrednostnih papirjev potrjujejo, da v Sloveniji praktično ni vseh ostalih vrst skladov, saj imajo zgolj 0,007 % tržni delež.

Slika 6: Primerjava naložb prebivalstva v investicijske sklade po naložbeni politiki med Slovenijo in evroobmočjem februarja 2012 (v %)



Vir: Diseminacija - Banka Slovenije, 2012.

Tako kot pri neposrednih naložbah v obveznice se tudi gledano skozi investicijske sklade nazorno kaže nepriljubljenost obveznic v Sloveniji v primerjavi z evroobmočjem. Prav primerjalno nizek delež naložb slovenskega prebivalstva v obveznice, ki se predvsem prek neposrednih naložb, kot smo videli na Sliki 4, še zmanjšuje, je zelo velika uganka, katero poskušamo razrešiti predvsem z lastno raziskavo v četrtem poglavju tega magistrskega dela.

2 PRIMERJAVA DONOSNOSTI OB HKRATNEM UPOŠTEVANJU TVEGANJA VSEH INVESTICIJSKIH SKLADOV, KI SE TRŽIJO V SLOVENIJI VSAJ 10 LET

Uspešnosti upravljanja premoženja oziroma investicijskega sklada ne smemo ocenjevati samo preko dosežene donosnosti, temveč tudi s primerjavo donosnosti, ki smo jo prilagodili za tveganje, saj so lahko visoke donosnosti plod visoke izpostavljenosti tveganju varčevalcev in ne pametnih odločitev upravljavcev sklada. Večina varčevalcev bi rada dosegla učinkovito kombinacijo med pričakovano donosnostjo in tveganjem, zato so vzporedno z razvojem modela določanja cen dolgoročnih naložb (*angl. capital asset pricing model – CAPM*) razvijalci le-tega hitro prepoznali uporabnost tega modela tudi za namene merjenja uspešnosti upravljanja premoženja oziroma investicijskih skladov. William F. Sharpe in Jack Treynor (oba v letu 1966) ter Michael Jensen (leta 1969) so razvili vsak svoj koeficient, ki omogoča primerjavo donosnosti med investicijskimi skladi oziroma premoženji ob hkratnem upoštevanju tveganja (Bodie et al., 2003, str. 685). Prav s Sharpovim, Treynorjevim in Jensenovim koeficientom izpeljem primerjavo vseh delniških, mešanih ter obvezniških skladov, ki se tržijo v Sloveniji vsaj deset let.

2.1 Sharpov koeficient proučevanih investicijskih skladov

Sharpov koeficient meri realizirano presežno donosnost (premijo za tveganje oziroma donosnost nad donosnostjo netvegane naložbe) na enoto celotnega tveganja, pri tem je celotno tveganje merjeno s standardnim odklonom donosnosti premoženja (Sharpe, 1994, str. 57). Sharpov koeficient nam izmeri nagrado za enoto tveganja, izračunamo ga po naslednji formuli (Bodie et al., 2003, 686):

$$\frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\sigma_p} \quad (1)$$

\bar{r}_p = povprečna donosnost portfelja v preučevanem obdobju

\bar{r}_f = povprečna netvegana donosnost v preučevanem obdobju

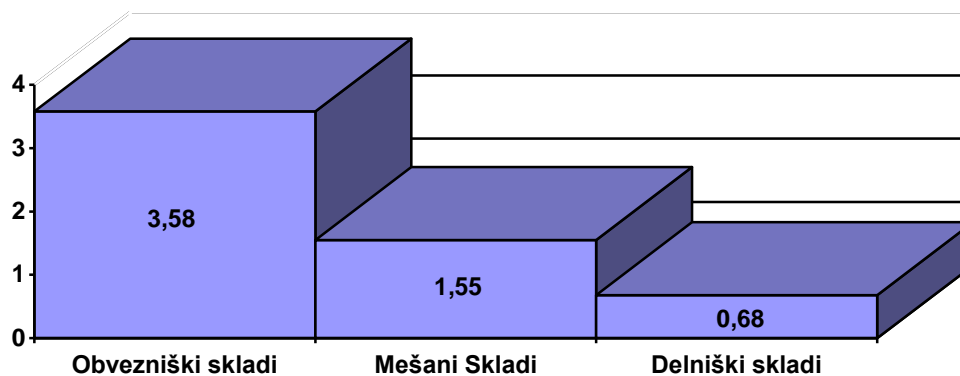
σ_p = standardni odklon donosnosti portfelja v preučevanem obdobju

Višja vrednost Sharpovega koeficienta kaže na večjo stopnjo donosa za enoto tveganja, kar pomeni večjo uspešnost. S tem koeficientom lahko primerjamo tako sklade s podobno naložbeno politiko in ugotovljamo, kateri je bil uspešnejši, kot tudi sklade z različno naložbeno politiko in ugotovljamo, katera politika je bila v gledanem obdobju boljša oziroma kateri sklad je ponudil večjo stopnjo donosa za enoto tveganja in je bil tako primernejši za varčevalca, ki hoče optimizirati kombinacijo med pričakovano donosnostjo in tveganjem (Sharpe, 1994, str. 57).

V nadaljevanju izračunam Sharpov koeficient za desetletno obdobje, ki sega do 24. aprila 2012, vsem 17 investicijskim skladom, ki so dostopni v Sloveniji že od leta 2002. Za netvegano obrestno mero vzamem kar povprečno letno obrestno mero, ki bi jo dobili od bank v Sloveniji za

vezavo denarja nad 1 leto v preučevanem obdobju, in sicer je ta znašala v povprečju 3,26 % letno (Banka Slovenije, 2011, str. 11; Banka Slovenije, 2007, str. 12).

Slika 7: Sharpovi koeficienti po vrstah investicijskih skladov v obdobju od 24. aprila 2002 do 24. aprila 2012



Na Sliki 7, ki prikazuje Sharpove koeficiente po skupinah¹² investicijskih skladov, lahko vidimo, da so imeli v opazovanem obdobju v Sloveniji najvišji donos na enoto celotnega tveganja obvezniški skladi, in sicer 3,58. Drugi so bili mešani skladi, ki so imeli 1,55 enote donosa na enoto celotnega tveganja, tretji pa so bili delniški skladi z 0,68 enote donosa na enoto celotnega tveganja. V Prilogi 9 lahko vidimo, da je posamično gledano najbolj uspešen, po Sharpovem koeficientu, sklad Abančna DZU obvezniški, z natanko šestimi enotami donosa na enoto celotnega tveganja, najmanj uspešen pa KD Rastko z 0,99 enotami izgube na enoto celotnega tveganja.

2.2 Treynorjev koeficient proučevanih investicijskih skladov

Treynorjev koeficient meri realizirano presežno donosnost (premijo za tveganje oziroma donosnost nad donosnostjo netvegane naložbe) na enoto zgolj sistematičnega tveganja premoženja oziroma portfelja investicijskega sklada, in ne celotnega tveganja, kot to počne predhodno opisan Sharpov koeficient (Bodie et al., 2003, str. 686). Sistematično tveganje je tisti del celotnega tveganja, ki je povezano s tveganji na finančnem trgu in jih tudi z razpršitvijo ni mogoče odpraviti (Dimovski & Gregorič, 2000, str. 166). Treynorjev koeficient tako temelji na predpostavki, da investicijski skladi dobro razpršijo premoženje in je tako za njih v veliki meri značilno le sistematično tveganje, ki ga predstavlja beta koeficient premoženja. Treynorjev koeficient izračunamo po naslednji formuli (Bodie et al., 2003, str. 686):

$$\frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\beta_p} \quad (2)$$

\bar{r}_p = povprečna donosnost portfelja v preučevanem obdobju

¹² Posamičen prikaz Sharpovih koeficientov za vsakega izmed opazovanih skladov, ter tudi Beta, Treynorjevih in Jensenovih koeficientov, o katerih je govora v naslednjih dveh podpoglavjih, se nahaja v Prilogi 9.

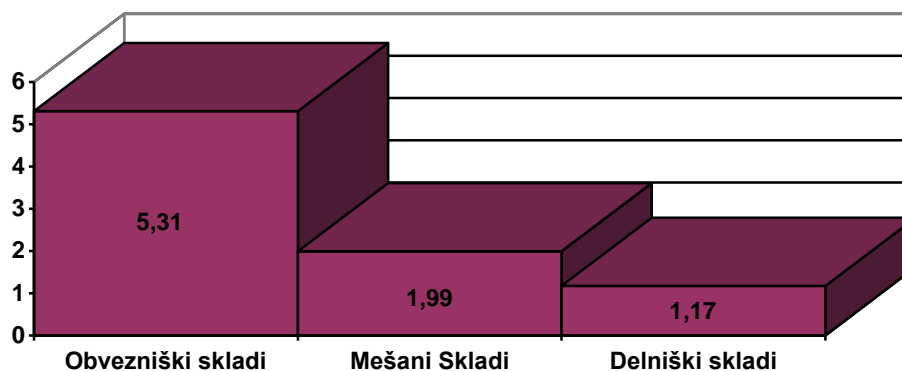
\bar{r}_f = povprečna netvegana donosnost v preučevanem obdobju

β_p = beta koeficient premoženja v preučevanem obdobju

Tudi za ta koeficient velja, da višja kot je njegova vrednost, večja je stopnja donosa na enoto sistematičnega tveganja, in s tem večja uspešnost. Njegov namen in uporabnost sta podobna kot pri Sharpovem koeficientu, tudi rezultati, ki jih poda, so podobni, a zgolj v primeru, da je portfelj sklada dobro razpršen. V nasprotnem primeru Treynorjev koeficient ni primeren za uporabo, izkazuje namreč večjo uspešnost sklada od dejanske (Levišauskaite, 2010, str. 156).

Za izračun Treynorjevih koeficientov za isto skupino 17-ih skladov, kot sem to storil za Sharpove, uporabim isto netvegano obrestno mero, in sicer 3,26 %. Beta koeficiente za posamezne sklade kot mero sistematičnega tveganja izračunamo kot gibanje donosnosti posameznega sklada v primerjavi z gibanjem donosnosti portfelja vseh 17-ih opazovanih skladov. Rezultati, ki jih dobimo in so (grupirano) prikazani na Sliki 8, so pričakovano zelo podobni tistim za Sharpove koeficiente, le da so ti v povprečju rahlo višji. Najvišji donos na enoto sistematičnega tveganja so imeli v opazovanem obdobju obvezniški skladi, in sicer 5,31. Drugi so bili mešani skladi, ki so imeli 1,99 enote donosa na enoto sistematičnega tveganja, tretji pa so bili delniški skladi z 1,17 enote donosa na enoto sistematičnega tveganja. V Prilogi 9 lahko vidimo, da je posamično gledano najbolj uspešen po Treynorjevem koeficientu sklad Abančna DZU obvezniški z 10,10 enote donosa na enoto sistematičnega tveganja, najmanj uspešen pa KD Rastko z 1,22 enote izgube na enoto sistematičnega tveganja.

Slika 8: Treynorjevi koeficienti po vrstah investicijskih skladov v obdobju od 24. aprila 2002 do 24. aprila 2012



2.3 Jensenov koeficient (alfa) proučevanih investicijskih skladov

Jensenov koeficient, ki ga imenujemo tudi Jensenova alfa, meri uspešnost upravljanja portfelja, ki temelji na sistematičnem tveganju. Za razliko od prejšnjih dveh koeficientov, ki predstavljata relativni merili, Jensenov koeficient kaže absolutno uspešnost upravljanja portfelja s prilagoditvijo za sistematično tveganje. Ta koeficient nam izmeri presežno donosnost vrednostnega papirja oziroma portfelja nad njegovo zahtevano donosnostjo, ki je določena s pomočjo modela določanja cen dolgoročnih naložb (CAPM) (Elton & Gruber, 1997, str. 1753).

Jensenov koeficient oziroma Jensenovo alfo izračunamo z naslednjo formulo (Bodie et al., 2003, str. 686):

$$\alpha_p = \bar{r}_p - [\bar{r}_f + \beta_p (\bar{r}_M - \bar{r}_f)] \quad (3)$$

α_p = Jensenov koeficient oziroma Jensenova alfa

\bar{r}_p = povprečna donosnost portfelja v preučevanem obdobju

\bar{r}_f = povprečna netvegana donosnost v preučevanem obdobju

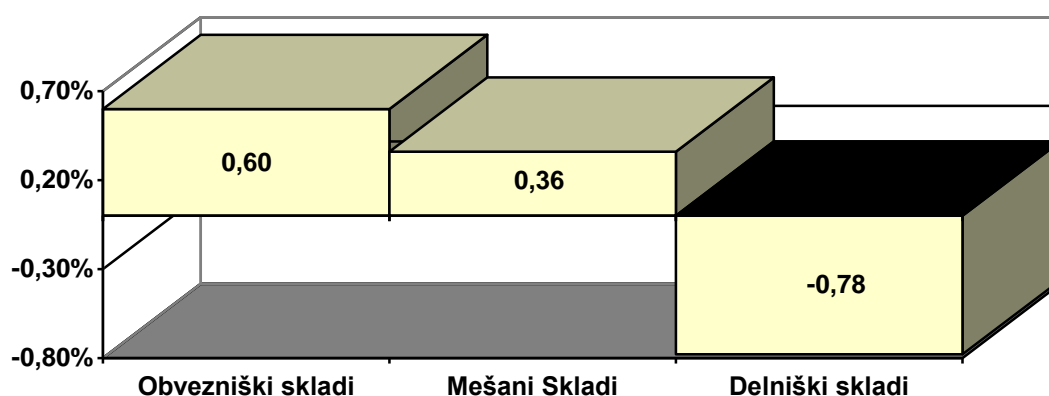
β_p = beta koeficient oziroma ocena tržnega tveganja premoženja v preučevanem obdobju

\bar{r}_M = povprečna donosnost tržnega premoženja v preučevanem obdobju

Pozitiven Jensenov koeficient pomeni večjo donosnost portfelja od pričakovane oziroma presežno donosnost nad tržno, negativen pa nižjo donosnost od pričakovane. Jensenov koeficient nam lahko služi tudi za primerjalne namene, saj višji Jensenov koeficient izraža večjo uspešnost upravljanja portfelja (ASIC, 2002, str. 5).

V Prilogi 9 lahko vidimo, da je v preučevanem obdobju najbolj uspešen, glede na Jensenov koeficient delniški sklad PSP Živa s koeficientom, ki znaša 2,56 %. Najmanj uspešen pa je ravno tako delniški sklad, in sicer KD Rastko z -4,67 %. Slednji se je tako izkazal kot najmanj uspešen po vseh treh dosedanjih koeficientih. Na Sliki 9 lahko vidimo prikaz uspešnosti po Jensenovem koeficientu, in sicer po vrstah investicijskih skladov. Najbolj uspešni so bili tudi po tem koeficientu obvezniški skladi z 0,6 %, na drugem mestu najdemo mešane sklade z 0,36 % na tretjem pa delniške sklade z negativnim Jensenovim koeficientom -0,78 %.

Slika 9: Jensenovi koeficienti po vrstah investicijskih skladov v obdobju od 24. aprila 2002 do 24. aprila 2012 (v %)



Tako izračun Sharpovega koeficienta kot tudi izračun Treynorjevega in Jensenovega koeficienta za investicijske sklade, ki se tržijo v Sloveniji vsaj deset let, nam kažejo, da so obvezniški skladi dobra alternativa ostalim investicijskim skladom ter da bi si zaslužili večjo pozornost slovenskih varčevalcev.

3 VLAGANJE V OBVEZNICE IN TRGOVANJE Z NJIMI TER NJIHOVE PREDNOSTI IN SLABOSTI

3.1 Načini vlaganja v obveznice

Poznamo dva temeljna načina vlaganja v obveznice, in sicer vlaganje z neposrednim nakupom obveznic ter vlaganje v obveznice prek obvezniških investicijskih skladov. Tematiko prednosti in slabosti enega in drugega načina vlaganja v obveznice sem načel že v podpoglavju 1.4.2, na tej točki pa se tematiki podrobneje posvetim, najprej z opisom možnosti nakupa in stroškov, povezanih z obema načinoma vlaganja v obveznice, nato pa še s podrobno primerjavo prednosti in slabosti obeh načinov vlaganja v Tabeli 8, ki se nahaja na naslednji strani.

Neposreden nakup obveznic lahko opravimo na dva načina, in sicer lahko obveznice kupimo ob izdaji na primarnem trgu, ali pa jih prek borznega posrednika kupimo na organiziranem sekundarnem trgu oziroma borzi vrednostnih papirjev ali na »trgu prek okenc« (OTC). V svetovnem merilu (Secondary bond market, 2012) in tudi v Sloveniji (Zaplotnik, 2009) se večina prometa (cca. 85 %) z obveznicami opravi prav prek slednjega. V Evropi je zelo pomemben tudi sistem MTS, ki je na tem področju postal vodilni reguliran sistem za elektronsko trgovanje z obveznicami (Zaplotnik, 2009). Navadno je nakup prek primarnega trga nedostopen za večino vlagateljev, z izjemo nekaterih državnih obveznic, saj se, tudi če so ponudbe javne, tam trguje z veliko večjimi vsotami, kot jih premorejo običajni varčevalci (Primary Market, Bond Auction, 2012). Povprečnemu varčevalcu tako ostane možnost neposrednega nakupa obveznic prek borznega posrednika oziroma borzno posredniške družbe na sekundarnem trgu. Ta pa je povezan z vrsto stroškov, kot so recimo odprtje in letno vodenje računa, provizija borznega posrednika za nakup, nakupna provizija borze (v primeru, da gre prek borze) in nakupna provizija Centralne klirinško depotne družbe (v nadaljevanju KDD) ter tudi ležarina. Pri največji borzno posredniški družbi v Sloveniji, Alti Invest d.d., znaša strošek odprtja računa 13,77 EUR, strošek enoletnega vodenja računa 6,48 EUR, ležarina oziroma minimalno letno nadomestilo za vzdrževanje stanj vrednostnih papirjev v KDD 9 EUR, minimalna provizija za dnevni nakup prek klasičnega trgovanja v Sloveniji 12 EUR oziroma 1 % od nakupa stranke pri znesku do 5000 EUR, pri e-trgovanju pa znaša minimalna provizija na nakup 6 EUR oziroma 0,55 % pri dnevnem prometu stranke do 5000 EUR. Za nakupe na tujih borzah so te provizije še višje, saj nam zaračunajo tudi stroške tujega borznega posrednika. K temu moramo dodati še provizijo Ljubljanske borze, ki pri obveznicah znaša 0,03 % nakupa, ter provizijo KDD, ki znaša 0,028 % nakupa (Alta Invest d.d., 2012). Vsi ti stroški varčevalcu, še posebej pri nižjih vsotah varčevanja, opazno zmanjšajo donosnost neposredne naložbe v obveznice.

Podobno je tudi **naložba v obveznice prek obvezniških investicijskih skladov** povezana s stroški, ki oklestijo donosnost naložbe. Za varčevanje v obvezniških vzajemnih skladih nam sicer ni potrebno odpirati trgovalnega računa, primorani smo zgolj podpisati pristopno izjavo za določen obvezniški sklad in že lahko nakažemo denar na račun sklada, s katerim neposredno pri izdajatelju kupimo enote zelenega sklada. Brez stroškov pa tudi tukaj ne gre. Povprečje vsote

enkratnih vstopnih in izstopnih stroškov obvezniških vzajemnih skladov slovenskih izdajalcev znaša 1,7 % celotne glavnice, povprečna vsota upravljske in skrbniške provizije pri teh istih skladih pa znaša 1,18 % letno (Vzajemci, 2012). Prav zaradi teh stroškov se tudi pri obvezniških skladih bolje odrežejo indeksni oziroma pasivno upravljani obvezniški skladi, ki imajo minimalne (okrog 0,2 % letno) upravljske in skrbniške provizije. Trenutno se v Sloveniji ne trži noben indeksni obvezniški vzajemni sklad, na to alternativo bomo morali še počakati.

Tabela 8: Primerjava prednosti in slabosti pri neposrednem vlaganju v obveznice in vlaganjem prek obvezniških skladov

	Prednosti	Slabosti
NEPOSREDNO VLAGANJE V OBVEZNICE	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Točno vemo, kdaj dobimo izplačane obresti in kdaj glavnico ter koliko znašajo. ▪ Jasen preračun, kakšne donosnosti bomo deležni. ▪ Neobdavčenost kapitalskega dobička v Sloveniji pri obveznicah. ▪ Tveganje spremembe obrestne mere prisotno zgolj skozi oportunitetne stroške. ▪ Večja kontrola nad svojim denarjem. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Slaba dostopnost nekaterim varčevalcem zaradi previsokih apoenov. ▪ Zelo otežena možnost vsakomesečnega vlaganja prihrankov za večino varčevalcev. ▪ Ustrežno razpršitev naložb dosežemo šele pri visokem vložnem znesku, to velja še posebej za podjetniške obveznice. ▪ Večja donosnost pri nekaterih podjetniških obveznicah ne odtehta njihovega večjega kreditnega tveganja. ▪ Nekatero obveznice so slabo likvidne. ▪ Če nimamo dobrega svetovalca, je verjetnost napak pri izbiri obveznic večja.
VLAGANJE V OBVEZNICE PREK OBVEZNIŠKIH SKLADOV	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Enostavnost naložbe in dostopnost vsakomur. ▪ Enostavna možnost mesečnega vlaganja prihrankov. ▪ Že pri nakupu ene same enote dosežemo dobro razpršitev premoženja. ▪ Visoka likvidnost. ▪ Profesionalno upravljanje s portfeljem. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Upravljalci skladov včasih zaidejo preveč stran od temeljne strategije. ▪ Sprotnih denarnih tokov ni ali pa so težko predvidljivi. ▪ Prisotno nenehno nihanje premoženja. ▪ Previsoki stroški glede na potencialno možnost donosnosti. ▪ Visoka izpostavljenost tveganju spremembe obrestne mere.

Vir: Direct Bond Ownership vs. Bond funds, 2012; B. Graham, Modri investitor, 2003, str. 107; A. Jacobitz, Bonds vs. bond funds, 2001, str. 28; A. Roth, Bonds vs. Bond funds? An easy choice!, 2009.

3.2 Oblikovanje tečaja obveznice

Kot smo že ugotovili do sedaj, obveznice ravno tako kot delnice kotirajo na borzah oziroma organiziranem sekundarnem trgu vrednostnih papirjev. Njihova cena se tam oblikuje na podlagi ponudbe in povpraševanja. Za razliko od delnic se cena obveznic ne oblikuje absolutno v denarnih enotah ampak relativno, v odstotkih odstopanja od nominalne vrednosti obveznice oziroma od 100 % (Prohaska, 1999, str. 58). Če zasledimo na primer na Ljubljanski borzi, da neka obveznica trenutno kotira po tečaju 102,50 in vidimo, da ima nominalno vrednost 1000 EUR, to pomeni, da moramo zanjo odšteti v tem trenutku 1025 EUR. Na nekaterih trgih imajo določene obveznice prikazano ceno tudi s posebnim tržnim dogovorom. Tako lahko za ameriške državne obveznice zasledimo naslednje načine kotacij »94-4«, »94.4«, »94:04«, kar pomeni 94 % plus 4/32. Število, ki sledi vezaju, piki ali dvopičju torej pomeni dvaintridesetino (Zupančič, 2006, str. 21). Če hočemo torej na borzi v ZDA kupiti ameriško državno obveznico, ki ima nominalno vrednost 100.000 USD in vidimo, da kotira po ceni 94-4 ali 94.4 ali 94:04, moramo zanjo odšteti 94.125 USD .

Cene obveznic vplivajo na njihove stopnje donosa. V trenutku, ko je povpraševanje po obveznici večje od ponudbe, se cena obveznice dvigne, stopnja donosa zmanjša. Cene obveznic in njihove stopnje donosov se namreč gibljejo v nasprotni smeri (Prohaska, 1999, str. 58). Na tej točki bi rad še enkrat poudaril, da sprememba v ceni določene obveznice ne vpliva (vsaj neposredno) na donosnost tistih, ki so že imetniki te obveznice in jo nameravajo držati do dospelja.

3.3 Pomembnost razumevanja obrestnih mer za vlaganje v obveznice

Obrestno mero Mramor (2000, str. 35) definira kot ceno, po kateri si deficitna gospodarska celica oziroma celica s finančnim primanjkljajem izposodi sredstva od suficitne gospodarske celice oziroma celice s finančnim presežkom za določeno časovno obdobje. Oblikuje se glede na ponudbo in povpraševanje po denarju, na katero pa vpliva mnogo dejavnikov. Za vlagatelje, ki pogosteje trgujejo z obveznicami, je razumevanje in sposobnost napovedovanja obrestnih mer in sprememb pri le-teh izrednega pomena. Poznati morajo faktorje, ki določajo obrestne mere, in spremljati trenutno in pričakovano gibanje obrestnih mer na trgu (Zupančič, 2006, str. 23). Inflacija je eden od glavnih faktorjev, ki vpliva na obrestne mere, če pa inflacije ne upoštevamo, govorimo o realnih obrestnih merah. V nadaljevanju prikažem, kaj določa realne netvegane obrestne mere.

V tržnem gospodarstvu obrestne mere predstavljajo ceno denarja. Kot že rečeno se ta izoblikuje na podlagi ponudbe in povpraševanja po denarju. Ponudba denarja je odvisna od pripravljenosti posameznikov odreči se današnji potrošnji. Povpraševanje denarja pa je odvisno od možnosti donosnih poslovnih naložb. Točko, kjer se na trgu denarja srečata ponudba in povpraševanje po denarju, imenujemo (ravnovesna) obrestna mera (Mramor, 2000, str. 35–36). Na tem temelju izluščimo kot dva od treh najpomembnejših faktorjev, ki določajo realne obrestne mere, produktivnost kapitala v celotni ekonomiji ter nagnjenost ljudi k varčevanju. Tretji faktor pa so davki. Varčevalci so se namreč pripravljene odreči današnji potrošnji zgolj na temelju dejansko

prejetega plačila oziroma »nadomestilu«. Če so osebne davčne stopnje višje, varčevalci zahtevajo višjo obrestno mero pred plačilom davkov, da se vpliv višjih davčnih stopenj izniči (Mramor, 2000, str. 36–40). Na tej osnovi lahko poenostavljeno funkcijo določanja netveganih realnih obrestnih mer zapišemo kot:

$$R_{f \text{ REALNA}} = f(\text{produktivnost kapitala v celotni ekonomiji, nagnjenost ljudi k varčevanju, davki}) \quad (4)$$

Zgoraj upoštevani faktorji, ki določajo višino netvegane realne obrestne mere ter dodatno tudi pričakovana stopnja inflacije, ki privede do netveganih nominalnih obrestnih mer, imajo vpliv na vse obveznice. A obveznice se med seboj seveda tudi razlikujejo in imajo specifične značilnosti, ki se kažejo v premiji za tveganje. To lahko opredelimo kot razliko med stopnjo donosa do dosvetja določene obveznice in stopnjo donosnosti, ki jo prinaša papir brez tveganja z istim rokom dosvetja (Prohaska, 1999, str. 78). Če na tej osnovi povzamem vse faktorje, ki določajo gibanje obrestnih mer, lahko to poenostavljeno prikažem z naslednjo formulo (Fischer & Jordan, 1991, str. 99):

$$i = R_{f \text{ REALNA}} + I + RP \quad (5)$$

i	=	obrestna mera
$R_{f \text{ REALNA}}$	=	netvegana (realna) obrestna mera (<i>angl. risk free rate</i>)
I	=	pričakovana stopnja inflacije
RP	=	premija za tveganje (<i>angl. risk premium</i>)

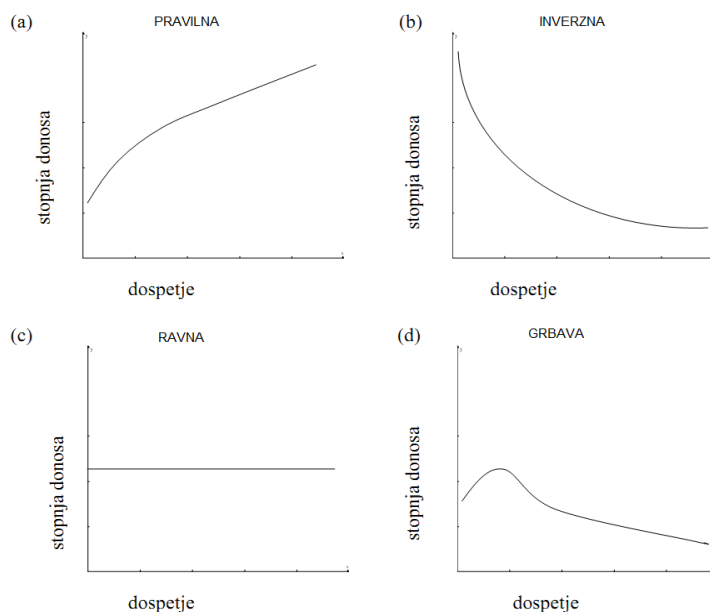
Če podrobneje pogledamo izvor premije za tveganje, ugotovimo, da ga lahko razvrstimo v štiri skupine (Zupančič, 2006, str. 24):

- kakovost izdaje, katere glavni kazalnik je kreditno tveganje, ki ga lahko razberemo iz bonitetne ocene (relativna primerjava med obveznicami);
- čas do zapadlosti, ki vpliva na cenovno nestanovitnost;
- razne klavzule, kot so odpoklicna klavzula, klavzula delnega izplačila glavnice ...;
- razna druga tveganja (valutno tveganje, deželno tveganje, davčno tveganje ...).

3.3.1 Krivulje stopnje donosa (obrestnih mer)

Grafični odnos med rokom do dosvetja in donosom do dosvetja imenujemo krivulja stopnje donosa. Temu odnosu pravimo tudi časovna struktura obrestnih mer. Običajno imajo obveznice s krajšimi roki do dosvetja nižje stopnje donosa kot tiste z daljšimi (Bodie et al., 2003, str. 322). V praksi se pokaže, da slednje ne drži vedno in da obveznice izdajateljev z isto stopnjo bonitete, toda različnim rokom dosvetja, oblikujejo različne oblike krivulje stopnje donosa (Prohaska, 1999, str. 69). Te krivulje, kot lahko vidimo na Sliki 10, ki se nahaja na naslednji strani, so lahko a) pravilne, b) inverzne, c) ravne ali d) grbave oblike.

Slika 10: Osnovne oblike krivulje stopnje donosa



Vir: Z. Prohaska, *Finančni trgi*, 1999, str. 70.

Krivulja stopnje donosa je pravilna (naraščajoča), kadar so dolgoročne obrestne mere višje od kratkoročnih. Kadar so kratkoročne obrestne mere višje od dolgoročnih, je krivulja stopnje donosa inverzna (padajoča). Krivulja stopnje donosa je ravna, kadar so obrestne mere enake ne glede na ročnost. Grbava pa je, kadar so srednjeročne obrestne mere višje od kratkoročnih in dolgoročnih. Naklon teh krivulj se je pokazal tudi kot dober indikator prihodnje ekonomske dejavnosti. Analiza posameznih oblik krivulje stopnje donosa obveznic je pripeljala do različnih teorij krivulje stopnje donosa, katere poskušajo razložiti obliko in nastajanje krivulje stopnje donosa (Prohaska, 1999, str. 70).

3.3.2 Teorije oblikovanje krivulje stopnje donosa

Teorija pričakovanj pravi, da je krivulja stopnje donosa odvisna od predvidevanja vlagateljev v obveznice o prihodnjem gibanju stopnje donosa. Če vlagatelji pričakujejo rast obrestnih mer v prihodnosti, bo krivulja pravilna oziroma naraščajoča, kar pomeni, da bodo dolgoročne obresti višje od kratkoročnih. Če pa vlagatelji pričakujejo padec obrestnih mer v prihodnosti, bo krivulja inverzna oziroma padajoča, kar pomeni, da bodo kratkoročne obrestne mere višje od dolgoročnih (Bodie et al., 2003, str. 324). Ravna oblika krivulje stopnje donosa nastane, ko vlagatelji pričakujejo, da bodo obresti v prihodnosti enake kot v trenutku opazovanja, za grbavo pa velja, da nastane v trenutku, ko vlagatelji najprej pričakujejo rast obrestnih mer nato pa njihov padec. Predpostavka, na kateri temelji ta teorija, je, da na obnašanje vlagateljev vpliva samo pričakovana stopnja donosa. Vlagatelji naj bi tako zasledovali maksimiranje donosa ne glede na tveganje. Poleg tega pa je predpostavljeno tudi, da imajo vsi enaka pričakovanja in da so vsi vrednostni papirji na trgu obveznic popolnoma zamenljivi (Prohaska, 1999, str. 71).

Teorija likvidnostne preference je modificirana varianta teorije pričakovanj. Modifikacija se kaže v tem, da pri razlagi krivulje stopnje donosa vključuje dejstvo, da vlagatelji v obveznice

upoštevajo tudi tveganje in ne samo pričakovane stopnje donosa (Prohaska, 1999, str. 72–73). Znano je namreč, da so dolgoročne obveznice bolj izpostavljene tveganju spremembe obrestne mere kot kratkoročne. Za sprejetje tega tveganja pa vlagatelji zahtevajo premijo za tveganje. To se kaže na krivulji stopnje donosa v tem, da je ta naraščajoča tudi v primeru, ko se v prihodnosti pričakuje enako raven obrestnih mer (Bodie et al., 2003, str. 325–326). Lahko se celo zgodi, da se v primeru, ko vlagatelji pričakujejo padanje obrestnih mer v prihodnosti, kar se kaže skozi inverzno oziroma padajočo krivuljo stopnje donosa, ta zaradi naraščajoče premije za tveganje dobi rahlo naraščajočo obliko (Prohaska, 1999, str. 72). Ime te teorije izvira iz dejstva, da imajo kratkoročne obveznice več likvidnosti od dolgoročnih, v smislu, da ponujajo večjo cenovno stabilnost in se z njimi trguje na bolj aktivnem oziroma likvidnem trgu (Bodie et al., 2003, str. 326). Vlagatelji preferirajo likvidnost, zato morajo izdajatelji dolgoročnih obveznic tem dodati premijo za tveganje oziroma likvidnost in na ta način vzpodbuditi vlagatelje, da sredstva vložijo tudi v vrednostne papirje z daljšim rokom dospelja. Zaradi premije za tveganje ima krivulja stopnje donosa večinoma naraščajočo oziroma pravilno obliko, kar je z empirično analizo potrjeno tudi v praksi (Prohaska, 1999, str. 72-73).

Teorija segmentiranih trgov ima popolnoma drugačen pogled od prejšnjih dveh teorij. Pravi, da je trg obveznic razdeljen na kratkoročni, srednjeročni in dolgoročni segment in da na vsakem od njih prevladujejo določeni veliki institucionalni vlagatelji. Na vsakem od teh segmentov naj bi ti prevladujoči institucionalni vlagatelji neodvisno od ostalih segmentov določali raven obrestnih mer. Do spremembe oblike krivulje stopnje donosa po tej teoriji pride zaradi spremembe v odnosu ponudbe in povpraševanja na posameznih segmentih trgov. Tako lahko inverzna krivulja (manjše dolgoročne obrestne mere od kratkoročnih) nastane, ko je večji pritisk povpraševanja na kratkoročnem trgu kot na dolgoročnem (Prohaska, 1999, str. 74–75).

Na osnovi vsega zapisanega lahko ugotovimo, da na obrestne mere in krivuljo stopnje donosa obveznic vpliva ogromno dejavnikov, izmed katerih bi še enkrat izpostavil: nagnjenost ljudi k varčevanju, produktivnost kapitala v celotni ekonomiji, obdavčitev, inflacijo, razna tveganja, stroške posedovanja, likvidnost ter razne klavzule, povezane z obveznicami.

3.4 Trg obveznic v Sloveniji

Trg obveznic na področju Slovenije se je začel razvijati ob koncu osemdesetih let. Njegova prvotna funkcija je bila zagotavljanje likvidnosti. Obveznice so v tistih časih izdajala podjetja, ko niso mogla več plačevati svojih obveznosti, predvsem dobaviteljem. Likvidnost teh obveznic na sekundarnem trgu je bila skromna, a so dobavitelji sprejemali takšno obliko »plačila«, saj so si iz njega še vedno prej obetali denar kot iz terjatev do kupcev. V začetku devetdesetih let je potekala druga razvojna faza trga obveznic v Sloveniji. Tega trga se je začela posluževati država za sanacijo bank in gospodarstva ter tudi občine in mesta. Nato je sledila tretja razvojna faza, v kateri so obveznice izdajale predvsem banke, z namenom doseganja potrebne višine kapitala, da lahko pridobijo licenco za poslovanje. Tudi v drugi polovici devetdesetih let so se trga obveznic v Sloveniji posluževale predvsem banke zaradi zbiranja dolgoročnih prihrankov (Mramor, 2000a, str. 389).

Od leta 2000 naprej je pri primarni izdaji obveznic prevladovala država s 115 izdajami do leta 2009, bančni sektor je v tem času izdal 96 obveznic, sektor podjetij pa ravno tako 96 obveznic. Vse tri vrste izdajateljcev so povečale število izdaj in tudi vrednost izdaj glede na devetdeseta leta. Omeniti velja, da je bila velika večina bančnih (88) in podjetniških (94) obveznic ob primarni izdaji ponujena ožjemu oziroma točno določenemu krogu investorjev in tako ni bila predmet javne ponudbe. V trgovanje na organiziranem trgu je bilo v tem času uvrščenih 64 obveznic bančnega sektorja in zgolj 18 obveznic iz podjetniškega sektorja. Izdajatelji se težje odločajo za uvrstitev izdanih obveznic na borzo zaradi stroškov in dodatnih zahtev po poročanju (ATVP, 2009, str. 5–9). To pomeni, da je veliko, še posebej obveznic iz podjetniškega sektorja, fizičnim osebam nedostopnih.

Podjetja se obveznic poslužujejo za lastno financiranje kot alternativo dolgoročnim bančnim kreditom in drugim dolgoročnim posojilom. Razmerje med zadolževanjem prek bančnega sistema in prek trga vrednostnih papirjev se izrazito razlikuje med državami. Tradicionalno se podjetja veliko poslužujejo trga vrednostnih papirjev v ZDA in Veliki Britaniji, veliko manj pa v Nemčiji in celinski Evropi. Slovenija je veliko bližje celinskemu modelu financiranja podjetij in ima zato relativno slabo razvit trg obveznic (Sluga, 2002, str. 31). Obveznice v Sloveniji izdajajo samo največja in najboljša podjetja. Razlog za to so visoki fiksni stroški izdaje obveznic. Kot smo že ugotovili, v Sloveniji med podjetji pri izdaji obveznic prevladujejo finančna podjetja oziroma banke, kar lahko med drugim utemeljimo tudi s tem, da ti bolje poznajo trg vrednostnih papirjev in ga lahko tako bolj uspešno uporabljajo (Sluga, 2002, str. 32).

Trg obveznic ima poleg alternativnega vira financiranja podjetij v gospodarstvu še vrsto drugih funkcij, zaradi katerih Svetovna banka spodbuja razvoj tega trga (Sluga, 2002, str. 32):

- **zmanjšanje sistemskega tveganja** v smislu, da se bančni sistem razbremeni celotnega tveganja financiranja gospodarstva. Ker so izdajatelji obveznic še vedno pretežno iz bančnega ali finančnega sektorja, te funkcije naš trg obveznic še ne opravlja v celoti;
- **daljša ročnost** v smislu, da so obveznice praviloma bolj dolgoročna naložba kot bančni depoziti, s čimer omogočajo financiranje dolgoročnih projektov in izboljšujejo rokovno usklajenost v finančnem sistemu. Zaradi te funkcije predvsem banke v Sloveniji izdajajo obveznice, saj je struktura ročnosti virov v bančnem sistemu močno nagnjena h kratkoročnim virom, podjetja pa najbolj povprašujejo po dolgoročnih kreditih;
- **likvidnost** v smislu, da je obveznice mogoče prodati na sekundarnem trgu, zato naj bi imele nižjo premijo za likvidnost kot bančni krediti. Te funkcije trg obveznic v Sloveniji nima oziroma je ne opravlja v celoti, saj je likvidnost obveznic v Sloveniji slaba;
- **povečevanje varčevanja in inovacije** v smislu, da nove oblike varčevanja privabljajo nove investitorje in na splošno povečujejo raven varčevanja. Trg obveznic v Sloveniji je v vseh razvojnih fazah opravljal funkcijo povečevanja prihrankov, a se je ta manifestirala prej posredno skozi pokojninske sklade kot posredno skozi investicijske sklade ali neposredno prek nakupa obveznic s strani fizičnih oseb. V tem magistrskem delu ugotavljam, da je tudi ta funkcija šibkejša v primerjavi z bolj ali celo enako razvitimi trgi;

- **alokacija virov** v smislu učinkovitega razporejanja finančnih virov za čim racionalnejšo porabo (Mramor, 2000, str. 386). Te funkcije trg obveznic v Sloveniji še ne opravlja, saj niso prisotni vsi segmenti potencialnih izdajateljev;
- **dodatni instrumenti denarne politike** v smislu, da razviti trg obveznic omogoča uspešno financiranje proračunskega primanjkljaja in zagotavljanja dodatnih instrumentov za vodenje denarne politike. Država izrablja tako obveznice za financiranje primanjkljaja kot zakladne menice za upravljanje likvidnosti proračuna. Vendar tudi te funkcije trg obveznic v Sloveniji ne opravlja v celoti, saj je trg še vedno preplitev za učinkovito uporabo instrumentov denarne politike;
- **konkurenca povečuje učinkovitost pri ponudnikih finančnih storitev** in tako se stroški znižujejo zaradi konkurence bančnemu sistemu in medsebojne konkurence finančnih posrednikov. V Sloveniji je konkurenca na trgu obveznic znatno znižala posredniške provizije, vendar neposredne finance še vedno v splošnem niso resna konkurenca bančnemu sistemu.

Iz zgornjih ugotovitev lahko hitro ugotovimo, da trg obveznic kot del celotnega trga kapitala v Sloveniji še ni razvit, ker slabo opravlja oziroma sploh ne opravlja večine funkcij, ki bi jih moral. Nobelov nagradjenec Joseph E. Stiglitz je celo mnenja, da uvedba trga kapitala v tranzicijskih državah, ki je po definiciji informacijsko neučinkovit, privede do tega, da so v trg kapitala neproduktivno naloženi narodnogospodarski prihranki (Mramor, 2000a, str. 388–389). Bolj naklonjeni so uvedbi trga kapitala v tranzicijskih državah Pohl, Jedrzejczak in Andersen (v Mramor, 2000a, str. 389). Ti avtorji menijo, da trg kapitala v teh državah nima večje vloge pri ustreznejši alokaciji kapitala med podjetji in je interno financiranje ter bančno kreditiranje še vedno najpomembnejši vir financiranja podjetij. Njegovo pomembno vlogo pa vidijo pri prestrukturiranju lastništva podjetij v procesu privatizacije in usmerjanju kapitala v državo. Dodajajo tudi, da dobro organiziran, pravno urejen in nadzorovan trg kapitala lahko v teh državah poveča varčevanje.

Prispevek našega trga kapitala k povečanju varčevanja je viden na trgu delnic, precej manj pa na trgu obveznic, saj, kot sem prikazal v poglavju 1.7., slovenska gospodinjstva zelo malo vlagajo v obveznice. V Tabeli 9, ki se nahaja na naslednji strani lahko vidimo, da slovenska gospodinjstva zasedajo majhen delež v strukturi lastništva obveznic slovenskih izdajateljev in da izmed teh preferirajo nefinančne družbe, torej klasična podjetja. V ta vlagajo precej več kot v državne obveznice, kar nakazuje na to, da slovenska gospodinjstva zaupajo slovenskim podjetjem in hkrati stremijo za višjo donosnostjo od tiste, ki jo ponujajo državne obveznice. Izdajatelji obveznic v Sloveniji se ne odločajo za razpršeno izdajo obveznic, ki bi bila namenjena tudi fizičnim osebam, saj take vrste izdaja še izdatneje povečuje stroške. Kot lahko vidimo v Tabeli 9, so največje lastnice vseh vrst obveznic, razen državnih, banke. Ker so to organizacije, ki že tako ali tako večinoma zagotavljajo dolžniške vire podjetjem, to pomeni, da njihovo kreditiranje podjetij tudi na ta način ne prinaša nobene kakovosti na slovenski trg kapitala. Kritiki opozarjajo, da bi morale organizacije, ki skrbijo za razvoj trga kapitala v Sloveniji, poskrbeti, da bi imela slovenska podjetja ugodnejše pogoje izdaje obveznic ter da bi imela večje število potencialnih

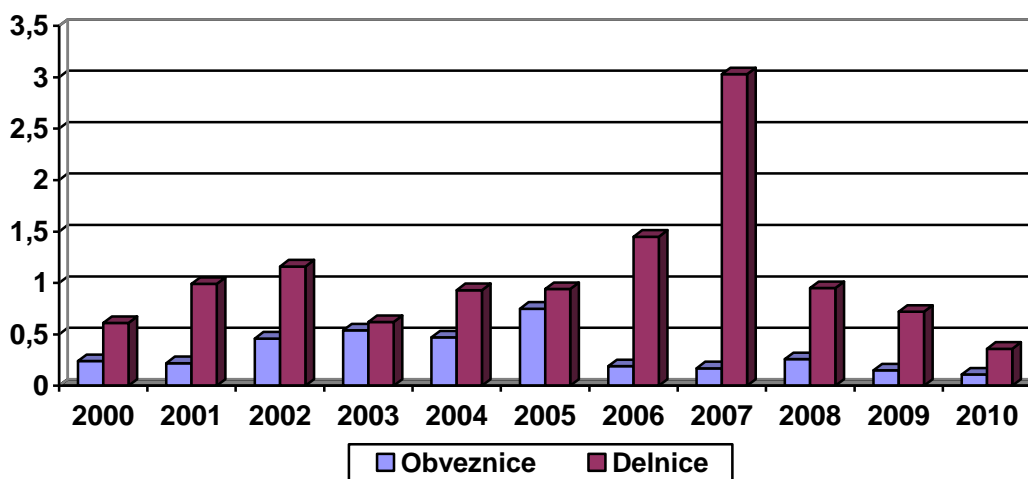
vlagateljev, saj se lahko drugače zgodi, da se trg podjetniških obveznic v Sloveniji nikoli ne bo kvalitetno vzpostavil (Mastnak, 2009).

Tabela 9: Prikaz strukture imetnikov bančnih, podjetniških in državnih obveznic v Sloveniji na dan 31. 12. 2008

Imetniki obveznic	Izdajatelji obveznic		
	Nefinančne družbe (v %)	Banke (v %)	Država (v %)
Nefinančne družbe	6,7	6,1	1,0
Banke	49,7	46,7	18,7
Drugi finančni posredniki	3,1	5,7	0,6
Izvajalci pomožnih finančnih dejavnosti	0,2	0,1	0,1
Zavarovalnice in pokojninski skladi	24,9	24,0	14,5
Država	3,9	2,0	1,1
Skladi socialne varnosti	3,1	2,5	0,6
Gospodinjstva	7,4	2,8	4,6
Tujina	1,0	10,0	58,9
Skupaj	100,0	100,0	100,0

Vir: Banka Slovenije v K. Šmon, *Stroškovno in procesna učinkovita izdaja podjetniških in bančnih obveznic v Sloveniji*, 2009, str. 13.

Slika 11: Primerjava letnega obsega prometa med obveznicami in delnicami na organiziranem sekundarnem trgu kapitala v Sloveniji med leti 2000 in 2010 (zneski v mrd EUR)



Vir: ATVP, *Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2010, 2011*, str. 12.

Če pogledamo organiziran sekundarni trg v Sloveniji, lahko na Sliki 11 vidimo, da je na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev prav v vseh letih med 2000 in 2010 prevladoval promet z delnicami, kar pa je značilno za vse organizirane trge vrednostnih papirjev, saj se večina prometa

z obveznicami tudi v Sloveniji izvrši prek »trga prek okenc« (OTC) (Zaplotnik, 2009). Če primerjamo razmerje med letnim prometom z obveznicami in delnicami na Ljubljanski ter na Newyorški borzi v letu 2007, ko je bilo to razmerje pri nas največje v gledanem desetletju, in sicer približno ena proti 18 v korist delnic (ATVP, 2011, str. 12), ugotovimo, da z razmerjem v tem letu ena proti 316 v korist delnic, v ZDA na organiziranem trgu po prometu še močnejše prevladujejo delnice (NYXdata, 2012). Razlog gre iskati najbrž v tem, da se v ZDA še veliko večji delež prometa z obveznicami opravi prek »trga prek okenc«.

3.5 Prednosti in slabosti obveznic z vidika varčevalca

Vsaka vrsta naložb ima svoje prednosti in slabosti. V nadaljevanju predstavljam najprej prednosti in nato slabosti obveznic z vidika varčevalca. Večji del navedenih prednosti in slabosti obveznic temelji na ugotovitvah Kleindiensta (2001, str. 171–172), ki je primerjal prednosti in slabosti obveznic glede na vezane bančne depozite ter na delnice.

Prednosti obveznic:

- obveznice so običajno bolj donosne od vezanih bančnih depozitov;
- obveznice so običajno visoko likvidne, kar pomeni, da kadarkoli lahko pridemo do glavnice relativno hitro in praktično brez izgube donosa, kar seveda ne velja za vezane bančne depozite;
- obveznice so manj tvegane od delnic, kar se kaže v veliko manjšem nihanju tečajev le-teh in tudi veliko manjši verjetnosti, da varčevalec izgubi svoje prihranke oziroma del prihrankov v primeru, da izdajatelj posluje neuspešno;
- podjetja, za razliko od dividend, morajo izplačevati dogovorjene obresti na obveznice v dogovorjenih rokih, saj drugače lahko upniki zahtevajo stečaj podjetja;
- večina obveznic je deležna profesionalnih ocen s strani bonitetnih agencij (Block, Hirt, 1996, str. 326);
- denarne tokove iz obveznic lahko točno napovemo tudi za zelo dolgo obdobje oziroma za dolžino obdobja do dospelosti obveznice, vezani bančni depoziti s fiksnim donosom so navadno precej krajši, za delnice pa sploh ne moremo točno napovedati denarnih tokov. To je izrednega pomena za varčevanje za upokojitev (The advantages of bonds, 2012);
- kapitalski dobički na obveznice so v Sloveniji neobdavčeni (Zdoh-2).

Slabosti obveznic:

- obveznice so nekoliko bolj tvegane kot vezani bančni depoziti, to še posebej velja za podjetniške obveznice, manj pa za državne. Zgodi se lahko namreč, da izdajatelj ne more poplačati svojih obveznosti ali pa lahko poplača samo del (kreditno tveganje). Obstaja tudi tveganje (obrestno), da tečaji obveznic padejo zaradi porasti obrestnih mer v gospodarstvu, varčevalec pa nujno potrebuje denar, zato proda obveznico pred dospelostjo in tako realizira kapitalsko izgubo;
- vlaganje v obveznice zahteva nekoliko več truda in znanja kot varčevanje na banki;
- vlaganje v obveznice terja nakupne stroške, katerih pri vezanih depozitih praviloma ni;

- obveznice dolgoročno prinašajo nižjo donosnost od delnic. Uspešnost poslovanja podjetja nagradi zgolj delničarje, imetniki obveznic dobijo le tisti del, ki je vnaprej dogovorjen;
- obveznice v nasprotju z delnicami ne dajejo pravice do upravljanja podjetja;
- večina obveznic, za razliko od delnic, ima rok dospelja, kar pomeni, da varčevalec, ki želi po dospelju neke obveznice nadaljevati z varčevanjem v neki drugi obveznici, mora to kupiti, kar privede do nakupnih stroškov;
- obveznice so v povprečju na Ljubljanski borzi manj likvidne od delnic, kar pomeni, da varčevalec tvega, da obveznice ne bo mogel prodati, ko bo potreboval denar oziroma bo primoran prodati po neugodni ceni. Ta slabost ne velja za obveznice razvitejših trgov;
- prejete obresti od obveznic so v Sloveniji obdavčene po 20 % davčni stopnji, kar ne velja za vezane bančne depozite, razen za prejete obresti iz teh, ki skupno presegajo 1000 EUR (Zdoh-2);
- višina apoenov (enot) je pri obveznicah ponavadi 1000 EUR, lahko pa tudi 50.000 EUR in več (Graham, 2003, str. 107), kar so velike vsote za povprečnega varčevalca.

4 EMPIRIČNA RAZISKAVA POZNAVANJA OBVEZNIC TER VZROKOV ZA NIZEK DELEŽ SREDSTEV, NAMENJENIH TI VRSTI VARČEVANJA V SLOVENIJI

4.1 Ugotovitve na podlagi obstoječe literature o možnih vzrokih za nizek delež naložb v obveznice in obvezniške sklade v Sloveniji

Ob iskanju in pregledu obstoječe literature, ki obravnava pojem varčevanja v obveznicah ali obvezniških skladih v Sloveniji, ugotovim, da je take literature zelo malo. V nekaj primerih je bila obravnavana ta tematika v znanstvenih in strokovnih člankih, povečini le kot obrobna tema, saj je bil do sedaj fokus vedno na vrednostnih papirjih kot celoti oziroma obravnava celotnega kapitalskega trga v Sloveniji. Skupno gledano pa je največ na to temo napisal Robert Kleindienst, zato bo v tem podpoglavju predstavljenih tudi največ njegovih dosedanjih ugotovitev ali sklepanj.

Prva ugotovitev, ki bi lahko predstavljala enega od vzrokov za nizek delež naložb v obveznice in obvezniške sklade v Sloveniji, je, da je Slovenija veliko bližje celinskemu modelu financiranja podjetij in ima zato relativno slabo razvit trg obveznic (Sluga, 2002, str. 31). Poleg tega pa se v Sloveniji kaže zelo močna tradicija varčevanja v obliki bančnih depozitov (Simoneti et al., 2003, str. 116)

Druga ugotovitev je, da imajo Slovenci skromno znanje o vrednostnih papirjih in borzi. Za izobraževanje prebivalstva na tem področju je bilo storjenega premalo (Kleindienst, 1999, str. 23). Tudi Simoneti, Erker in Lukovac (2003, str. 116) se strinjajo, da splošna javnost zelo slabo razume trge kapitala.

Tretja ugotovitev, ki bi lahko predstavljala enega od vzrokov za nizek delež naložb v obveznice in obvezniške sklade v Sloveniji, je, da imajo Slovenci malo zaupanja v trge kapitala, poleg velike afere Dadas, ki je bila neposredno povezana z investicijskimi skladi, veliko ljudi tudi ni bilo zadovoljnih s procesom lastninjenja, po tem pa so institucije trga kapitala storile premalo za promocijo svojih storitev in si tako niso pridobile ustrezne verodostojnosti v očeh investorjev (Simoneti, Erker in Lukovac, 2003, str. 116–117).

Četrta ugotovitev je, da Slovenci obveznice poznajo veliko slabše od delnic, saj je veliko Slovencev delnice pridobilo v procesu lastninjenja oziroma množični razdelitveni privatizaciji in jih s tem tudi bolje spoznala od obveznic (Kleindienst, 1999, str. 23).

Peta ugotovitev, ki bi lahko predstavljala enega od vzrokov za nizek delež naložb v obveznice, je, da so Slovenci zelo dovzetni za obdavčitev dobička oziroma obresti iz neke naložbe (Kleindienst, Simoneti & Rems, 2001, str. 8; Kleindienst, 1999, str. 24). To je tudi potrdilo več raziskav.

Šesta ugotovitev je, da javna občila, ki lahko prispevajo k ustrezni informiranosti ljudi, že po funkciji pretiravajo, saj iščejo višjo branost, zato jim umirjen uravnotežen pogled ne ustreza (Kleindienst, 2008, str. 7).

Sedma ugotovitev, ki bi lahko predstavljala enega od vzrokov za nizek delež naložb v obveznice, je, da ponudniki uravnoteženih produktov varčevanja ne znajo oziroma nočejo prodati teh produktov (Kleindienst, 2008, str. 7)

Osma ugotovitev, je, da v Sloveniji primanjkuje strateški pogled na razvoj trga naložbenih produktov, tako na strani ponudnikov finančnih produktov kot na strani zakonodajalcev, ki to urejajo (Kleindienst, 2008, str. 7).

Zadnja ugotovitev je nekoliko bolj kompleksna in temelji na več ugotovitvah in raziskavah različnih avtorjev med leti 1999 in 2008 ter vključuje tudi nekaj intuitivnega sklepanja in povezovanja zaznavanj, dogodkov in ugotovitev med seboj. Iz spodaj napisanega lahko razberemo mnogo razlogov, ki bi jih težko predstavili ločeno enega od drugega in so najverjetneje pomembno vplivali na trenutno višino finančnih sredstev, ki jih Slovenci namenjajo obveznicam in iz njih izvedenih produktov.

Že v začetku naj omenim, da možnost, da bi bil slovenski varčevalec poseben ali da je njegova specifičnost pri izbiri instrumentov varčevanja samo tranzicijski fenomen, je Kleindienst (2008, str. 7) ovrgel. Raziskava o slovenskih varčevalcih, ki jo je naredil najprej Kleindienst leta 1999 in nato Kleindienst, Simoneti in Rems leta 2001, je pokazala, da smo okrog leta 2000 v Sloveniji imeli eno veliko množico ljudi (cca. 75 % vseh ljudi), ki je bila na področju varčevanja skrajno konservativna in pasivna in je bila pripravljena vlagati zgolj v bančne depozite. V drugi skupini (cca. 25 % vseh ljudi) pa so bili aktivni in prodornejši varčevalci. Za pasivne je bilo značilno, da sicer niso bili preveč zadovoljni z obstoječimi naložbami, a se vseeno niso bili pripravljani

informirati o ostalih instrumentih varčevanja in morebiti preusmeriti del denarja vanje. Za drugo skupino pa je bilo značilno, da je večina njenih pripadnikov takrat razmišljala o spremembi svojih varčevalnih navad, a je le manjši del te skupine do tega trenutka te že spremenil. Zanimivo je bilo tudi, da so v teh raziskavah Slovenci pokazali večjo naklonjenost vlaganju v domače kot v tuje vrednostne papirje (Kleindienst 1999, str. 24–25). Prav to pa je najbrž odigralo zelo pomembno vlogo pri preobratu, ki se je zgodil leta 2002, ko je Slovenski borzni indeks po dolгих letih počasne rasti oziroma obdobjih daljše stagnacije v enem letu zrasel za približno 50 % (Indeksi in svežnji, 2012).

Čez noč je v Sloveniji močno poraslo zanimanje javnosti za trg kapitala. Predvsem druga oziroma aktivna skupina varčevalcev je kar naenkrat ocenjevala ustreznost naložb v nebančne produkte varčevanja kot veliko bolj ustrezne kot v preteklosti (Simoneti, Erker in Lukovac, 2003, str. 117). Porast slovenskega borznega indeksa se je veliko prebivalcev Slovenije tudi neposredno dotaknil. Ti so nenadoma imeli večje premoženje, saj jih je veliko imelo v lasti slovenske delnice, ki so jih pridobili v procesu množične razdelitvene privatizacije. To pa je povzročilo, da je tako imenovana aktivna skupina varčevalcev in tudi del do tedaj pasivnih varčevalcev, ki pa jim je dala krila predvsem dosežena donosnost lastnega delniškega premoženja, v letu 2002 začela vlagati privarčevan denar najprej v slovenske delnice in nato še v delniške sklade.

Za Slovenijo je značilno, da poslovne banke niso prevzele pobude na področju distribucije vzajemnih skladov in borzno posredniški dejavnosti, saj so se oklepale tradicionalnih bančnih instrumentov za zbiranje sredstev. Delež poslovnih bank v distribuciji vzajemnih skladov v Sloveniji je približno ena tretjina, v kontinentalnih državah EU pa tri četrtine. Glavno pobudo na tem področju so pri nas prevzele borznoposredniške družbe, ki so že po naravi veliko bolj agresivne pri trženju produktov od poslovnih bank in družb za upravljanje v njihovi lasti. Njihova logika delovanja je takrat postala in je še danes pri nas prevladujoča. K agresivnosti na slovenskem trgu naložbenih produktov je močno prispevala tudi pomanjkljiva regulativa s področja investicijskih skladov in zavarovalništva, ki je dolgo časa dopuščala agresivno trženje naložbenih produktov na podlagi njihove pretekle donosnosti. V ta posel je tako prišlo veliko ponudnikov, katerih cilj je prodajati produkte z visoko maržo, ki so praviloma tudi najbolj tvegani. V nekaterih primerih je prihajalo celo do moralnega hazarda. Kasneje so poslovne banke skušale nadoknaditi zamujeno, a so, namesto da bi pravi čas prodrle z drugačnimi (uravnoteženimi) koncepti prodaje produktov, kvečjemu pri agresivnosti naložb posnemale borznoposredniške družbe, saj so spregledale, da jim veliko denarja varčevalcev uhaja. Aktiven del varčevalcev, katerih število pripadnikov se je po letu 2002 večalo, se je posluževal skoraj samo zelo tveganih naložbenih instrumentov, na drugi strani pa se je druga, še vedno prevladujoča skupina, držala bančnih depozitov. Ta skupina je bila najverjetneje tudi pod vplivom ortodoksno konservativnega dela lokalne pravno-ekonomske stroke, ki je bila kapitalskim trgom nenaklonjena že od samega prehoda v tržno gospodarstvo v Sloveniji (Kleindienst, 2008, str. 5–7).

Z veliko verjetnostjo je prav zaradi vseh teh dejavnikov in dogodkov prišlo v Sloveniji do neuravnotežene alokacije finančnih prihrankov prebivalstva in si obveznice in obvezniški skladi še danes niso uspeli izboriti svojega prostora.

4.2 Osnovni podatki o empirični raziskavi

4.2.1 Namen empirične raziskave

V prvih treh poglavjih tega magistrskega dela sem predstavil področje varčevanja v Sloveniji, znotraj tega poiskal prostor in vlogo obveznic in produktov, ki izhajajo iz njih ter primerjal delež varčevanja, ki ga Slovenci v primerjavi s povprečjem evroobmočja namenijo le-tem. Ugotovljena so bila izrazita odstopanja. Nekaj morebitnih razlogov za ta izrazita odstopanja, ugotovljenih na podlagi obstoječe literature, sem že napisal v predhodnem poglavju, a sem se odločil, da jih bom preveril in z lastno raziskavo poiskal še morebitne druge. Namen te empirične raziskave je tako raziskati vzroke za relativno nizek delež sredstev, namenjenih obveznicam in produktov, ki izhajajo iz njih s strani slovenskih varčevalcev.

4.2.2 Predstavitev načina zbiranja podatkov in opis metodološkega pristopa

Podatke za raziskavo sem pridobil z anketnim vprašalnikom. Izdelal sem tako fizično obliko anketnega vprašalnika kot tudi spletno inačico na spletni strani 1KA. Primer fizične oblike anketnega vprašalnika se nahaja v Prilogi 10. Anketni vprašalnik je sestavljen na podlagi predhodnega obsežnega pregleda obstoječe literature, izvedbe fokusne skupine s petimi osebami na to tematiko ter lastnega sklepanja o možnih vzrokih za nizko stopnjo varčevanja Slovencev v obveznicah in obvezniških skladih. Zaznane možne razloge sem razdelil v dve glavni skupini, in sicer nepoznavanje obveznic kot naložbenega instrumenta na eni strani ter poznavanje, a zavračanje obveznic kot naložbenega instrumenta na drugi strani. Z anketo skušam ugotoviti, v kolikšni meri vsak izmed teh vzrokov pripomore k nizkemu deležu naložb v obveznice in obvezniške sklade v Sloveniji. Na ta način poskušam ugotoviti, kateri so glavni razlogi za nepoznavanje in kateri so glavni razlogi za zavračanje obveznic ter kaj izmed obojega prevladuje in je posledično bolj odgovorno za primerljivo nizek delež naložb v tovrstne instrumente varčevanja. Na podlagi tega sem naredil vprašalnik in ga testiral na šestih različnih osebah ter ga kasneje dvakrat izboljšal, preden sem šel v dejansko anketiranje. Anketiral sem med 5. avgustom 2012 in 5. septembrom 2012.

Anketni vprašalnik je razdeljen na tri glavne dele. V prvem delu so zastavljena kategorična vprašanja na tematiko varčevanja in obveznic. Anketiranec v tem delu izbere med vsemi možnimi odgovori tistega, ki mu je najbližji. V drugem delu, ki predstavlja jedro raziskave, je podanih 26 trditev, povezanih z obveznicami in obvezniškimi skladi, anketiranec pa mora izraziti njegovo stališče do teh trditev. Za merjenje stališč sem uporabil pet stopenjsko numerično (Likertovo) lestvico. Pri nekaterih trditvah, ki zahtevajo nekoliko večjo stopnjo poznavanja tematike, je na voljo tudi odgovor »ne vem«, saj s tem anketiranci pokažejo nepoznavanje

obveznic ali obvezniških skladov, kar je eden od dveh glavnih predpostavljenih razlogov za nizko stopnjo varčevanja v le-teh. Tretji del pa je povečini namenjen demografskim podatkom.

Raziskavo sem med avgustom 2012 in oktobrom 2012 izvedel na osnovi vzorca 105 prebivalcev Slovenije. Vzorec ljudi, zajetih v raziskavo, je pridobljen povečini namerno, deloma pa tudi priložnostno in po principu snežne kepe. Vse te tri vrste vzorčenja štejem pod neverjetnostno, s tem da prvo spada pod neverjetnostno vzorčenje z omejitvami, drugi dve obliki pa spadata pod neverjetnostno vzorčenje brez omejitev (Bregar, Ograjenšek & Bavdaž, 2005, str. 37). Namerno vzorčenje se kaže v tem, da sem pri tistih znancih, katerim sem osebno izročil anketni vprašalnik oziroma jih prosil za izpolnitev spletne inačice anketnega vprašalnika, gledal na njihovo starost oziroma meni poznan status in pri tej izbiri izhajal iz prepričanja, da imajo ljudje, ki so stari najmanj 30 let oziroma vsaj 25 let in so zaposleni, bolj izoblikovano kulturo varčevanja od mlajših ljudi in so tako bolj primerni za mojo raziskavo. Nisem pa vključeval v moj vzorec ljudi, mlajših od 20 let. Tudi tiste, katere sem prosil, če lahko posredujejo moj fizični anketni vprašalnik njihovim znancem (vzorčenje po principu snežne kepe), sem prosil, da se držijo tega. Nisem izključeval mlajših od 30 let, prav tako ne tistih, starih med 20 in 25 let, zato ne moremo govoriti o tem, da bi bil cel vzorec na principu namernega vzorčenja. Skušal sem se le izogniti temu, da bi ti predstavljali prevelik delež v celotnem vzorcu, saj med mojimi znanci izrazito prevladujejo tisti v starosti do 30 let. Prošnja za izpolnitev spletnega anketnega vprašalnika je bila prek zasebnega sporočila na družabnem omrežju Facebook poslana 152 znancem. Na ta način je bilo v celoti izpolnjenih 37 vprašalnikov. Fizični anketni vprašalnik je izpolnilo 68 ljudi. Manjkajočih odgovorov oziroma napačno izpolnjenih vprašanj skoraj ni bilo, te pa sem nadomestil z aritmetično sredino neke spremenljivke, tako da vplivajo ti redki primeri zgolj na manjši standardni odklon pri posamični preučevani spremenljivki. Čisto vsi anketirani so ankete izpolnjevali sami, torej brez prisotnosti anketarja, saj se drugače lahko zgodi, da brez prisotnost anketarja vpliva na njihove odgovore.

Podatke, ki sem jih pridobil z anketnim vprašalnikom, sem statistično obdelal s pomočjo mnogih instrumentov statistične obdelave v programskem paketu IBM SPSS Statistics 20. Spoznanj in ugotovitev zaradi velikosti in strukture vzorca ni mogoče posploševati.

4.2.3 Predstavitev preučevanih spremenljivk

Pri *prvem vprašanju* so morali anketiranci med petimi vnaprej pripravljenimi odgovori izbrati tistega, ki najbolj ustreza minimalnemu povprečnemu letnemu donosu njihovega privarčevanega denarja, s katerim se še zadovoljijo. Na ta način ugotavljam, katere skupine varčevalcev (konservativni, uravnoteženi, agresivni) prevladujejo v Sloveniji. Pri *drugemu vprašanju* so morali anketiranci na podlagi petih vnaprej pripravljenih odgovorov sami opredeliti oziroma oceniti, koliko poznajo obveznice kot instrument varčevanja. Pri *tretjem vprašanju* anketirane sprašujem, če so že vlagali v obveznice oziroma če so sploh že kdaj razmišljali o možnosti naložbe v obveznice ali pa morda imajo celo v tem trenutku v njih naložen denar. Podobno se glasi *četrto vprašanje*, razlika je zgolj v tem, da se to vprašanje navezuje na obvezniške sklade. Pri *petem vprašanju* je navedenih sedem različnih oblik varčevanja,

anketiranci pa so pri vsaki obliki morali izraziti s številom od ena do pet, ali sploh in kako pogosto so se odločali za neko obliko varčevanja v zadnjih petih letih.

Pod točko šest najdemo sklop 26 trditev, označenih s črkami (iz angleške abecede). Anketirani so se morali pri vsaki trditvi na numerični lestvici od ena do pet izraziti, v kolikšni meri se strinjajo z neko trditvijo. Pri osmih trditvah je na voljo tudi odgovor »ne vem«, ki mu je dodeljeno število nič. Teh osem trditev pri spletni inačici vprašalnika spada v samostojen sklop. Vsako trditev štejemo kot samostojno spremenljivko. S *trditvijo A* ugotavljam, koliko informacij so do sedaj Slovenci izvedeli o naložbenem potencialu in možnosti vlaganja v obveznice. S *trditvijo B* ugotavljam, ali so morebiti različni viri informacij (mediji) Slovincem posredovali pomanjkljive informacije in pri njih naredili vtis, da so obveznice neatraktivna naložba. Prvi dve trditvi bi lahko poimenovali dejavnik obveščенosti. S *trditvijo C* poskušam ugotoviti, ali je razlog, da se Slovenci v večji meri poslužujejo delnic kot obveznic tudi v tem, da so prve spoznali v okviru množične razdelitvene privatizacije v Sloveniji, kar lahko poimenujemo dejavnik izkušenj. S *trditvijo D* ugotavljam, ali je morebiti razlog za nizko stopnjo vlaganja Slovencev v obveznice to, da je ta oblika naložbe pri nas malo oglaševana. *Trditev E* ima podoben namen kot predhodna, le da so tukaj predmet obvezniški skladi. Zadnji dve trditvi poimenujem dejavnik oglaševanja. Pri *trditvi F*, ki predstavlja dejavnik znanja, se morajo anketiranci sami kritično oceniti, koliko znanja imajo o različnih vrstah varčevanja. S *trditvijo G*, ki predstavlja dejavnik samoiniciativnosti, ugotavljam, kako samoiniciativni so Slovenci pri lastnem informiranju o različnih možnostih naložb denarja. Trditve od A do G spadajo v skupino trditev, ki preverjajo, ali je morebiti krivda za nizek delež naložb v obveznice in obvezniške sklade nepoznavanje le-teh.

Trditev H preverja, ali se Slovincem zdi boljša oblika varčevanja neposredna naložba v obveznice ali naložba prek obvezniških skladov. S *trditvijo I* skušam ugotoviti, ali se Slovincem zdijo obveznice preveč komplicirane za vlaganje. S *trditvijo J* ugotavljam, če se zdi Slovincem morebiti bolj zahtevno vlagati v obveznice kot v delnice. S *trditvijo K* raziščem, ali morebiti Slovenci vlagajo neprimerno več denarja v bančne depozite kot v obveznice, ker porabijo manj časa za izvedbo naložbe v bančne depozite. Predhodne tri trditve bi lahko poimenovali dejavnik težavnosti naložbe. S *trditvijo L* raziščem, koliko Slovincem pomeni davčni vidik oziroma neobdavčenost prejetih obrestih do neke višine. S *trditvijo M* raziščem, koliko Slovincem pomeni stroškovni vidik oziroma stroški naložbe. S *trditvijo N* raziščem, ali imajo za Slovence obveznice previsoko osnovno (nominalno) vrednost, da bi bile zanje primeren način varčevanja. To lahko poimenujemo dejavnik dostopnosti. S *trditvijo O* ugotavljam, kakšen je delež Slovencev, ki se odloča samo za naložbe denarja v instrumente, ki so praktično brez tveganja. S *trditvijo P* raziščem, koliko je takih Slovencev, ki bi se ob želji po večjem donosu od bančnih depozitov prej odločili za naložbe v delnice kot v naložbe v obveznice. Predhodni trditvi lahko poimenujemo dejavnik naklonjenosti tveganju. S *trditvijo Q* raziščem, ali se Slovincem zdijo z vidika varčevalca obveznice bolj podobne delnicam kot bančnim depozitom. *Trditev R* je namenjena ugotavljanju, ali Slovenci zaznavajo obveznice kot veliko bolj tvegane od bančnih depozitov. *Trditev S* je namenjena ugotavljanju, ali Slovenci zaznavajo obveznice kot veliko manj donosne od delnic. *Trditev T* je namenjena ugotavljanju, ali Slovenci zaznavajo obveznice

podobno tvegane kot delnice. S *trditvijo U* ugotavljam, ali Slovenci menijo, da je razlika donosnosti med obveznicami in bančnimi depoziti v korist prvih premajhna, da bi dejansko vlagali vanje. To lahko poimenujemo dejavnik donosnosti. S *trditvijo V* raziščem, ali se Slovencem zdi možnost, da dobijo glavnico iz naložbe v obveznico, praktično takoj kot jo potrebujejo, pomembna prednost v primerjavi z bančnimi depoziti. To poimenujem dejavnik likvidnosti. S *trditvijo W* raziščem, ali se Slovencem sploh zdi naložba v obveznice vredna zaupanja, kar bi lahko poimenovali dejavnik zaupanja. S *trditvijo X* ugotavljam, ali Slovenci menijo, da lahko z naložbo v obveznice dosežejo svoje finančne cilje, kar lahko poimenujemo dejavnik finančnih ciljev. *Trditev Y* je namenjena ugotavljanju, ali Slovenci zaznavajo delniške in mešane investicijske sklade kot podobno tvegane kot obvezniške. Zadnja, *trditev Z*, pa razišče, koliko anketirancev raje vlaga v mešane in delniške sklade kot v obvezniške. Trditve od H do Z povečini spadajo v skupino trditev, ki preverjajo, ali je morebiti krivda za nizek delež naložb v obveznice in obvezniške sklade med Slovenci poznavanje, a zavračanje le-teh.

Sedmo vprašanje zahteva od anketirancev, da izberejo dva izmed sedmih vnaprej podanih dejavnikov, ki bi najpomembneje vplivali, da bi začeli varčevati oziroma povečali osebno stopnjo varčevanja v obveznicah. Nato sledijo vprašanja osem do enajst, ki so demografskega oziroma splošnega značaja.

4.2.4 Predstavitev značilnosti preučevanega vzorca

Celoten vzorec, na katerem temelji raziskava, obsega 105 slovenskih državljanov v starosti od 20 do 60 let. Največ anketiranih, in sicer 38,1 % vseh spada v starostno kategorijo od 30 do 39 let, tudi starostni kategoriji od 20 do 29 let in od 40 do 49 let sta dobro zastopani, nekoliko manj pa tista od 50 do 59 let. Starejših od 60 nisem zajel v vzorec, mlajših od 20 let pa namensko nisem vključil. Lahko rečemo, da zastopa večino vzorca delovno aktivno prebivalstvo, kar je za mojo raziskavo pozitivno, saj prav pri tem prebivalstvu najdemo glavnino suficitarnih celic. Velika večina vključenih je mojih znancev in je njihova izvorna regija Goriška, seveda je nekaj vključenih tudi iz ostalih regij, a so ti v veliki manjšini, kar sem že prej predvidel in zato tega vprašanja med demografskimi podatki ni bilo, saj se mi ni zdelo pomembno za to raziskavo. Med najvišjo doseženo stopnjo izobrazbe anketiranih z zelo podobnim odstotkom (okrog 40 %) prevladujeta kategoriji štiriletna srednja šola ter visoka šola oziroma univerzitetni študij. V vzorec ni bilo vključenega nobenega doktorja znanosti, prav tako ni bilo nobenega z nedokončano ali zgolj končano osnovno šolo. Gledano po spolu ljudi, vključenih v vzorec, je nekoliko več žensk, ki z 52,4 % vseh, rahlo prevladujejo. Podrobnejše informacije o splošnih in demografskih podatkih ljudi vključenih v vzorec so predstavljene v Tabeli 10, ki se nahaja na naslednji strani. Z demografsko strukturo zbranega vzorca sem zadovoljen, ker je dovolj reprezentativna in menim, da je primerna tovrstni raziskavi, saj bom z njo lahko dosegel namen in cilje raziskave.

Tabela 10: Splošni in demografski podatki oseb vključenih v vzorec

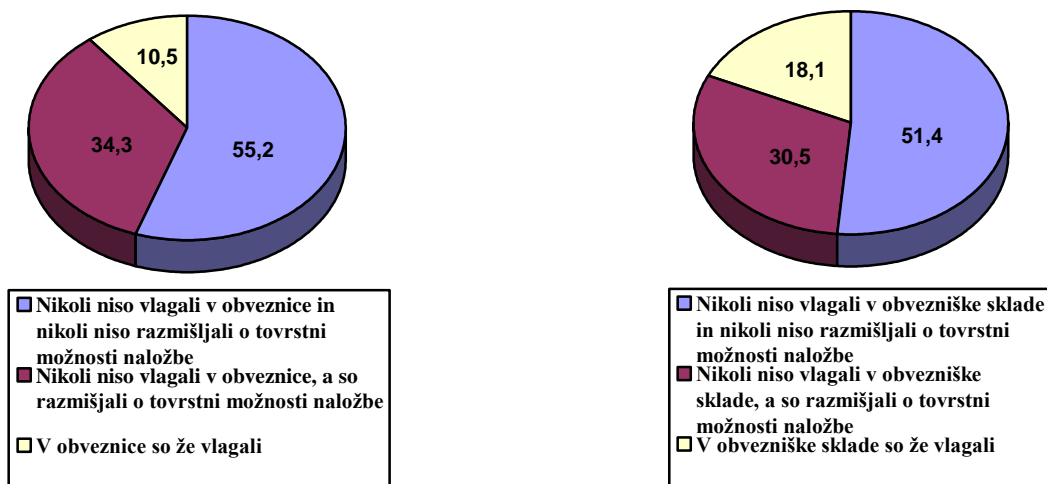
SPOL	f	%
Ženski	55	52,4
Moški	50	47,6
SKUPAJ	105	100,0
NAJVIŠJE DOSEŽENA IZOBRAZBA	f	%
Nedokončana osnovna šola	0	0,0
Osnovna šola	0	0,0
Poklicna šola	6	5,7
Štiriletna srednja šola	44	41,9
Višja šola	11	10,5
Visoka šola/univerzitetni študij	41	39,0
Magisterij	3	2,9
Doktorat	0	0,0
SKUPAJ	105	100,0
STAROSTNA KATEGORIJA	f	%
20–29 let	26	24,8
30–39 let	49	38,1
40–49 let	31	29,5
50–59 let	8	5,7
60–69 let	0	0,0
SKUPAJ	105	100,0

Anketirance sem v enem od začetnih vprašanj vprašal, če so že vlagali v obveznice oziroma če so sploh že kdaj razmišljali o možnosti naložbe v obveznice, ali pa če morebiti imajo celo v tem trenutku v njih naložen denar. Enako sem vprašal tudi za obvezniške sklade. Ugotovil sem, da je v obveznice vlagalo zgolj 10,5 % vprašanih, v obvezniške sklade pa 18,1 % vprašanih. V obeh primerih pa jih več kot polovica ni nikoli vlagala v ta dva varčevalna instrumenta in nikoli niti razmišljala o tovrstni možnosti naložbe. Približno ena tretjina vprašanih je v obeh primerih že razmišljala, da bi vložila denar v ti dve obliki varčevanja, a dejansko tega še niso storili. Grafični prikaz rezultatov najdemo na Sliki 12, ki se nahaja na naslednji strani.

Anketiranci so morali v naslednjem vprašanju izraziti s številko od nič (niso se odločali) do pet (zelo pogosto so se odločali), kako pogosto so se odločali v zadnjih petih letih za različne vnaprej podane vrste varčevanja. Pričakovano se anketiranci, tako kot je tudi značilno za povprečje Slovencev in je prikazano v poglavju 1.7, največ poslužujejo bančnih depozitov. Ugotovil sem, da se izmed šestih podanih instrumentov varčevanja in dodatne možnosti izbora »Druge vrste varčevanja« anketiranci najmanj poslužujejo obveznic in obvezniških skladov. Tudi ta rezultat je pričakovan in je, kot smo že ugotovili v poglavju 1.7, značilen tudi za

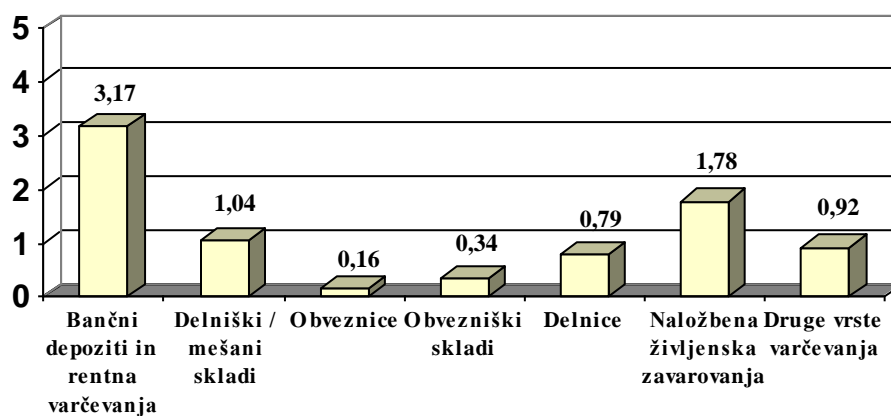
slovensko povprečje. Podroben grafični prikaz rezultatov tega vprašanja najdemo spodaj, na Sliki 13.

Slika 12: Izkušnje anketiranih z vlaganjem v obveznice oziroma obvezniške sklade (v %)



Iz začetnih vprašanj sem ugotovil, da se anketiranci ravno tako, kot je to značilno za slovensko povprečje, izredno redko odločajo za varčevanje v obveznicah ali v obvezniških skladih. V nadaljevanju poskušam z analizo odgovorov na vprašanja oziroma strinjanj s trditvami v jedru ankete ugotoviti razloge za to. Najprej bom preveril, kako močno se kaže nepoznavanje obveznic ter kaj so glavni razlogi in dejavniki za to, nato pa bom še preveril, kako močno se kaže zavračanje obveznic ter kaj botruje temu. Zavedam se, da je velika verjetnost, da je tako nepoznavanje kot zavračanje obveznic krivo za nizek delež vlaganj v preučevane instrumente, a poskušam ugotoviti, katero izmed obojega prevladuje.

Slika 13: Posluževanje različnih instrumentov varčevanja na lestvici od nič (se nisem odločal) do pet (zelo pogosto sem se odločal) s strani anketirancev v zadnjih petih letih (prikazane so povprečne vrednosti)

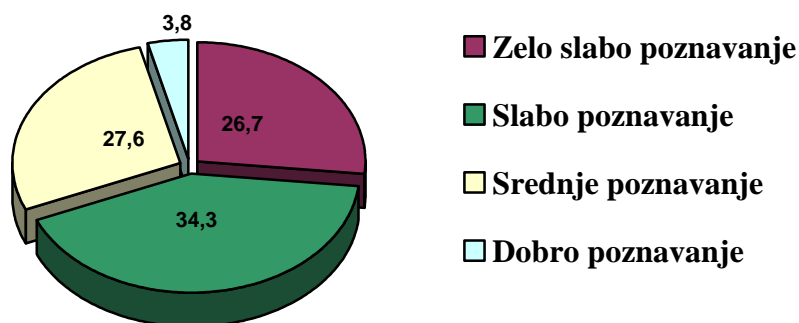


4.3 Ugotovitve empirične raziskave o vzrokih za relativno nizek delež sredstev namenjenih obveznicam in obvezniškimi skladom v Sloveniji

4.3.1 Nepoznavanje obveznic in glavni razlogi za nepoznavanje

Najprej sem poznavanje obveznic preveril z drugim vprašanjem v anketi, in sicer tako, da je moral vsak anketiranec sam oceniti, koliko pozna obveznice kot instrument varčevanja. Možnih odgovorov je bilo pet, od »zelo slabo« do »odlično«. Pri tem sem ožje opredelil, kaj pomeni poznati obveznice, in sicer v smislu poznavanja kakšnih vrst izplačil smo deležni pri obveznicah, kakšni so povprečni donosi, kakšne vrste obveznic obstajajo, stroški nakupa in hranjenja, kako se lahko kupi in proda obveznico ipd. Rezultati, ki so prikazani spodaj na Sliki 14, kažejo na to, da ljudje v Sloveniji slabo poznajo obveznice. Nihče izmed 105 anketiranih ne meni, da odlično pozna obveznice.

Slika 14: Samoocena anketiranih o poznavanju obveznic (v %)



Poznavanje obveznic sem testiral glede na strinjanje z določenimi trditvami, na numerični lestvici od ena do pet, pri čemer ena pomeni sploh se ne strinjam, pet pa pomeni, se povsem strinjam. Na tak način sem testiral poznavanje splošne tveganosti obveznic in obvezniških skladov ter splošnega koncepta obveznic z vidika varčevalca. Pri teh štirih trditvah, ki jih lahko poimenujemo kontrolne, je optimalen odgovor »sploh se ne strinjam« (1) ali vsaj »se ne strinjam« (2), a je povprečje rezultatov drugačno.

Tabela 11: Poznavanje splošne tveganosti in koncepta obveznic in obvezniških skladov (1 = sploh se ne strinjam, 5 = se povsem strinjam)

TRDITEV	ARITMETIČNA SREDINA
Obveznice so na splošno veliko bolj tvegane od bančnih depozitov.	3,3
Obveznice so v povprečju podobno tvegane kot delnice.	2,8
Delniški in mešani skladi so podobno tvegani kot obvezniški.	2,9
Obveznice se mi z vidika varčevalca zdijo bolj podobne delnicam kot bančnim depozitom.	3,4

Iz Tabele 11, ki se nahaja na prejšnji strani ugotovimo, da Slovenci slabo poznajo splošno tveganost obveznic in obvezniških skladov v primerjavi z bančnimi depoziti, delnicami ter obvezniškimi in mešanimi skladi. Čeprav bi morali pokazati nestrinjanje z navedenimi tremi trditvami, so v povprečju neopredeljeni, raje izberejo »se ne strinjam niti strinjam« oziroma se v primeru prve trditve v povprečju celo rahlo strinjajo, kar seveda kaže na slabo poznavanje obveznic. Tudi testiranje poznavanja splošnega koncepta obveznic, ki je z vidika varčevalca bolj podoben bančnim depozitom kot delnicam, je pokazalo nepoznavanje. Čeprav bi morali anketiranci tudi pri četrti trditvi v Tabeli 11 izraziti nestrinjanje s trditvijo, je ravno obratno, saj se rahlo strinjajo z njo. Na nepoznavanje kaže tudi dejstvo, da v povprečju pri vseh štirih trditvah zgolj 25 % vprašanih izrazi popolno nestrinjanje ali vsaj nestrinjanje z omenjenimi trditvami.

Samoocena anketirancev o poznavanju obveznic zagotovo ni objektivna, zato sem se odločil, da bom enote razvrstil v dve skupini. Ena skupina naj predstavlja tiste, ki dejansko imajo vsaj srednje poznavanje obveznic, druga pa tiste, ki imajo zelo slabo ali slabo poznavanje obveznic. To izvedem s pomočjo funkcije v programskem paketu SPSS, ki omogoča razvrščanje v skupine vzorčnih enot po podobnosti na podlagi kvadratne evklidske razdalje (najkrajše razdalje), in sicer po hierarhični metodi razvrščanja v skupine, natančneje Wardovi metodi, ki izraža optimalno homogenost. Enote so razvrščene v dve skupini na podlagi tistih štirih spremenljivk (kontrolnih trditev), ki so prikazane v Tabeli 11. Pred začetkom oblikovanja skupin v SPSS razvrstim enote po tem, kako so se samoocenile glede poznavanja obveznic. Na ta način vem, da so enote, ki so označene od 1 do 33, zase ocenile s srednjim ali dobrim poznavanjem, tiste od 34 do 105 pa z zelo slabim ali slabim poznavanjem. Dendrogram razvrščanja v skupine se nahaja v Prilogi 11.

Po pregledu opredelitev glede omenjenih štirih kontrolnih trditev s strani 43 enot, ki jih je SPSS z zgoraj opisano metodo razvrstil v skupino 1, ugotovim, da je povprečna aritmetična sredina natanko 3,5, kar kaže na strinjanje s kontrolnimi trditvami, kar posledično pomeni, da ta skupina predstavlja tiste, ki dejansko zelo slabo poznajo obveznice in obvezniške sklade. Povprečna aritmetična sredina vseh štirih opredelitev druge skupine, ki šteje 62 enot, pa je 2,71, kar kaže vsaj na rahlo nestrinjanje in posledično pomeni vsaj srednje poznavanje obveznic in obvezniških skladov.

Tabela 12: Ugotovljeno poznavanje obveznic s strani anketirancev

	POZNAVALCI OBVEZNIC (Srednje ali dobro poznavanje obveznic)	NEPOZNAVALCI OBVEZNIC (Zelo slabo ali slabo poznavanje obveznic)
DELEŽ ENOT (v %)	59	41
ARITMETIČNA SREDINA KONTROLNIH TRDITEV*	2,7	3,5

Legenda: * Statistično značilno razlikovanje aritmetičnih sredin pri $\alpha = 0,000$.

S pomočjo orodja SPSS izvedem tudi t-preizkus za enakost aritmetičnih sredin dveh neodvisnih vzorcev, kjer primerjam z Wardovo metodo pridobljeni skupini poznavalcev in nepoznavalcev obveznic. Kot lahko vidimo v Prilogi 12 za vse štiri testirane trditve v Tabeli 11 obstaja statistično značilna razlika med aritmetičnimi sredinami, kar je seveda logično, saj se skupini razlikujeta prav na tej podlagi.

Preseneča me ugotovitev, da je skupina ljudi, ki ima srednje ali dobro poznavanje obveznic in obvezniških skladov (v nadaljevanju jih imenujemo tudi poznavalci obveznic) večja od tiste, ki ima zelo slabo ali slabo poznavanje (v nadaljevanju jih imenujemo tudi nepoznavalci obveznic). Kar ena tretjina tistih, ki se je samoocenila, da ima vsaj srednje poznavanje obveznic, je bila uvrščena v skupino enot, ki so dejansko pokazale nepoznavanje obveznic. Po drugi strani pa je bilo presenetljivo veliko tudi obratnih primerov. Izkaže se tudi, da je med tistimi, ki so izkazali zelo slabo ali slabo poznavanje zgolj 11,6 % takih, ki že imajo lastne izkušnje z vlaganjem v obveznice ali obvezniške sklade. Med tistimi, ki so izkazali srednje ali dobro poznavanje, pa je 22,6 % takih, ki že imajo te izkušnje. Ugotovljeno se mi zdi logično.

Na tej osnovi testiram možne razloge za nepoznavanje obveznic zgolj na tistem delu vzorca, ki spada v skupino nepoznavalcev. Pri tem ne izključujem enot, ki že imajo lastne izkušnje z vlaganjem v obveznice ali obvezniške sklade. Možne razloge sem preoblikoval v trditve in jih preverjam tako, da morajo anketiranci na lestvici od ena (sploh se ne strinjam) do pet (popolnoma se strinjam) izraziti svojo stopnjo strinjanja z določeno trditvijo. V Tabeli 13, je predstavljenih vseh sedem trditev, ki testirajo možne razloge za nepoznavanje obveznic.

Tabela 13: Rezultati testiranja možnih razlogov za nepoznavanje obveznic (1 = sploh se ne strinjam, 5 = se povsem strinjam)

TRDITEV	TESTIRAN DEJAVNIK	ARITMETIČNA SREDINA ODGOVOROV
Doslej sem izvedel/a malo informacij o naložbenem potencialu in možnosti vlaganja v obveznice.	<i>Obveščенost</i>	3,81
Doslej sem dobil/a vtis, da so obveznice neatraktivna naložba.	<i>Obveščенost</i>	3,67
Ker sem se srečal/a z delnicami v okviru množične razdelitvene privatizacije v Sloveniji, jih veliko bolje poznam kot obveznice.	<i>Izkušnje</i>	3,65
Obveznice kot oblika varčevanja so malo oglaševane.	<i>Oglaševanje</i>	3,95
Obvezniški skladi kot oblika varčevanja so malo oglaševani.	<i>Oglaševanje</i>	3,72
O različnih oblikah varčevanja (v smislu vlaganja denarja) imam veliko znanja.	<i>Znanje</i>	2,30
Privarčevani denar želim vedno, kar najbolje naložiti, zato se pogosto sam/a informiram o različnih možnostih naložb denarja.	<i>Samoiniciativnost</i>	3,23

Izmed vseh testiranih dejavnikov, ki lahko vplivajo na nepoznavanje obveznic s strani Slovencev, se najmočneje kaže oglaševanje, in sicer tako v primeru oglaševanja neposrednih naložb v obveznice kot oglaševanja obvezniških skladov. Anketirani tako potrjujejo, da zaznavajo malo oglasov s strani institucij, ki ponujajo tovrstne oblike varčevanj. Močno se kaže tudi dejavnik obveščeniosti, ki je pravzaprav soroden dejavnik oglaševanju, a je mišljen bolj kot splošna obveščeniost s strani informativnih medijev. Anketirani se tako strinjajo, da so doslej izvedeli malo informacij o naložbenem potencialu in možnosti vlaganja v obveznice, strinjajo se tudi, da so jim bile obveznice večinoma predstavljene kot neatraktivna naložba, kar je lahko posledica (namernega) pomanjkljivega obveščanja. Močno se kaže tudi dejavnik (ne)znanja. Anketiranci tako v povprečju ocenjujejo, da nimajo veliko znanja s področja varčevanja. Dejavnik izkušenj je bil testiran v povezavi z izkušnjami z delnicami. Anketiranci se tako strinjajo s tem, da delnice veliko bolje poznajo od obveznic, ker so se z njimi neposredno srečali v okviru množične razdelitvene privatizacije v Sloveniji.

Na osnovi rezultatov lahko sklepamo, da je eden od razlogov, da velik delež Slovencev ne pozna obveznic ta, da jih do sedaj, za razliko od delnic, niso imeli priložnosti bolje spoznati. Eden od možnih razlogov, ki sem ga testiral, je tudi pomanjkanje samoiniciativnosti na področju varčevanja s strani Slovencev. Anketiranci so se tukaj v povprečju rahlo strinjali s tem, da so samoiniciativni, zato ta dejavnik najbrž ni ključen za njihovo preverjeno nepoznavanje obveznic. Ne bi ga pa povsem izključil, ker so se zgolj rahlo strinjali s tem, poleg tega pa je značilno, da ljudje ne radi priznajo, da niso samoiniciativni pri nečem.

Če povzamem vse ugotovitve glede poznavanja obveznic, lahko potrdimo, da je bilo na več načinov ugotovljeno očitno nepoznavanje obveznic pri anketiranih. Tudi za skupino ljudi, ki je bila uvrščena v skupino poznavalcev obveznic, predvidevam na podlagi aritmetične sredine te skupine pri (ne)strinjanjih s kontrolnimi trditvami, da so v povprečju zgolj šibki poznavalci obveznic. Med ugotovljenimi razlogi, ki botrujejo nepoznavanju obveznic s strani Slovencev, bi na prvem mestu izpostavil nizko stopnjo oglaševanja možnosti naložb v obveznice in iz njih izvedene produkte. Na drugem mestu pa je slabo oziroma pomanjkljivo obveščanje Slovencev s strani informativnih medijev o tovrstnih naložbah in njihovih prednostih. Na tretje mesto bi postavil ugotovitev, da imajo anketiranci malo znanja s področja varčevanja, kaže pa se tudi neizkušeniost. Ugotovljena je bila tudi rahla samoiniciativnost ljudi na področju varčevanja, če bi bila ta stopnja večja, bi zagotovo ljudje sami poskrbeli, da bi dobro spoznali obveznice in produkte, ki izhajajo iz njih.

S pomočjo t-preizkusa enakosti aritmetičnih sredin preverim, pri katerih vprašanjih, trditvah oziroma dejavnikih testiranih v anketi se skupina nepoznavalcev obveznic, statistično značilno razlikuje od skupine poznavalcev obveznic. Preizkusa ne ponavljam pri tistih štirih trditvah, ki so dejansko pripeljali do nastanka teh dveh skupin in sem v poglavju 4.3.1 že potrdil njihovo statistično značilno popolno razlikovanje. Celota rezultatov je prikazana v Prilogi 13, v Tabeli 14, ki se nahaja na naslednji strani, pa izpostavljam glavne in najbolj očitne predmete razlikovanja med obema skupina.

Tabela 14: Razlike med skupino poznavalcev in nepoznavalcev obveznic

TRDITEV	TESTIRAN DEJAVNIK	POZNAVALCI (aritmetična sredina)	NEPOZNAVALCI (aritmetična sredina)	SIG.*
Obveznice so preveč komplicirane za vlaganje.	<i>Zahtevnost naložbe</i>	2,76	3,41	$\alpha=0,008$
Zaradi večje zahtevnosti je vlaganje v obveznice zame manj primerno kot v delnice.	<i>Zahtevnost naložbe</i>	2,85	3,36	$\alpha=0,021$
Obveznice imajo previsoko osnovno (nominalno) vrednost, da bi bile primeren način varčevanja zame.	<i>Dostopnost</i>	2,97	3,61	$\alpha=0,007$
Obveznice se mi z vidika varčevalca zdijo bolj podobne delnicam kot bančnim depozitom.	<i>Podobnost z delnicami oz. banč. depoziti</i>	3,15	3,61	$\alpha=0,031$
Obveznice sicer imajo večjo povprečno donosnost od bančnih depozitov, a je ta razlika premajhna, da bi se dejansko odločil za naložbo v obveznice.	<i>Zahtevana donosnost</i>	3,08	3,69	$\alpha=0,008$
Doslej sem dobil/a vtis, da so obveznice neatraktivna naložba.	<i>Atraktivnost</i>	3,11	3,67	$\alpha=0,008$
Bančni depoziti so zame veliko primernejši način varčevanja denarja od obveznic, ker porabim manj časa, da izvedem naložbo v banč. depozit.	<i>Zamudnost naložbe</i>	3,37	3,81	$\alpha=0,019$
Bančni depoziti so primernejši način varčevanja denarja od obveznic, ker povečini ni nobenih neposrednih stroškov, povezanih z naložbo.	<i>Stroškovni vidik</i>	3,44	3,77	$\alpha=0,046$
Bančni depoziti so veliko primernejši način varčevanja denarja od obveznic, ker so do višine 1000 EUR letno prejete obresti neobdavčene.	<i>Davčni vidik</i>	3,32	3,74	$\alpha=0,022$
Če bi si želel večje potencialne donosnosti od bančnih depozitov, bi se prej odločil za naložbo v delnice kot v obveznice.	<i>Naklonjenost tveganju</i>	3,08	3,88	$\alpha=0,000$
Možnost, da lahko dobim denar (glavnico) iz naložbe v obveznico praktično takoj, ko ga potrebujem, ni pomembna prednost obveznic pred bančnimi depoziti.	<i>Likvidnost</i>	2,47	3,21	$\alpha=0,000$
Naložba denarja v obveznice je vredna zaupanja.	<i>Zaupanje</i>	3,18	2,79	$\alpha=0,008$

Legenda: * Stopnja značilnosti razlikovanja med skupino poznavalcev in nepoznavalcev.

Ugotovimo lahko, da se med skupino poznavalcev in nepoznavalcev obveznic po t-preizkusu enakosti aritmetičnih sredin kaže statistično značilno razlikovanje pri kar 16 od 26 trditvev, oziroma 62 % vseh trditvev, pri katerih so morali anketiranci izražati svojo stopnjo (ne)strinjanja na numerični lestvici od ena do pet. Zunaj sklopa trditvev v anketi pa se kaže statistično značilno razlikovanje zgolj pri vprašanju, kjer anketirane sprašujemo, če so že vlagali v obveznice oziroma če so sploh že kdaj razmišljali o možnosti naložbe v obveznice ali pa morda imajo celo v tem trenutku v njih naložen denar. Pokaže se namreč, da imajo poznavalci statistično značilno ($\alpha=0,032$) več izkušenj z vlaganjem v obveznice od nepoznavalcev. Zanimivo se to ne pokaže pri vprašanju, ki temu sledi in pri katerem so predmet obvezniški skladi. Pri čisto vseh ostalih vprašanjih, ki sprašujejo po vrstah naložb, za katere so se odločali anketiranci v zadnjih 5 letih, demografskih podatkih, minimalnem zahtevanem donosu ter tudi, kar je še najbolj zanimivo, samoopredelitvi poznavanja obveznic, se skupina poznavalcev ne statistično značilno razlikuje od skupine nepoznavalcev. Kot skupek vsega v tem podpoglavju lahko rečemo, da so dobljene skupine z veliko mero verjetnosti prave, da je poznavalcev obveznic rahlo več od nepoznavalcev, a je slednjih še vedno zaskrbljujoče preveč in tudi v skupini poznavalcev obveznic je poznavanje obveznic po mojem mnenju na nezadovoljivi ravni. Izkazalo se je tudi, da se dobljeni skupini med seboj po mnogih prepričanjih s področja varčevanja ter tudi ožje obveznic statistično značilno razlikujeta.

4.3.2 Poznavanje, a zavračanje obveznic kot naložbenega instrumenta in glavni razlogi

V tem poglavju testiram tudi možne razloge za zavračanje obveznic s strani Slovencev. To sem storil tako, da sem razloge na podlagi sklepanja in pregleda obstoječe literature vnaprej predvidel in jih preoblikoval v trditve, o katerih so morali anketiranci izraziti svojo stopnjo strinjanja na numerični lestvici od ena (sploh se ne strinjam) do pet (popolnoma se strinjam). Med temi trditvami in tistimi, ki so testirale nepoznavanje obveznic, je očitna razlika v tem, da so se anketiranci še bolj pogosto zatekali h odgovoru »se niti ne strinjam niti strinjam«. Te trditve zahtevajo določeno poznavanje in so zato nekoliko zahtevnejše od tistih, predstavljenih v Tabeli 13, zato se lahko nepoznavanje tega področja kaže tudi skozi neopredeljenost ljudi, saj se v anketah lahko zgodi, da se v primeru pomanjkanja odgovora »ne vem«, tisti, ki o nečem malo ali nič ne vedo, zatečejo k srednjemu odgovoru. Prav pri vseh spodaj navedenih trditvah, pri katerih ni bilo podanega odgovora »ne vem«, razen pri tistih, ki so vključevale primerjavo z bančnimi depoziti, je bil najpogostejši odgovor oziroma modus »se niti ne strinjam niti strinjam«. To kaže, da bančne depozite anketirani očitno dobro poznajo in primerjava z njimi v neki trditvi vzpodbudi anketirance, da se opredelijo glede trditve. Ker je bilo nepoznavanje obveznic predmet prejšnjega podpoglavja, se sedaj osredotočim na iskanje glavnih razlogov za zavračanje obveznic kot naložbenega instrumenta s strani Slovencev.

V Tabeli 15, ki se nahaja na naslednji strani, je prikaz testiranja 11 različnih dejavnikov, ki lahko vplivajo na zavračanje obveznic. Za tovrstno testiranje uporabim tiste enote, za katere je bilo ugotovljeno vsaj srednje poznavanje obveznic ter hkrati še nikoli niso vlagali v obveznice ali v obvezniške sklade. Takih enot je 46 % vseh. Zanima me, zakaj taki zavračajo obveznice.

Tabela 15: Rezultati testiranja možnih razlogov za zavračanje obveznic (na lestvici od 1-5, pri čemer 1 pomeni sploh se ne strinjam, 5 pa pomeni se povsem strinjam)

TRDITEV	TESTIRAN DEJAVNIK	ARITMETIČNA SREDINA ODGOVOROV
Obveznice so preveč komplicirane za vlaganje.	<i>Zahtevnost</i>	2,88
Zaradi večje zahtevnosti je vlaganje v obveznice zame manj primerno kot v delnice.	<i>Zahtevnost</i>	3,07
Bančni depoziti so zame veliko primernejši način varčevanja denarja od obveznic, ker porabim manj časa, da izvedem naložbo v bančni depozit.	<i>Zamudnost</i>	3,58
Bančni depoziti so veliko primernejši način varčevanja denarja od obveznic, ker so do višine 1000 EUR letno prejete obresti neobdavčene.	<i>Obdavčitev</i>	3,35
Bančni depoziti so primernejši način varčevanja denarja od obveznic, ker povečini ni nobenih neposrednih stroškov, povezanih z naložbo.	<i>Stroškovni vidik</i>	3,48
Obveznice imajo previsoko osnovno (nominalno) vrednost, da bi bile primeren način varčevanja zame.	<i>Zmožnosti</i>	3,04
Če bi si želel večje potencialne donosnosti od bančnih depozitov, bi se prej odločil za naložbo v delnice kot v obveznice.	<i>Naklonjenost tveganju</i>	3,15
Če že vlagam denar v investicijske sklade, ga raje kot v obvezniške sklade naložim v delniške ali pa vsaj v mešane sklade.	<i>Naklonjenost tveganju</i>	3,20
Obveznice so v povprečju veliko manj donosne od delnic.	<i>Zaznana donosnost</i>	3,04
Obveznice imajo sicer večjo povprečno donosnost od bančnih depozitov, a je ta razlika premajhna, da bi se dejansko odločil za naložbo v obveznice.	<i>Zahtevana donosnost</i>	3,30
Možnost, da lahko dobim denar (glavnico) iz naložbe v obveznico praktično takoj, ko ga potrebujem, ni pomembna prednost obveznic pred bančnimi depoziti.	<i>Likvidnost</i>	2,54
Naložba denarja v obveznice je vredna zaupanja.	<i>Zaupanje</i>	3,06
Z naložbo denarja v obveznice ne morem doseči svojih finančnih ciljev.	<i>Finančni cilji</i>	3,02

Dejavnik **zahtevnost** sem testiral z dvema različnima trditvama. Pri obeh se povprečje vprašanih ni opredelilo, čeprav je bil možen tudi odgovor »ne vem«. Na podlagi tega lahko sklepamo, da zahtevnost ne igra pomembnejše vloge pri zavračanje obveznic s strani Slovencev. Naslednji testiran dejavnik je bil **zamudnost**. Iz rezultatov je očitno, da se Slovencem zdi vlaganje v obveznice zamudno v primerjavi z bančnimi depoziti in se zaradi tega veliko raje odločajo za slednje. Tudi **davčni vidik** se je pokazal kot pomemben, saj se Slovenci strinjajo s tem, da so

bančni depoziti primernejši način varčevanja od obveznic, ker so do višine 1000 EUR letno prejete obresti neobdavčene. Kot lahko vidimo v Tabeli 15, se anketiranci še močneje kot pri davčnem vidiku strinjajo s tem, da se jim obveznice zdijo manj primeren način varčevanja od bančnih depozitov zaradi neposrednih **stroškov**, ki jih imajo z naložbo. Pri **dejavniku zmožnosti** se vnovič kaže nepoznavanje obveznic, saj je bil tukaj možen tudi odgovor »Ne vem«. Kar 51 % tistih, ki spadajo v skupino, katero sedaj upoštevamo pri tem testiranju, je odgovorilo z »ne vem«, iz česar sklepam, da Slovenci v povprečju sploh ne vedo, koliko znašajo osnovne (nominalne) vrednosti obveznic. Tudi preostalih 49 % je bilo zelo neopredeljenih, prav nihče tudi ni izrazil popolnega nestrinjanja oziroma popolnega strinjanja. Test tega dejavnika nam tako kaže, da ta ne igra večje vloge pri zavračanju obveznic s strani Slovencev.

Na tej točki bom še enkrat izpostavil, da je skupina, na kateri testiram trditve, ki se nahajajo v Tabeli 15, pokazala vsaj srednje poznavanje tveganj različnih naložb. Zaradi tega se mi zdi relevantno testirati naklonjenost tveganju te skupine. Test sem izvedel prek dveh trditvev. Pri obeh so bili rezultati podobni, saj se je pokazalo, da so Slovenci **rahlo naklonjeni tveganju**, kar se kaže skozi to, da dajejo prednost delnicam pred obveznicami. Ta dejavnik se ni močneje izrazil, zato ga ne moremo uvrstiti med ključne dejavnike za zavračanje obveznic. Glede tega dejavnika sem v nadaljevanju izvedel še dodatne teste. Test **dejavnika zaznane donosnosti** sem izvedel tako, da sem preveril, ali zaznavajo Slovenci obveznice kot veliko manj donosne od delnic, kar bi lahko bil razlog, da se raje odločajo za slednje. Anketiranci so bili tukaj skoraj popolnoma neopredeljeni, kar pomeni, da ta dejavnik nima večje pomembnosti za zavračanje obveznic. Naslednji dejavnik, ki sem ga testiral, je **zahtevana donosnost**. Preveril sem, ali se Slovincem zdi razlika v povprečni donosnosti, katero zaznavajo za obveznice in tisti pri bančnih depozitih premajhna, da bi se odločali za varčevanje v prvih. Anketiranci so se s tem rahlo strinjali. Prej kot zaradi presežne donosnosti bi se morali Slovenci odločati za obveznice zaradi njihove večje likvidnosti v primerjavi z bančnimi depoziti, a je test **dejavnika likvidnosti** pokazal, da anketirance tudi večja likvidnost ne povsem prepriča. Anketiranci so sicer pokazali nestrinjanje s tem, da to ni pomembna prednost obveznic pred bančnimi depoziti, a kot lahko vidimo v Tabeli 15, pri tem v povprečju niso bili tako prepričljivi kot bi lahko sprva pričakovali. Zanimiv je tudi naslednji dejavnik, ki sem ga testiral, in sicer **dejavnik zaupanja**. Lahko rečemo, da so bili glede zaupanja anketiranci neopredeljeni, kar lahko nakazuje na neko srednjo mero zaupanja. Ta dejavnik tako verjetno ne igra prevelike vloge za zavračanje obveznic. Tudi test **dejavnika finančnih ciljev** kaže neopredeljenost anketirancev, tako da tudi ta dejavnik lahko izključimo iz skupine tistih, ki pomembneje vplivajo na zavračanje obveznic.

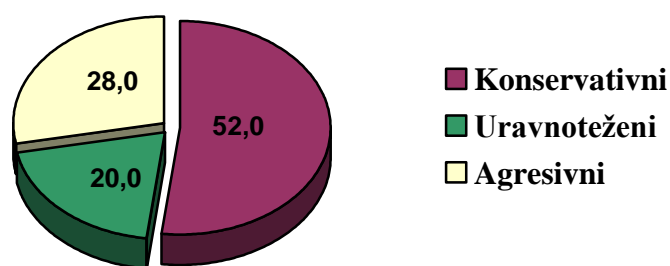
Če povzamem glavne ugotovitve o vzrokih za zavračanje obveznic, sem kot najpomembnejši razlog zaznal, da se Slovincem zdi zamudno vlagati v obveznice. Na drugem mestu po pomembnosti sem opazil, da Slovence motijo stroški, povezani s samo naložbo v obveznice. Kot tretji najpomembnejši razlog za zavračanje obveznic bi na podlagi rezultatov uvrstil obdavčitev prejetih obresti. Tako drugi kot tretji dejavnik zmanjšujeta realno donosnost obveznic, tega se Slovenci zavedajo in se jim zato zdi razlika med donosnostjo obveznic po odbitih stroških in davkih ter donosnostjo, ki jo zaznavajo za bančne depozite v povprečju premajhna, da bi se dejansko odločali za naložbo v obveznice. Največja prednost najmanj tveganih obveznic pred

bančnimi depoziti je zagotovo večja likvidnost. Iz odgovorov anketirancev pa sem ugotovil, da tudi večja likvidnost obveznic v primerjavi z bančnimi depoziti Slovence popolnoma ne prepriča, čeprav se je pokazalo, da jo zaznavajo kot prednost. Ugotovil sem tudi, da so Slovenci rahlo naklonjeni tveganju. Čeprav je skupina poznavalcev obveznic pri testiranju trditev v Tabeli 11, pokazala poznavanje tveganja, se v povprečju rahlo strinjajo s tem, da raje vlagajo v delnice kot v obveznice oziroma v mešane in delniške sklade kot v obvezniške. Po drugi strani pa je to v neskladju s tem, da je zelo malo takih, ki se niso izkazali kot skrajno konservativni. To me ne preseneča in odraža trenutno stanje naložb pri nas. V nadaljevanju sem se zato odločil testirati domnevo, da v Sloveniji prevladujeta dve skupini varčevalcev, in sicer konservativni in agresivni, vlagatelji z uravnoveženim pogledom pa so najmanjša skupina, zaradi tega pa si obveznice ne uspejo izboriti svojega prostora.

4.3.3 Vrste varčevalcev v Sloveniji in vpliv na stopnjo varčevanja v obveznicah

Domnevo, da so uravnoveženi varčevalci manjša skupina od konservativnih in agresivnih varčevalcev v Sloveniji, testiram tako, da najprej ločim konservativne varčevalce od skupine tistih, ki bi lahko spadali ali med agresivne ali med uravnovežene. To storim tako, da vse tiste, ki se povsem strinjajo ali strinjajo s trditvijo »*Odločam se le za naložbe denarja v instrumente, ki so praktično brez tveganja (bančni depoziti)*« označim kot konservativne. Preostale enote pa bom razdelil med agresivne in uravnovežene varčevalce na podlagi njihovih strinjanj s trditvama »*Če bi si želel večje potencialne donosnosti od bančnih depozitov, bi se prej odločil za naložbo v delnice kot v obveznice.*« in »*Če že vlagam denar v investicijske sklade, ga raje kot v obvezniške sklade naložim v delniške ali pa vsaj v mešane sklade*«. Kdor se z obema trditvama povsem strinja ali strinja, ga uvrstim med agresivne varčevalce, tiste, ki se z obema trditvama ne strinjajo ali sploh ne strinjajo, pa med uravnovežene, tiste, ki pa se z eno trditvijo strinjajo, z drugo pa ne strinjajo oziroma so neopredeljeni, pa nadalje pogledam, kako so se opredelili glede minimalne donosnosti privarčevanega denarja, s katero se zadovoljijo. Če je ta »7–9 %« ali »vsaj 10 %«, jih uvrstim med agresivne vlagatelje, v nasprotnem primeru pa med uravnovežene. Tudi pri tistih, ki so za obe trditvi neopredeljeni, pogledam, s katero minimalno donosnostjo privarčevanega denarja se zadovoljijo in jih uvrstim po enakem principu. Tako pridem do rezultatov, ki so prikazani na Sliki 15. Ugotovim, da v Sloveniji izrazito prevladujejo konservativni varčevalci, katerih je več kot polovica, agresivnih pa je občutno več kot uravnoveženih, s čimer lahko rečem, da je bila moja domneva upravičena.

Slika 15: Naravnost oziroma vrste varčevalcev v Sloveniji (v %)



Z obstoječo anketo ne morem ugotoviti, zakaj je prišlo do takega netipičnega razmerja med vrstami varčevalcev v Sloveniji, nekaj o tem sem že povedal v poglavju 4.1. S to raziskavo sem zgolj potrdil, da tako netipično razmerje dejansko obstaja, saj je značilno tudi za moj vzorec in menim, da pomembno vpliva na nizek delež naložb v obveznice v Sloveniji.

Nadalje raziščem, katere so glavne značilnosti skupine uravnoteženih varčevalcev v Sloveniji in katere so tiste glavne razlike, ki jih ločijo od agresivnih in konservativnih. Z analizo varianc med vsemi tremi skupinami, ki je v celoti prikazana v Prilogi 14, sem raziskal, po katerih spremenljivkah, testiranih v anketi, se te skupine statistično značilno razlikujejo. Ugotovim, da se te tri skupine statistično značilno razlikujejo pri kar 26 od 48 testiranih spremenljivkah, kar predstavlja 54 %, če pa gledamo samo sklop trditev pa pri 65 %. Primerjava je prikazana v Tabeli 16 in je izvedena na podlagi aritmetičnih sredin in analize varianc 11 dejavnikov, za katere menim, da nas za primerjavo treh skupin varčevalcev v Sloveniji najbolj zanimajo. Rezultati po vseh kriterijih za vse tri skupine se nahajajo v Prilogi 15.

Tabela 16: Primerjava med konservativnimi, uravnoteženimi in agresivnimi vlagatelji v Sloveniji (na podlagi aritmetičnih sredin kriterijev, razen pri spolu, kjer je prikaz v odstotkih vsakega)

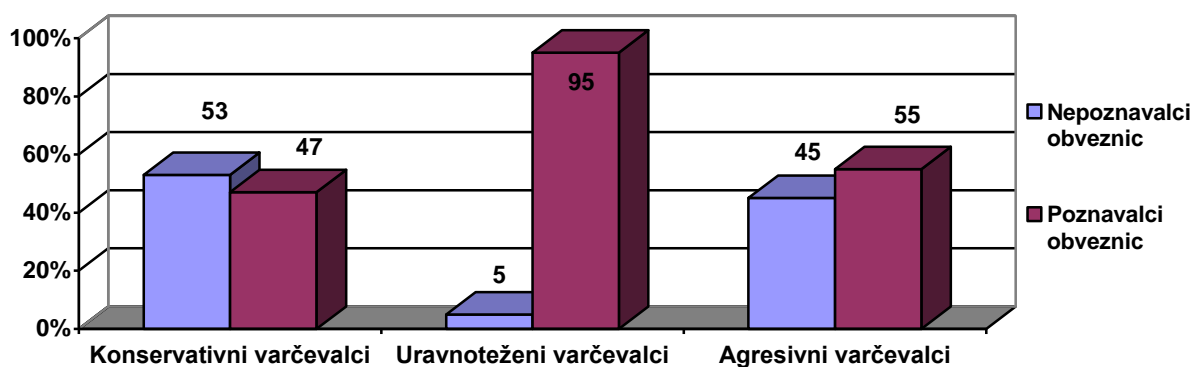
KRITERIJ	KONSERVATIVNI	URAVNOTEŽENI	AGRESIVNI
<i>Spol</i>	36 % M, 64 % Ž	62 % M, 38 % Ž	59 % M, 41 % Ž
<i>Formalna izobrazbenost (1 =nedokončana osnovna šola, 8=doktorat)</i>	4,89	5,05	4,86
<i>Starost (1=20 do 29 let, 6=70 let in več)</i>	2,25	2,05	2,21
<i>Min. zahtevan donos* (1=1-2%, 5= vsaj 10%)</i>	2,87	2,62	3,55
<i>Samoopredelitev poznavanja obveznic* (1=zelo slabo, 5=odlično)</i>	1,89	2,19	2,38
<i>Mesečno privarčevano (1= nič, 6=več kot 401 EUR)</i>	3,02	3,19	3,17
<i>Samoopredelitev znanja o naložbah/varčevanju* (1=najmanj, 5=največ)</i>	2,07	2,33	2,69
<i>Samoiniciativnost na področju varčevanja (1=najmanjša, 5=največja)</i>	2,96	3,00	3,52
<i>Izkušnje z vlaganjem v obveznice* (1=najmanj, 4=največ)</i>	1,42	2,00	1,62
<i>Izkušnje z vlaganjem v obvezniške sklade* (1=najmanj, 4=največ)</i>	1,47	1,95	2,00
<i>Zaupanje v obveznice* (1=najmanjše, 5=največje)</i>	2,87	3,43	3,00

Legenda: M – moški spol, Ž – ženski spol, * – statistično značilno razlikovanje pri nekem kriteriju med tremi skupinami varčevalcev ($\alpha=0,05$)

Rezultati, ki sem jih dobil, so povečini pričakovani in menim, da potrjujejo, da so najdene skupine prave, čeprav so bile oblikovane na podlagi dejavnikov, ki z izjemo minimalne zahtevane donosnosti niso bili predmet primerjave, ki jo delam na tej točki. Primerjava med skupinami kaže, da je očitna razlika že pri prvem kriteriju – spolu. Tako pri uravnoveženih in agresivnih prevladuje moški spol, pri konservativnih pa ženski, čeprav je originalno razmerje pri spolu celotnega vzorca skoraj ena proti ena. Če gledamo formalno izobraženost med skupinami, je ta najnižja pri agresivnih, najvišja pa pri uravnoveženih. Zanimivo je, da je povprečna starost najnižja pri uravnoveženih, čeprav ta ne pretirano izstopa, kar lahko kaže na večjo ozaveščenost mlajših prebivalcev Slovenije glede varčevanja ali pa so na njih manj vplivala dogajanja iz preteklosti v Sloveniji, ki sem jih opisal v poglavju 4.1. Pri minimalnemu zahtevanemu donosu za privarčevani denar pričakovano izstopa skupina agresivnih varčevalcev. Zanimivo pa je, da konservativni vlagatelji v povprečju zahtevajo rahlo višjo donosnost njihovega privarčevanega denarja od uravnoveženih varčevalcev. To kaže na veliko večje izkušnje in znanje slednjih s področja varčevanja in naložb. Pri samoopredelitvi poznavanja obveznic je ta pri agresivnih vlagateljih največja, a sem že z dodatnim testom, ki se nahaja na strani 53, ugotovil, da se je za mnogo samoopredeljenih poznavalcev obveznic v resnici izkazalo, da zelo slabo ali slabo poznajo obveznice.

Prav zato sem se odločil preveriti, kakšen odstotek tistih, ki spadajo v vsako izmed treh skupin vrst varčevalcev v Sloveniji, lahko uvrstimo v skupino tistih, ki po mojih ugotovitvah spadajo med nepoznavalce obveznic in kakšen odstotek v skupino poznavalcev obveznic. To izvedem na preprost način, s pomočjo funkcije »Identify duplicate cases« v SPSS. Opozoriti velja, da je skupina poznavalcev obveznic, kot je bilo že prikazano v Tabeli 10, nekoliko večja od nepoznavalcev obveznic, tako da bo tudi pri teh rezultatih težnja k večjemu deležu poznavalcev obveznic. Ugotovitve so prikazane spodaj, na Sliki 16, in me ne presenečajo. Medtem ko je razmerje poznavalcev pri konservativnih in agresivnih približno ena proti ena, kar zlasti pri agresivnih močno odstopa od samoopredelitve poznavanja, pa je pomembna ugotovitev, da skoraj vsi, z izjemo ene enote, ki spadajo v skupino uravnoveženih, spadajo tudi v skupino poznavalcev obveznic.

Slika 16: Ugotovljeno poznavanje oziroma nepoznavanje obveznic pri skupinah konservativnih, uravnoveženih in agresivnih vlagateljev (v %)



Če se vrnemo še na ostale glavne ugotovitve iz Tabele 16, ki se nahaja na strani 61, lahko rečemo, da so se kot izrazito najbolj samoiniciativni, kar se tiče lastnega informiranja na področju varčevanja, opredelili agresivni vlagatelji, a če upoštevamo ugotovitve s Slike 16, lahko rečemo, da se ne kvalitetno in celostno informirajo o področju varčevanja. Pokazalo se je, da je to skupina, ki pričakovano največ tvega pri naložbah, a ima dejansko precej manj znanja s področja varčevanja in naložb, kot ga je potrebno za sprejetje teh tveganj. Svoje znanje s tega področja pa izrazito precenjujejo. Pri izkušnjah z vlaganjem v obveznice izrazito pozitivno izstopajo uravnoteženi vlagatelji, negativno pa konservativni, kar je pričakovano, še posebej če upoštevamo dejstvo, da konservativni varčevalci v Sloveniji preverjeno poznajo in se poslužujejo zgolj bančnih depozitov. Tudi pri zaupanju v obveznice v pozitivno smer izrazito izstopajo uravnoteženi vlagatelji. Zanimivo se je pokazalo, da imajo agresivni varčevalci rahlo več izkušenj z vlaganjem v obvezniške sklade od uravnoteženih, izrazito najmanj pa konservativni.

V nadaljevanju izpostavljam še nekaj ugotovitev, ki jih nisem vključil v Tabelo 16, a izhajajo iz analize varianc vseh spremenljivk med skupinami konservativnih, uravnoteženih in agresivnih vlagateljev, ki je kot že rečeno v celoti prikazana v Prilogi 14. Statistično značilno razlikovanje med tremi skupinami se kaže tudi pri posluževanju bančnih produktov varčevanja, delniških in mešanih skladov, obvezniških skladov in delnic. Ravno tako se statistično značilno razlikovanje med tremi skupinami kaže tudi pri trditvi, da so obveznice preveč komplicirane za vlaganje ter pri trditvi, da so obveznice bolj komplicirane za vlaganje od delnic. Kaže se tudi pri mnenju o stroškovnih in davčnih slabostih obveznic, dejavniku zamudnosti vlaganja v obveznice ter pri številnih ostalih spremenljivkah.

4.3.4 Dejavniki, ki bi najpomembneje vplivali na višjo stopnjo varčevanja Slovencev v obveznicah

Anketirani so z izborom dveh izmed sedmih vnaprej podanih predlogov oziroma dejavnikov izrazili, katere spremembe ali dejavniki bi najpomembneje vplivali na to, da bi začeli varčevati oziroma povečali osebno stopnjo varčevanja v obveznicah. V Tabeli 17, ki se nahaja na naslednji strani, je prikazanih vseh sedem z moje strani vnaprej podanih dejavnikov. Ti so razvrščeni po tem, kolikokrat so bili obkroženi s strani anketiranih. V Tabeli 17 lahko vidimo, da so se s tem preizkusom nekatere stvari, ki sem jih že ugotovil tekom tega poglavja, zgolj potrdile, prišel pa sem tudi do novih ugotovitev.

Vnovič se kaže, da imajo Slovenci radi enostavne naložbe, ki se jih da skleniti brez večjega truda in porabljenega časa. Čeprav možnost nakupa obveznic ponujajo tudi številne banke, se jim zdi, da je to bolj zamudno, manj dostopno in manj enostavno od varčevanja v bančnih depozitih. Zanimivo je, da se je pokazalo, da veliko Slovencev razmišlja zgolj o obveznicah na Slovenskem trgu in se jim le-ta zdi premalo likviden, da bi vlagali vanje. Bojijo se namreč, da ne bi bilo možno prodati obveznice v trenutku, ko bi denar potrebovali in se tako zanje glavna prednost obveznic pred bančnimi depoziti izniči. Vnovič se tudi pokaže, da bi Slovenci občutno več vlagali v obveznice, če bi bil sistem obdavčitve podoben kot pri bančnih depozitih, torej do 1000

EUR letno prejetih obresti neobdavčenih. Veliko Slovencev bi začelo varčevati oziroma povečalo stopnjo varčevanja v obveznicah, če bi najmanj tvegane imele vsaj 0,5 odstotne točke višjo donosnost, kot jo dobijo pri vezavi denarja v banki. Nekateri so tudi pokazali željo, da bi jih strokovnjak spodbudil in nudil brezplačno izobraževanje o obveznicah. To pa kaže na to, da si nekateri želijo več znanja s področja varčevanja in področja obveznic. Zanimivo je, da je slaba desetina pripadala dejavniku, ki pravi, da bi v medijih morali večkrat zaslediti oglaševanje za varčevanje v obveznicah. Spet se je pokazalo, da je ta oblika varčevanja v medijih premalo izpostavljena oziroma oglaševana ter da to pomembno vpliva na ljudi, ko se odločajo med različnimi varčevanji. Izrazito najmanj izpostavljen dejavnik je nominalna vrednost obveznic, saj zelo malo anketiranih meni, da bi nizki apoeni v vrednosti največ 100 EUR spodbudili varčevanja v obveznicah pri njih.

Tabela 17: Dejavniki, ki bi najpomembneje vplivali na povečanje stopnje varčevanja v obveznicah v Sloveniji

DEJAVNIK	f	%
1. Vložiti denar v obveznice bi moralo biti tako enostavno in dostopno kot vezava denarja na banki.	55	26,0
2. Trg obveznic v Sloveniji bi moral biti bolj likviden, tako da bi zagotovo lahko takoj prodal obveznice, ko bi denar potreboval.	46	21,7
3. Obresti, prejete iz obveznic, bi morale biti do skupne višine 1000 EUR letno neobdavčene, tako kot to velja za bančne depozite.	41	19,3
4. Na najmanj tvegane obveznice (državne) bi moral dobiti realno letno vsaj 0,5 odstotne točke obresti več kot pri vezavi denarja na banki.	24	11,3
5. Strokovnjak bi me moral spodbuditi in mi nuditi brezplačno izobraževanje o obveznicah.	19	9,0
6. V medijih bi moral večkrat zaslediti oglaševanje za varčevanje v obveznicah.	17	8,0
7. Obveznice bi morale imeti nominalno (osnovno) vrednost največ 100 EUR, da bi lahko vsakomesečno vlagal prihranke v njih.	10	4,7
SKUPAJ	210	100

Če na kratko analiziramo te dejavnike tudi po vrstah varčevalcev, ugotovimo, da bi pri uravnoveženih v največji meri izdatno spodbudila varčevanje v obveznicah večja likvidnost obveznic na slovenskem trgu. Pri konservativnih se močno kaže, da bi več vlagali v obveznice v primeru, če bi bilo to tako enostavno in dostopno kot vezava denarja na banki. Tako uravnoveženi kot konservativni bi si precej bolj želeli izobraževanja s strani strokovnjaka od agresivnih. Slednje bi v največji meri spodbudila k varčevanju v obveznicah večja likvidnost na slovenskem trgu obveznic. Naj omenimo še dejavnik, da bi morale imeti najmanj tvegane obveznice vsaj 0,5 odstotne točke višjo donosnost od tiste, ki jo ponujajo bančni depoziti. Tako pri skupini konservativnih kot agresivnih vlagateljev bi to pomembno spodbudilo varčevanje v obveznicah, pri skupini uravnoveženih pa je bil to tretji najmanj pomemben dejavnik, kar po

mojem mnenju vnovič kaže, da imajo ti precej več znanja s področja varčevanja od ostalih dveh skupin. Podrobnejši rezultati o vseh treh skupinah se nahajajo v Prilogi 14.

4.3.5 Pregled vseh glavnih ugotovitev empirične raziskave in omejitve raziskave

Iz rezultatov analize raziskave o vzrokih za relativno nizek delež sredstev, namenjenih obveznicam in obvezniškimi skladom v Sloveniji, lahko oblikujem naslednje ugotovitve:

- Slovenci zase ocenjujejo, da slabo poznajo obveznice;
- testiranje na podlagi štirih kontrolnih trditev, s katerimi sem preizkusil poznavanje obveznic anketirancev, je potrdilo, da Slovenci v povprečju slabo poznajo obveznice;
- na podlagi štirih kontrolnih trditev sem z uporabo Wardove metode razvrščanja v skupine dobil dve skupini, in sicer skupino tistih, ki slabo ali zelo slabo poznajo obveznice, ter tistih, ki vsaj srednje poznajo obveznice. Skupina ljudi, ki ima srednje ali dobro poznavanje obveznic in obvezniških skladov, je z 62 enotami večja od tiste, ki ima zelo slabo ali slabo poznavanje in šteje 43 enot. Pokazalo se je torej, da je med Slovenci nekoliko več poznavalcev kot nepoznavalcev obveznic;
- v skupini poznavalcev obveznic je skoraj enkrat več ljudi, ki že imajo izkušnje z vlaganjem v obveznice ali obvezniške sklade kot v skupini nepoznavalcev;
- razloge za nepoznavanje obveznic sem testiral na celotni skupini ugotovljenih nepoznavalcev obveznic, in sicer s trditvami, prikazanimi v Tabeli 13. Glavni ugotovljeni razlogi za nepoznavanje po vrstnem redu pomembnosti so:
 - nizka stopnja oglaševanja možnosti naložb v obveznice in iz njih izvedenih produktov;
 - slabo oziroma pomanjkljivo obveščanje Slovencev s strani informativnih medijev o tovrstnih naložbah in njihovih prednostih;
 - Slovenci imajo malo znanja s področja varčevanja, kaže pa se tudi neizkušnost;
 - zgolj srednja stopnja samoiniciativnosti Slovencev na področju varčevanja;
- skupina poznavalcev obveznic se od skupine nepoznavalcev statistično značilno razlikuje, kar pri 16 od 26 (62 %) spremenljivkah v sklopu trditev. Skupini se tako med seboj po mnogih prepričanjih s področja varčevanja ter tudi ožje obveznic, statistično značilno razlikujeta;
- pri trditvah, ki testirajo razloge za zavračanje obveznic in imajo zaradi njihove večje težavnosti z moje strani dodeljeno možnost odgovora »ne vem«, je to najpogostejši odgovor, pri tistih, ki tega nimajo, pa je povečini najpogostejši odgovor »se niti ne strinjam, niti strinjam«. Če upoštevamo, da pri trditvah, ki niso zahtevale poznavanja obveznic, te so bile na primer uporabljene za ugotavljanje razlogov za nepoznavanje obveznic, ni bila pri nobeni najpogostejša vrednost »se niti ne strinjam, niti strinjam«, lahko sklepamo, da je tudi to kazalnik slabega poznavanja obveznic s strani Slovencev;
- glavne razloge za zavračanje obveznic sem iskal zgolj pri tistih enotah, ki so bile uvrščene v skupino poznavalcev obveznic in hkrati še nikoli niso vlagali v obveznice ali v obvezniške sklade. Iskal sem jih na podlagi strinjanja s trditvami, ki so prikazane v Tabeli 15. Glavni ugotovljeni razlogi za zavračanje obveznic po vrstnem redu pomembnosti so:
 - Slovincem se zdi zamudno vlagati v obveznice;
 - Slovence motijo stroški, povezani s samo naložbo v obveznice;

- obdavčitev prejetih obresti;
 - razlika med donosnostjo obveznic po odbitih stroških in davkih ter donosnostjo, ki jo zaznavajo za bančne depozite, je v povprečju premajhna, da bi se dejansko odločali za naložbo v obveznice;
 - Slovenci likvidnost naložbe ne uvrščajo med najpomembnejše dejavnike naložb;
- v empiričnem delu naloge tudi potrdim domnevo, da v Sloveniji izrazito prevladuje skupina (skrajno) konservativnih varčevalcev, kateri predstavljajo 52 % vseh, agresivnih pa je z 28 % občutno več kot uravnoteženih z 20 %. Poleg nepoznavanja in zavračanja lahko prav ta dejavnik štejemo kot glavni razlog, da si obveznice ne uspejo izboriti svojega prostora v Sloveniji. Analiza varianc med tremi skupinami varčevalcev v Sloveniji je pokazala statistično značilno razlikovanje pri kar 54 % izmed čisto vseh spremenljivk, ki jih vključuje anketa, kar kaže na dejansko veliko razlikovanje med temi skupinami;
- ugotovljeno je bilo, da je v skupini agresivnih in konservativnih varčevalcev delež poznavalcev in nepoznavalcev približno ena proti ena, v skupini uravnoteženih varčevalcev pa je kar 95 % poznavalcev obveznic. Razlika je očitna in priča o tem, da imajo uravnoteženi varčevalci najbolj kvalitetno izoblikovano varčevalno kulturo;
- raziskal sem tudi dejavnike, ki bi najpomembneje vplivali na povečanje stopnje varčevanja v obveznicah v Sloveniji. Kot trije najpomembnejši dejavniki, po vrstnem redu pomembnosti, so se izkazali:
- vložiti denar v obveznice bi moralo biti tako enostavno in dostopno kot vezava denarja na banki;
 - trg obveznic v Sloveniji bi moral biti bolj likviden, tako da bi zagotovo lahko takoj prodal obveznice, ko bi denar potreboval;
 - obresti, prejete iz obveznic, bi morale biti do skupne višine 1000 EUR letno neobdavčene, tako kot to velja za bančne depozite.
- omejitve raziskave se kažejo tako pri velikosti kot pri vrsti in strukturi vzorca (priložnost), zato ugotovitev v praksi ne moremo zares posplošiti na celotno populacijo Slovencev. V razdelku v anketnem vprašalniku, kjer so morali anketiranci pokazati stopnjo strinjanja z neko trditvijo, precej izraziteje pri trditvah, ki zahtevajo nekaj znanja o varčevanju in obveznicah, se pojavlja problem centralne tendence oziroma težnje po izboru srednje vrednosti (niti se ne strinjam, niti strinjam), kar po mojem mnenju lahko nakazuje tudi na slabo poznavanje obravnavane tematike in s tem varčevanja in obveznic s strani anketiranih.

SKLEP

V Sloveniji je ponudba varčevalnih instrumentov praktično že vrsto let podobna ponudbi, ki jo najdemo v najbolj razvitih državah EU oziroma državah evroobmočja. Kljub temu pa se dejanske naložbe prebivalstva v Sloveniji in povprečja prebivalstva evroobmočja močno razlikujejo. Največja razlika se kaže pri varčevanju v obveznicah in v obvezniških skladih.

Pregled dolgoročnih povprečij donosnosti za vse najbolj pogoste instrumente varčevanja, katere sem predstavil v tem magistrskem delu, je pokazal, da so obveznice in obvezniški skladi zelo dobra alternativa ostalim vrstam varčevanja. Tudi iz desetletne primerjave donosnosti,

prilagojene za tveganje med vsemi delniškimi, mešanimi in obvezniškimi skladi, ki se v Sloveniji tržijo vsaj deset let, sem ugotovil, da so na podlagi Treynorjevega, Sharpovega in Jensenovega koeficienta, ki omogočajo to primerjavo, prepričljivo najboljši prav obvezniški skladi. Ravno tako je pokazala tudi analiza prednosti in slabosti obveznic z vidika varčevalca, da imajo le-te vrsto prednosti za varčevalca, njihove slabosti pa ne pretirano izstopajo.

Prebivalci evroobmočja se v povprečju vsega tega verjetno zavedajo in se zato zelo pogosto odločajo, ali za naložbo denarja neposredno v obveznice ali posredno prek investicijskih skladov. Po drugi strani pa to najverjetneje ne velja za Slovence, saj se zelo redki v varčevalne namene poslužujejo obveznic ali obvezniških skladov. To je bilo ugotovljeno tudi na vzorcu ljudi, zajetih v empirično raziskavo. Z lastno raziskavo sem tudi ugotovil, da ima v Sloveniji verjetno zgolj dobra polovica prebivalstva vsaj osnovno znanje o obveznicah, povečini pa so bili tudi pri teh zaznani simptomi šibkega poznavanja obveznic. Z dobro mero verjetnosti lahko rečem, da je prav nepoznavanje obveznic ena od dveh glavnih skupin razlogov za nizko stopnjo vlaganja Slovencev v obveznice in obvezniške sklade. Z empirično raziskavo sem zaznal, da so najverjetneje glavni razlogi za nepoznavanje obveznic s strani Slovencev nizka stopnja oglaševanja obveznic in obvezniških skladov v Sloveniji, slabo oziroma pomanjkljivo obveščanje s strani informativnih medijev o tovrstnih možnostih naložb denarja ter malo znanja in neizkušenost v kombinaciji s šibko samoiniciativnostjo Slovencev s področja varčevanja. V drugo skupino razlogov za nizko stopnjo vlaganja Slovencev v obveznice in obvezniške sklade sem uvrstil zavračanje le-teh s strani Slovencev. Kot glavni razlogi za zavračanje so se izkazali: mnenje, da je vlaganje v obveznice zamudno; previsoki stroški povezani z naložbo neposredno ali posredno v obveznice; davčni vidik; premajhna zaznana presežna donosnost obveznic v primerjavi z bančnimi depoziti ter relativno nizka pomembnost likvidnosti kot naložbenega dejavnika v očeh Slovencev.

Obveznic in obvezniških skladov se v razvitih zahodnih državah, kjer je izoblikovana kakovostna varčevalna kultura, v največji meri poslužujejo konservativni in uravnoteženi varčevalci. Z empirično raziskavo sem z dobro mero verjetnosti ugotovil, da v Sloveniji izrazito prevladujejo konservativni varčevalci, ki pa so po svoji naravi skrajno konservativni in ne odstopajo od klasičnih bančnih produktov varčevanja. Za to skupino varčevalcev sem ugotovil, da ima zelo malo znanja s področja varčevanja, empirična raziskava je tudi pokazala, da uvrščajo obveznice po tveganosti in konceptu ob bok delnicam. Druga skupina po velikosti pa so agresivni varčevalci. Ti vlagajo zgolj v delnice in zelo tvegane varčevalne instrumente. V Sloveniji pa najmanjšo skupino najverjetneje zastopajo uravnoteženi varčevalci, ki so pokazali največ znanja s področja varčevanja ter tudi občutno največ varčujejo v obveznicah. Tako sem potrdil domnevo, da v Sloveniji obstaja atipično razmerje med vrstami varčevalcev, saj v državah z daljšo tradicijo tržnega gospodarstva v povprečju prevladujejo uravnoteženi varčevalci, na drugem mestu so po številu konservativni, najmanj pa je agresivnih. Da bi se to razmerje normaliziralo, bi morala po mojem mnenju tako skupina konservativnih kot agresivnih vlagateljev pridobiti še veliko znanja s področja varčevanja. Predvidevam, da bi po teh »izobraževanjih« veliko pripadnikov skupine skrajno konservativnih varčevalcev odstopilo od skrajne konservativnosti ali prešlo v skupino uravnoteženih. Tudi pri agresivnih varčevalcih bi se

verjetno določen delež prestavil k uravnoveženim. Tako bi najverjetneje postala skupina uravnoveženih varčevalcev največja, tako kot je to značilno za bolj razvite države z bolj bogato varčevalno kulturo.

Bojim pa se, da zgolj izobraževanja ne bi bila dovolj in se dvig kvalitete varčevalne kulture ne bi zgodil v kratkem času, saj se je ta »šibka« varčevalna kultura, ki je trenutno prisotna v Sloveniji, oblikovala dve celi desetletji, nanjo pa zagotovo še vedno vpliva tudi družbeno-ekonomski sistem prejšnje države. Na njeno oblikovanje so v teh dveh desetletjih pomembno vplivale: velike goljufije na področju investicijskih skladov v zgodnjih fazah razvoja trga kapitala v Sloveniji; množična razdelitvena privatizacija v povezavi z nenadno strmo rastjo Slovenskih delniških indeksov po dolgih letih stagnacije in nato čez nekaj let strmi padci le teh; dolgoletna slaba regulativa s področja investicijskih skladov in zavarovalništva; prevzem pobude borznoposredniških hiš na področju distribucije vzajemnih skladov in borzno posredniški dejavnosti in posledično agresivno trženje tveganih produktov; velik vpliv ortodoksno konservativnega dela lokalne pravno-ekonomske stroke in še kaj bi se našlo. Mnogi strokovnjaki v Sloveniji se danes strinjajo, da je bilo za izobraževanje prebivalstva na področju varčevanja storjenega premalo. Slovensko prebivalstvo je bilo tako na tem področju prepuščeno samemu sebi. Varčevalna kultura Slovencev, ki se je na podlagi zgoraj naštetih »anomalij« izoblikovala in ni bila podprta s strani stroke, bi tako danes potrebovala močno stimulacijo in strokovno podporo, da bi se dvignila na višji nivo.

Razlog, da se Slovenci v manjši meri odločajo za varčevanje v obveznicah ali iz njih izhajajočih produktov v primerjavi s prebivalci evroobmočja, sega tako najverjetneje veliko globlje, kot sem sprva domneval. Na podlagi rezultatov empirične raziskave lahko sprva opazimo, da sta obe glavni skupini razlogov za nizko stopnjo vlaganja v obveznice približno enako pomembni. Če pa predpostavimo, da atipično razmerje med vrstami varčevalcev v Sloveniji izhaja iz slabega poznavanja področja varčevanja in ožje tudi obveznic in produktov, ki izhajajo iz njih, bi lahko rekli, da je nepoznavanje obveznic pomembnejša skupina razlogov od zavračanja le-teh. Lahko pa seveda gledamo tudi drugače, in sicer da je atipično razmerje Slovenska posebnost ali zgolj tranzicijski fenomen in nakazuje na velik delež Slovencev, ki v bistvu zavračajo obveznice. V tem primeru pa bi bilo zavračanje obveznic pomembnejši razlog od nepoznavanja. Teorijo posebnosti slovenskega varčevalca oziroma tranzicijskega fenomena so nekateri avtorji že ovrgli. Sam bi se na podlagi prikazanih ugotovitev drugih avtorjev in moje empirične raziskave, v kateri se je kljub vsemu nekoliko očitneje izrazilo nepoznavanje obveznic kot poznavanje in zavračanje le-teh, opredelil, da je nepoznavanje oziroma slabo poznavanje obveznic in tudi splošno področja varčevanja najverjetneje najpomembnejša skupina razlogov za nizek delež vlaganja v obveznice in obvezniške sklade v Sloveniji. Že takoj po prehodu v tržno gospodarstvo in nastanku slovenskega trga kapitala bi morala država vključiti stroko in kvalitetno izobraziti slovensko prebivalstvo o področju varčevanja. Seveda bi bil ta poseg še danes dobrodošel in bi lahko uravnovežil alokacijo finančnih prihrankov prebivalstva. Tako bi si najverjetneje obveznice in obvezniški skladi končno uspeli izboriti svoj prostor.

LITERATURA IN VIRI

1. *The advantages of bonds*. Najdeno 5. junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/articles/00/111500.asp#axzz1x39Q7Wnc>
2. Alta Invest d.d. (2012). Cenik Storitvev Alta, Invest, investicijske storitve d.d. Najdeno 28. maja 2012 na spletnem naslovu <https://etrading.alta.si/Include/cenik.pdf>
3. ASIC. (2002). *A review of the research on the past performance of managed funds*. Victoria: ASIC.
4. ATVP – Agencija za trg vrednostnih papirjev. Najdeno 24. marca 2012 na spletnem naslovu <http://www.atvp.si/Default.aspx?id=98>
5. ATVP. (2009). Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2009. Najdeno 10. junija 2012 na spletnem naslovu http://www.atvp.si/Documents/Poro%C4%8Dilo_o_stanju_in_razmerah_1.pdf
6. ATVP. (2010). Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2010. Najdeno 10. junija 2012 na spletnem naslovu http://www.atvp.si/Documents/Poro%C4%8Dilo_o_stanju_in_razmerah_na_trgu_FI_2010.pdf
7. Banka Slovenije. (2007). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
8. Banka Slovenije. (2011). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Ljubljana: Banka Slovenije.
9. Block, B. S. & Hirt, A. G. (1996). *Fundamentals of Investment management (5th ed.)*. Irwin: McGraw-Hill.
10. Bobek, D. (1995a). *Finančni trgi*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
11. Bobek, D. (1995b). *Organiziranje in poslovanje bank*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
12. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A.J.(2003). *Essentials of Investments (5th ed.)*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
13. Bogataj, M. (1998). *Življenska zavarovanja 1 del*. Portorož: Fakulteta za pomorstvo in promet.
14. Boncelj, J. (1983). *Zavarovalna ekonomika*. Maribor: Založba obzorja.

15. Bregar, L., Ograjenšek, I., & Bavdaž, M. (2005). *Metode raziskovalnega dela za ekonomiste: izbrane teme*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
16. Brigham, E.F., Gapenski, L.C., & Daves, P.R. (1999). *Intermediate financial management (6th ed.)*. Orlando: The Dryden Press.
17. Brigham, E.F. & Houston F.J (2003). *Fundamentals of Financial management (10th ed.)*. Mason, Ohio: South-Western College Pub.
18. Buček, M. (2004). *Varčevanje v slovenskih poslovnih bankah* (diplomsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
19. Burnik, M. (2000, 7. november). Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje. Inštitut Jožef Štefan. Najdeno 2. maja 2012 na spletnem naslovu http://www.ijs.si/ijs/dod_pok_zav.html-12
20. Chand, R. (1998). *Ranga Chand's Getting Started with Mutual Funds*. North York Ontario: Stoddart Publishing Co. Limited.
21. *Credit rating*. Najdeno 13. aprila 2012 na spletnem naslovu http://en.wikipedia.org/wiki/Bond_credit_rating
22. De Corti, B. (2007, 11. oktober). Vsako življenjsko zavarovanje ni za vsakogar. *Večer – priloga Varčevanje*, str. 11-12.
23. *Dejavniki izbora*. Najdeno 2. marca 2012 na spletnem naslovu http://vzajemci.com/osnove_vlaganja/19
24. Deutsche Bank. (2008). *100 Years of Corporate Bond Returns Revisited*. London: Deutsche Bank AG London.
25. *Deutsche Börse Group*. Najdeno 27. marca 2012 na spletnem naslovu http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg_nav/home
26. Dimovski, V., & Gregorič, A. (2000). *Temelji bančništva*. Ljubljana : Ekonomska fakulteta.
27. *Direct Bond Ownership vs. Bond funds*. Najdeno 28. maja 2012 na spletnem naslovu <http://crawlingroad.com/blog/2009/12/16/direct-bond-ownership-vs-bond-funds/>
28. *Diseminacija - Banka Slovenije*. Najdeno 5. maj 2012 na spletnem naslovu http://www.bsi.si/diseminacija/investment_funds_sl.asp

29. ECB: *Long term interest rates*. Najdeno 10. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/stats/money/long/html/index.en.html>
30. EFAMA. (2012). *International statistical release*. Najdeno 8. maja 2012 na spletnem naslovu www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=1659
31. Elton, E.J. & Gruber, M. J. (1997) Modern porfolio theory, 1950 to date. *Journal of Banking & Finance*, 21, 1743-1759.
32. Euribor rates. Najdeno 12. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.euribor-rates.eu/>
33. European Central Bank. (2011). *Financial stability review*. Frankfurt: European Central Bank.
34. Fabozzi, F. J. (2000). *Bond markets, analysis and strategies (4th ed.)*. Upper Saddle River (N.J.): Pearson/Prentice Hall.
35. Fabozzi, F. J. (2001). *The Handbook of fixed Income securities (6th ed.)*. New York: McGraw-Hill.
36. Fischer D. E. & Jordan R. J. (1991). *Security Analysis and Portfolio Management (5th ed.)*. New Jersey: Prentice Hall.
37. Glavnik, M., & Rihar M. (2007, 16. april). Naložbena zavarovanja. *Kapital*, str. 60-62.
38. Glogovšek, J. (1996). *Denar, denarni sistemi z osnovami denarne teorije*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
39. *Google Finance: Stock market quotes, news, currency conversions & more*. Najdeno 10. marca 2012 na spletnem naslovu <http://www.google.com/finance>
40. Gorton, K., & Rouwenhorst, G. (2006). Facts and Fantasies about Commodity Futures. *Financial Analysts Journal*, 62(3/4), 47-68.
41. Graham, B. (2003). *Modri investitor*. Ljubljana: Soleco d.o.o.
42. Hulbert, M. (2007, 3. marec). Hidden lessons in the S&P 500's 50th birthday. *MarketWatch, The Wall Street Journal*. Najdeno 27. marca 2012 na spletnem naslovu http://articles.marketwatch.com/2007-03-03/finance/30738010_1_s-p-index-fund-standard-poor
43. *Indeksi in svežnji*. Najdeno 26. marca 2012 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/indeksi_sveznji/sbi20

44. *IndexNikkei:NI225 quotes&news*. Najdeno 25. marca 2012 na spletnem naslovu <https://www.google.com/finance?q=INDEXNIKKEI%3ANI225&ei=YRc1UaD7C-L3wAOIGg>
45. Jacobitz, A. (2001, marec). Bonds vs. bond funds. *Wallaces Farmer*, 126(5), 28.
46. *Jamstvo za vloge v bankah – Banka Slovenije*. Najdeno 10. marca 2012 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/jamstvo-vlog.asp?MapaId=150>
47. KD Življenje. (2012). Fond polica Potencial katalog. Najdeno 1. maja 2012 na spletnem naslovu www.kd-zivljenje.si/subpages/getfile.php?action=getfile&file=data%2Ffiles%2F1334739406.pdf&file name=Fondpolica+POTENCIAL_katalog
48. Kleindienst, R. (1999, oktober). Prožna četrtina dviguje varčevalno kulturo. *Gospodarski vestnik*, str. 22-25.
49. Kleindienst, R. (2001a, januar). Zakaj in kako dolgoročno vlagati? *Moje finance*, str. 21-34.
50. Kleindienst, R. (2001b). *Varčevanje v domačih in tujih delnicah*. Ljubljana: GV Založba.
51. Kleindienst, R. (2008, marec). Finančna kriza in neravnotežja pri naložbah prebivalstva v delnice. *Bančni vestnik*. 57(3), 5-7.
52. Kleindienst, R., Simoneti, M., & Rems, M. (2001). *Projekt Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Raziskava: Varčevalne navade in mnenja slovenskih investitorjev*. Ljubljana: Časnik finance.
53. *Kreditne institucije ter registra plačilnih institucij in družb za izdajo elektronskega denarja – Banka Slovenije*. Najdeno 12. marca 2012 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/nadzor-bank.asp?MapaId=147>
54. Kosi, T. (2005). *Vpliv obdavčitve obresti na varčevanje v bančnih depozitih* (diplomsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
55. Kodrič, S. (2001, 13. avgust). Zavarovalno varčevalne kombinacije, *Kapital*, str. 44-45.
56. Levišauskaite, K. (2010). *Investment Analysis and Portfolio Management* (Leonardo da Vinci programme project). Kaunas: Vytautas Magnus University.
57. *Ljubljanska borza d.d.* Najdeno 11. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/>
58. Lubej, S. (2005). *Vzajemni skladi za vsakogar*. Maribor: Kapital.

59. Mastnak, S. (2009, 28. september). Slovenski blue chipi bodo izdajali obveznice. Finance. Najdeno 13. junija na spletnem naslovu <http://www.finance.si/blog?id=14&post=396>
60. MDDSZ. Najdeno 3. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.mddsz.gov.si/>
61. Mešano življenjsko zavarovanje. Najdeno 15. marca 2012 na spletnem naslovu http://www.triglav.si/zavarovanja/posamezniki/zivljenjska_zavarovanja/mesano_zivljenjsko_zavarovanje
62. Mikulič, B. (2005). Naložbeno življenjsko zavarovanje vedno bolj »in«. *Moje finance* 2, str. 46-47.
63. *Moja naložba*. Najdeno 3. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.moja-nalozba.si/index.php?id=103&cat=12&subcat=72>
64. *Morningstar*. Najdeno 23. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.morningstar.com/>
65. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
66. Mramor, D. (2000). *Poglavja iz poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
67. Mramor, D. (2000a). *Trg kapitala v Sloveniji: prikazi, analize, mnenja*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
68. *Naložbeni certifikati*. (2006). Najdeno 27. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://periskop.si/2006/06/nalozbeni-certifikati/>
69. *The Nikkei 225 Index Performance 1914-2005*. Najdeno 27. marca 2012 na spletnem naslovu <http://www.finfacts.com/Private/currency/nikkei225performance.htm>
70. NLB. Najdeno 23. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.nlb.si/>
71. *NLB Depozit*. Najdeno 24. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.nlb.si/depozit>
72. *NLB Rentno varčevanje*. Najdeno 25. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.nlb.si/rentno-varcevanje>
73. *NLB Varčevalni račun*. Najdeno 25. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.nlb.si/varcevalni-racun>
74. *NLB Varčevanje*. Najdeno 24. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.nlb.si/varcevanje>

75. *NYXdata*. Najdeno 13. junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.nyxdata.com/factbook>
76. Pavliha M. (2000). *Zavarovalno pravo*. Ljubljana: Gospodarski Vestnik.
77. Pirc, V. (2008, 5. februar). Dr. Andreja Cirman. *Mladina*. Najdeno 28. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.mladina.si/93476/dr-andreja-cirman/>
78. *Pokojninska družba A*. Najdeno 2. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.pokojninskad-a.si/uploads/images/Primerjava%20donosov%20vseh%20izvajalcev%20dodatneta%20pokojninskega%20zavarovanja%202011.gif>
79. Polanič, M. (2010, 25. februar). Slovenski vlagatelji v naložbena zavarovanja vložili že 700 milijonov evrov. *Poslovni Dnevnik*. Najdeno 15. marca 2012 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/1042340408
80. *Prednosti Dibe*. Najdeno 10. marca 2012 na spletnem naslovu https://www.diba.si/kaj_je_diba/prednosti_dibe
81. *Primary market, Bond Auction*. Najdeno 28. maja 2012 na spletnem naslovu <http://research.scottrade.com/public/knowledgecenter/education/article.asp?end=true&docId=7c3adb3fdb634007abbaae37c6caefa>
82. Pritekelj, J. (2010). *Primerjava dividendne politike v Sloveniji s prakso v tujini* (magistrsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
83. Prohaska, Z. (1999). *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
84. Raiffeisen Capital Management. (2010, 24. november). Surovine - naložba z realno vrednostjo. *Vzpon*. Najdeno 1. maja 2012 na spletnem naslovu http://www.vzpon.si/novice/investicije/508/surovine_nalozba_z_realno_vrednostjo
85. Raiffeisen. (2011). Skrčen prospekt za naložbeni certifikat Bull & Bear 5. Najdeno 27. aprila 2012 na spletnem naslovu http://www.raiffeisen.si/uploads/files/bullbear5__commodity_guarantee_slo.pdf
86. *Rentno varčevanje*. Najdeno 1. marca 2012 na spletnem naslovu <http://www.abanka.si/varcevanja/rentno-varcevanje>
87. *Required rate of return*. Najdeno 10. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.wikicfo.com/Wiki/Default.aspx?Page=Required%20Rate%20of%20Return&NS=&AspxAutoDetectCookieSupport=1>
88. Repovž, L., & Peterlin, J. (2000). *Financiranje*. Koper: Visoka šola za management.

89. Ribnikar, I. (1994). *Od denarja do medvedjega trenda: pojmi in izrazi v ekonomiji*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
90. Ribnikar, I. (1999). *Monetarna ekonomija I*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
91. Ritter, L.S., Silber, W.L., & Udell, G.F. (2000). *Principles of money, banking, and financial markets (10th ed.)*. Reading (Mass.): Addison-Wesley.
92. Roth, A. (2009, 14. december). Bonds vs. Bond funds? An easy choice! *CBS News*. Najdeno 27. maja 2012 na spletnem naslovu http://www.cbsnews.com/8301-505123_162-37740873/bonds-vs-bond-funds-an-easy-choice/
93. Samuelson, P.A., & Nordhaus W.D. (2002). *Ekonomija*. Ljubljana: GV založba.
94. *Secondary bond market*. Najdeno 28. maja 2012 na spletnem naslovu <http://research.scottrade.com/public/knowledgecenter/education/article.asp?end=true&docId=f0f520d643af4e0f8e1475c88c8be01f>
95. Sečnik, D. (2008). *Naložbeni certifikati* (diplomsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
96. Sharpe, W.F. (1994). The sharpe ratio. *The journal of portfolio management*, 21(1), 49-58.
97. Simoneti, M., Erker, I., & Lukovac, J (2003). Institucionalni investitorji v Sloveniji. *Bančni vestnik*, 52(7/8), 113-123.
98. Slovensko zavarovalniško združenje. (2011). *Statistični zavarovalniški bilten 2011*. Ljubljana: Slovensko zavarovalniško združenje.
99. Sluga, G. (2002). Vloga trga podjetniških obveznic v Sloveniji (1). *Bančni vestnik*. 51(9), 31-33.
100. *S&P 500 Dividend Yield*. Najdeno 26. marca 2012 na spletnem naslovu <http://www.multpl.com/s-p-500-dividend-yield/>
101. *S&P 500:Indexsp:Inx quotes & news*. Najdeno 25. marca 2012 na spletnem naslovu <https://www.google.com/finance?q=INDEXSP%3A.INX&ei=YRc1UaD7C-L3wAO1Gg>
102. *S&P 500: Total and Inflation-Adjusted Historical Returns*. Najdeno 26. marca 2012 na spletnem naslovu <http://www.simplestockinvesting.com/SP500-historical-real-total-returns.htm>

103. *Statistični urad republike Slovenije*. Najdeno 14. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.stat.si/>
104. Svilan, S. (1990). *Vrednostni papirji: namen vrste, oblikovanje in trgovanje ter upravljanje*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
105. *Surovine*. Najdeno 1. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.surovine.si/>
106. Šmon, K. (2009). *Stroškovno in procesna učinkovita izdaja podjetniških in bančnih obveznic v Sloveniji* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
107. Špacapan, B. (2006, 27. november). Naložbena zavarovanja: ZAVARUJTE SE IN VARČUJTE!. *Revija kapital*. Najdeno 13. marca 2012 na spletnem naslovu <http://www.revijakapital.com/kapital/kapitalovobjektiv.php?idclanka=4344&oznaci=zavarujte+se+in+var%E8ujte>
108. Štamulak, M. (2011, 26. september). Enkratne naložbe. *Cresus*. Najdeno 1. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.cresus.si/clanek.php?id=24>
109. Štravs, A. S., Ribič, M., & Jagodič, R.Z. (1995). *Borza vrednostnih papirjev*. Ljubljana: Novi Forum.
110. Ukmar, B. (2008). *Naložbeni certifikati kot alternativna oblika varčevanja* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
111. Veselinovič, D. (1995). *Borzni priročnik*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
112. *Vezana vloga*. Najdeno 1. marca 2012 na spletnem naslovu <http://www.abanka.si/varcevanja/vezana-vloga>
113. *Volksbank E-obresti*. Najdeno 10. marca 2012 na spletnem naslovu <http://www.e-obresti.si/>
114. Vollmaier, G. (2010, 15. februar) Obvezniški skladi so dobra alternativa bančnim depozitom. *Problog*. Najdeno 2. septembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.problog.si/Home/entryid/29/Obvezniški-skladi-so-dobra-alternativa-bancnim-depozitom.aspx>
115. *Vzajemci*. Najdeno 15. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.vzajemci.com>
116. Zakon o bančništvu. *Uradni list RS* št. 104/2004-UPB2, 131/2006-ZBan-1.
117. Zakon o bančništvu Zban-1. *Uradni list RS* št. 99/2010, 52/2011 popr., 9/2011-ZPlaSS-B, 35/2011, 59/2011, 85/2011.

118. Zakon o davku od prometa zavarovalnih poslov. *Uradni list RS* št. 96/2005-UPB1.
119. Zakon o dohodnini Zdoh-2. *Uradni list RS* št. 13/2011-UPB7, 9/2012.
120. Zakon o gospodarskih družbah-1. *Uradni list RS* št.65/2009-UPB3, 83/2009, 33/2011, 91/2011, 100/2011.
121. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje-2. *Uradni list RS* št. 77/2011.
122. Zakon o zavarovalništvu. *Uradni list RS* št. 99/2010-UPB7.
123. Zaplotnik, Ž. (2009, 24. februar). Največ poslov se sklene na prostem trgu. *Finance*. Najdeno 13. junija 2012 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/?MOD=show&id=238901&pay=yes&snark=2c3c9158a81c965aebddf9c8033ca1fa>
124. ZPS. (2009, 31. marec). Varčevanje – primerjava se izplača. *Zveza potrošnikov Slovenije*. Najdeno 11. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.zps.si/osebne-finance/varcevanja/varcevanje-primerjava-se-izplaca-2.html?Itemid=671>
125. *ZPS Portal*. Najdeno 27. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.zps.si/osebne-finance/varcevanja/varcevanje-primerjava-se-izplaca-2.html?Itemid=671>
126. Zupančič, L.N. (2006). *Investiranje v tuje dolžniške vrednostne papirje kot del naložbene politike pokojninskih družb v Sloveniji* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

PRILOGA 1	SEZNAM KRATIC	1
PRILOGA 2	DONOSI NALOŽBENIH ZAVAROVANJ SLOVENSКИH ZAVAROVALNIC...	2
PRILOGA 3	BONITETNE OCENE OBVEZNIC Z OPISOM.....	3
PRILOGA 4	FORMULE ZA IZRAČUN DONOSNOSTI OBVEZNIC	4
PRILOGA 5	PRIKAZ VSEH OBVEZNIC KI KOTIRAJO NA LJUBLJANSKI BORZI.....	6
PRILOGA 6	VZAJEMNI SKLADI, KI SO PRISOTNI V SLOVENIJI VSAJ 10 LET	9
PRILOGA 7	PRIMER IZVLEČKA PROSPEKTA OB IZDAJI NALOŽBENEGA CERTIFIKATA RAIFFEISEN BULL & BEAR 5	10
PRILOGA 8	PREGLED DONOSNOSTI IN ZNAČILNOSTI VSEH POKOJNINSКИH SKLADOV, KI IZVAJAJO POKOJNINSKI NAČRT V OKVIRU DODATNEGA POKOJNINSKEGA ZAVAROVANJA V SLOVENIJI (2006 DO 2011).....	14
PRILOGA 9	OPAZOVANI VZAJEMNI SKLADI S PRIKAZOM NJIHOVEGA BETA KOEFCIENTA, SHARPOVEGA KOEFCIENTA IN TREYNORJEVEGA KOEFCIENTA.....	15
PRILOGA 10	ANKETNI VPRAŠALNIK	16
PRILOGA 11	DENDROGRAM RAZVRŠČANJA ENOT V DVE SKUPINI	20
PRILOGA 12	PREIZKUS ENAKOSTI ARITMETIČNIH SREDIN ZA ŠTIRI TESTNE SPREMENLJIVKE MED DOBLJENIMI SKUPINAMI POZNAVALCEV IN NEPOZNAVALCEV OBVEZNIC	21
PRILOGA 13	T-PREIZKUS ENAKOSTI ARITMETIČNIH SREDIN ZA VSE SPREMENLJIVKE MED SKUPINO POZNAVALCEV IN NEPOZNAVALCEV OBVEZNIC	22
PRILOGA 14	ANALIZA VARIANC VSEH SPREMENLJIVK MED SKUPINAMI KONSERVATIVNIH, URAVNOTEŽENIH IN AGRESIVNIH VLAGATELJEV	32
PRILOGA 15	REZULTATI STATISTIČNIH OBDELAV ZA SKUPINO KONSERVATIVNIH, URAVNOTEŽENIH IN AGRESIVNIH VARČEVALCEV	37
PRILOGA 16	PRIKAZ DEJAVNIKOV V SPSS, KI BI NAJPOMEMBNEJE VPLIVALI NA VIŠJO STOPNJO VARČEVANJA V OBVEZNICAH V SLOVENIJI.....	39
PRILOGA 17	DEJAVNIKI, KI BI NAJPOMEMBNEJE VPLIVALI NA VIŠJO STOPNJO VARČEVANJA V OBVEZNICAH S STRANI SLOVENCEV, GLEDANO PO SKUPINAH KONSERVATIVNIH, URAVNOTEŽENIH IN AGRESIVNIH SLOVENSКИH VARČEVALCEV	40

PRILOGA 1: SEZNAM KRATIC

NLB	Nova ljubljanska banka
EUR	Evro
PBS	Poštna banka Slovenije
NKBM	Nova kreditna banka Maribor
DBS	Deželna banka Slovenije
BS	Banka Slovenije
KMŽZ	Klasično mešano življenjsko zavarovanje
NMŽZ	Naložbeno mešano življenjsko zavarovanje
ZDPZP	Zakon o davku prometa zavarovalnih poslov
UPB	Uradno prečiščeno besedilo
ZDOH	Zakon o dohodnini
ZISDU	Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje
ZPIZ	Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju
ZBAN	Zakon o bančništvu
ZZavar	Zakon o zavarovalništvu
ZGD	Zakon o gospodarskih družbah
MŽZ	Mešano življenjsko zavarovanje
KMŽZ	Klasično mešano življenjsko zavarovanje
NMŽZ	Naložbeno mešano življenjsko zavarovanje
SZZ	Slovensko zavarovalniško združenje
ATVP	Agencija za trg vrednostnih papirjev
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
DAX	Deutscher aktien index
S&P	Standard & Poor's
NIKKEI	Nihon Keizai Shimbun
SBI	Slovenski borzni indeks
ZDA	Združene države Amerike
angl	angleščina
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
RS	Republika Slovenija
TOM	Temeljna obrestna mera
YTM	Yield to maturity
SURS	Statistični urad Republike Slovenije
ETF	Exchange-traded fund
DZU	Družba za upravljanje
VEP	Vrednost enote premoženja
SEC	Securities and Exchange Commission
SLO	Slovenija
VS	Vzajemni sklad
MDDSZ	Ministrstvo za delo, družino in socialne zadeve
ECB	Evropska centralna banka
EFAMA	European Fund and Asset Management Allocation
ZPS	Zveza potrošnikov Slovenije
ASIC	Australians Securities & Investment Commission
OTC	Over The Counter (market)
KDD	Klirinško depotna družba
mrd	milijarda
USD	Ameriški Dolar

PRILOGA 2: DONOSI NALOŽBENIH ZAVAROVANJ SLOVENSКИH ZAVAROVALNIC

Slika 1: Donosi naložbenih zavarovanj slovenskih zavarovalnic

Donosi naložbenih zavarovanj slovenskih zavarovalnic				
Zavarovalnica	Garantirana glavnica	Datum uvedbe	Donos od uvedbe*	Donos v zadnjem letu*
Zavarovalnica Maribor				
Prizma Rastoči trgi	Da	5.7.2007	-16,0	11,0
Prizma Rastoči trgi II	Da	5.11.2007	-17,8	7,7
Prizma Svetovnih 7	Da	29.4.2008	-3,2	6,6
Prizma Svetovnih 7 II	Da	7.8.2008	2,6	10,6
Grawe				
Apollo Konzervativen	Ne	1.11.2003	22,9	15,0
Apollo Uravnotežen	Ne	1.11.2003	40,8	51,0
Apollo Dinamičen	Ne	1.11.2003	3,1	23,0
Apollo Emerging Europe	Ne	1.11.2003	107,8	89,0
Apollo New World	Ne	1.11.2003	48,9	35,8
Value Investment Fonds – Valif	Da	1.10.2006	32,0	22,3
NLB Vita				
NLB Naložba Vita 1	Ne	4.10.2003	5,6	11,5
NLB Naložba Vita 2	Ne	6.12.2003	5,9	9,1
NLB Naložba Vita 3	Ne	3.4.2004	10,7	8,7
NLB Naložba Vita 4	Ne	22.5.2004	11,1	13,7
NLB Naložba Vita 5	Ne	30.10.2004	1,8	9,5
NLB Naložba Vita 6	Ne	4.12.2004	2,1	10,1
NLB Naložba Vita 7	Ne	2.4.2005	18,5	4,2
NLB Naložba Vita 8	Ne	28.5.2005	16,3	8,3
NLB Naložba Vita 9	Da	8.10.2005	6,3	-0,7
NLB Naložba Vita 10	Da	5.11.2005	-4,9	9,5
NLB Naložba Vita 11	Da	21.1.2006	6,6	12,2
NLB Naložba Vita 12	Da	25.3.2006	-0,1	2,9
NLB Naložba Vita 13	Da	15.4.2006	10,0	4,4
Merkur Zavarovalnica				
Top Garant 2011	Da	Marec 2004	17,8	0,2
Top Garant 2021	Da	Marec 2004	25,4	1,7
Top Garant 2031	Da	Marec 2004	4,3	-6,1
Vario Top	Da	April 2006	-8,7	9,0
KD Življenje				
Fondpolica Dirigent	Da	01.04.2008	7,6	64,1
Fondpolica z dinamičnim naložb. paketom	Ne	01.01.2007	-26,5	48,9
Fondpolica z uravnoteženim naložb. paketom	Ne	01.01.2007	-25,8	29,2
Fondpolica s konzervativnim naložb. paketom	Ne	01.01.2007	-15,6	21,3
Zavarovalnica Triglav				
BRIC	Da	29.11.2005	-5,6	-2,2
BRIC 2	Da	15.2.2006	-12,5	3,1
KOMET	Da	21.4.2006	-12,5	4,6
ALFA	Da	3.1.2007	20,5	14,2
B.I.K.	Da	20.3.2007	-19,8	2,2
VZHOD-ZAHOD	Da	2.7.2007	-11,5	3,5
Svetovne gazele brez jamstva	Ne	1.9.2007	-65,7	77,6
Svetovne Gazele 100% jamstvo	Da	1.9.2007	1,4	4,2
Svetovne Gazele 120% jamstvo	Da	1.9.2007	-12,0	3,5
Probanka Globalni Garant	Da	15.12.2007	-7,7	2,4
EKO Naložbe	Da	24.3.2008	-25,7	-0,1
TRIGLAV GARANT 150	Da	21.4.2008	10,5	12,0

*v odstotkih do 15.2.2010

Vir: lastna anketa

Vir: M. Polanič, Slovenski vlagatelji v naložbena zavarovanja vložili že 700 milijonov evrov, 2010.

PRILOGA 3: BONITETNE OCENE OBVEZNIC Z OPISOM

Tabela 1: Bonitetne ocene z opisom po kriterijih mednarodnih bonitetnih agencij Fitch, Moody's in Standard & Poor's

KAKOVOST	FITCH	MOODY'S	STANDARD & POOR'S	OPIS	
OBVEZNICE Z INVESTICIJSKO OCENO (<i>investment grade bonds</i>)	AAA	Aaa	AAA	Najvišja ocena, skoraj brez tveganja za izplačilo kuponskih obresti in glavnice.	
	AA+	Aa1	AA+	Visoko kakovostne obveznice, izdane s strani finančno rahlo šibkejših izdajateljev kot v zgornjem razredu.	
	AA	Aa2	AA		
	AA-	Aa3	AA-		
	A+	A1	A+	Visoka verjetnost izplačila obveznosti. Izdajateljev so ponavadi občutljivi na spremembe v gospodarskih pogojih.	
	A	A2	A		
	A-	A3	A-		
	BBB+	Baa1	BBB+	Finančno stabilni izdajatelji, a spremembe gospodarskih pogojev bi najverjetneje zmanjšale verjetnost plačila obveznosti.	
	BBB	Baa2	BBB		
	BBB-	Baa3	BBB-		
ŠPEKULATIVNE OBVEZNICE (<i>junk bonds, non-investment grade bonds, high yield bonds</i>)	BB+	Ba1	BB+	Izdajatelj izpolnjuje tekoče obveznosti, vendar lahko vsaka sprememba pomembno vpliva na odplačilno zmožnost.	
	BB	Ba2	BB		
	BB-	Ba3	BB-		
	B+	B1	B+	Manjša verjetnost, da bo izdajatelj izpolnjeval svoje obveznosti.	
	B	B2	B		
	B-	B3	B-		
	CCC		Caa1	CCC+	Visoko špekulativne obveznice.
			Caa2	CCC	
			Caa3	CCC-	
	Ca			CC	Izredno slabo perspektivne obveznice.
				C	
	DDD	C	D	Izjemno špekulativne obveznice.	
	DD				
D					

Vir: B. Block & A. G. Hirt, *Fundamentals of investment management (5th ed.)*, 1996, str. 326; *Credit rating*, 2012.

PRILOGA 4: FORMULE ZA IZRAČUN DONOSNOSTI OBVEZNIC (Prohaska, 1999, str. 64-69)

Kuponska stopnja donosa (*coupon yield, nominal yield*)

$$Y_n = i_n * M \quad (1)$$

M = nominalna vrednost obveznice

i_n = nominalna obrestna mera

Y_n = nominalni donos

Tekoča donosnost (*current yield*)

$$Y_c = \frac{i_n}{P_b} \quad (2)$$

Y_c = tekoča donosnost

P_b = nakupni tečaj obveznice

i_n = nominalna obrestna mera

Donosnost v določenem obdobju (*holding period yield/return*)

$$Y_{t_1-t_2} = \frac{(P_1 - P_0) + C^*}{P_0} \quad (3)$$

$Y_{t_1-t_2}$ = donosnost v določenem obdobju

P_1 = prodajna cena obveznice

P_0 = nakupna cena obveznice

C^* = vrednost kuponov, če so bili izplačani

Stopnja donosnosti do dospelja (*yield to maturity*)

$$B_0 = \sum_{t=1}^n \frac{\text{obresti}}{1 + YTM} + \frac{\text{vrednost_ob_dospelosti}}{(1 + YTM)^n} \quad (4)$$

B_0 = nakupna cena obveznice

YTM = stopnja donosnosti do dospelja

Enostavna donosnost do dospelja (*simple yield to maturity*)

$$YTM = \frac{i * 100}{P_b} + \frac{P_p - P_b}{\Delta n} \quad (5)$$

YTM = donosnost do dospelja

i = nominalna obrestna mera

Δn = ostanek časa do roka do dospelja

P_b = nakupna cena obveznice

P_p = nominalna vrednost obveznice (prodajna cena)

Stopnja donosa do odpoklica (*yield to call*)

$$B_0 = \sum_{t=1}^{\text{odpoklic}} \frac{\text{obresti}}{(1 + YTC)^t} + \frac{\text{odpoklicna_vrednost}}{(1 + YTC)^{\text{odpoklic}}} \quad (6)$$

B_0 = nakupna cena obveznice

YTC = stopnja donosa do odpoklica

PRILOGA 5: PRIKAZ VSEH OBVEZNIC KI KOTIRAJO NA LJUBLJANSKI BORZI

Tabela 2: Prikaz vseh obveznic, ki kotirajo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev z njihovimi glavnimi lastnostmi ter izračuni donosnosti do dospelja na dan 12.4.2012

OBVEZNICA	IZPLAČILO OBREŠTI	TRŽNA VREDNOST (v % nominalne)	ZAPADLOST	ROČNOST (leta)	KUPONSKA OBREŠTNA MERA (letna v %)	YTM (v %)
ABANKA 14. IZDAJA	polletno	n.p.	24.3.2015	4	6M EB + 2,500	/
AGROGORICA 1. IZDAJA	letno	95,00	1.3.2026	15	7,500	7,89
BANKA CELJE 10. IZDAJA	letno	90,00	15.2.2017	10	5,000	5,56
BANKA CELJE 11. IZDAJA	polletno	57,00	brez dospelja	10	6M EB + 2,000	5,26
BANKA CELJE 12. IZDAJA	letno	101,00	15.6.2016	7	6,500	6,44
BANKA CELJE 13. IZDAJA	letno	98,10	30.3.2015	5	4,750	5,45
BANKA CELJE 14. IZDAJA	letno	n.p.	1.10.2015	5	n.p.	/
BANKA CELJE 15. IZDAJA	n.p.	n.p.	15.2.2016	5	5,000%	/
BANKA DOMŽALE 1. IZD.	polletno	100,00	25.2.2013	7	6M EB + 1,400	2,40
CIMOS 2. IZDAJA	polletno	102,80	1.8.2014	3	6,420	6,24
DEOS 1. IZDAJA	polletno	100,02	1.12.2014	10	6,000	5,99
DELO 1. IZDAJA	polletno	28,00	23.6.2018	10	6M EB + 0,600	5,72
DARS 1. IZDAJA	letno	103,00	28.7.2024	20	5,100	4,95
DARS 2. IZDAJA	letno	100,00	26.4.2025	20	4,500	4,50
DARS 3. IZDAJA	letno	102,00	28.10.2020	15	4,000	3,92
FACTOR BANKA 9. IZDAJA	letno	92,95	26.7.2014	10	4,800	5,16
FACTOR BANKA 11. IZDAJA	polletno	103,70	1.6.2020	15	6M EB + 1,500%	2,42
FACTOR BANKA 15. IZDAJA	letno	96,50	1.6.2012	6	6M EB + 1,050	2,38
FACTOR BANKA 16. IZDAJA	letno	102,00	brez dospelja	11	5,750	5,64
FACTOR BANKA 20. IZDAJA	polletno	96,00	21.3.2013	5	6M EB + 1,600	2,70
FACTOR BANKA 21. IZDAJA	polletno	95,50	2.6.2013	5	6M EB + 1,600	3,08

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

OBVEZNICA	IZPLAČILO OBREŠTI	TRŽNA VREDNOST (v % nominalne)	ZAPADLOST	ROČNOST (leta)	KUPONSKA OBREŠTNA MERA (letna v %)	YTM (v %)
FACTOR BANKA 22. IZDAJA	polletno	n.p.	1.6.2016	7	6M EB + 4,750	/
KB1909 2. IZDAJA	polletno	n.p.	24.7.2012	3	6M EB + 2,750	/
KB1909 3. IZDAJA	četrletno	n.p.	30.3.2015	4	3,750	/
NOVA KBM 9. IZDAJA	letno	100,00	brez dospetja	5	8,700	8,700
KD HOLDING 1. IZDAJA	letno	81,00	25.5.2015	10	5,450	6,730
KD HOLDING 2. IZDAJA	letno	81,00	25.10.2015	10	4,850	6,190
KS NALOŽBE 1. IZDAJA	polletno	n.p.	1.6.2021	10	6M EB + 3,000	/
NLB 13. IZDAJA	letno	103,90	9.6.2013	10	7,000	6,740
NLB 15. IZDAJA	letno	100,00	16.6.2012	8	4,800	4,800
NLB 18. IZDAJA	letno	100,00	9.6.2015	10	4,150	4,800
NLB 19. IZDAJA	letno	91,00	30.9.2016	11	4,000	4,470
NLB 20. IZDAJA	polletno	100	18.1.2013	7	6M EB + 0,300	1,300
NLB 23. IZDAJA	polletno	100	28.6.2012	5	3M EB + 0,200	0,950
NLB 26. IZDAJA	letno	98	24.5.2017	7	6,250	6,380
PBS 7. IZDAJA	letno	100,01	6.12.2012	8	4,400	4,390
PETROL 1. IZDAJA	polletno	103,55	29.6.2014	5	7,570	7,240
PETROL 2. IZDAJA	letno	103,60	20.12.2016	5	6,750	6,520
PROBANKA 10. IZDAJA	letno	90,00	12.5.2015	7	6,100	6,780
PROBANKA 11. IZDAJA	letno	97,00	24.6.2016	7	7,000	7,220
PROBANKA 12. IZDAJA	letno	n.p.	2.6.2017	7	6,500	/
PROBANKA 8. IZDAJA	letno	100,00	10.10.2012	6	3,900	3,900
PROBANKA 9. IZDAJA	četrletno	59,95	15.10.2017	10	3M EB + 1,500	4,080
RS 21. IZDAJA	letno	94,14	1.3.2015	/	1% + TOM	3,810
RS 33. IZDAJA	letno	120,50	1.1.2023	21	8,000	6,640
RS 38. IZDAJA	letno	100,00	19.4.2017	15	5,625	5,625
RS 44. IZDAJA	letno	105,00	8.11.2012	10	6,650	6,330
RS 48. IZDAJA	letno	100,01	2.12.2012	10	4,750	4,740

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

OBVEZNICA	IZPLAČILO OBRE- STI	TRŽNA VRED- NOST (v % nominal ne)	ZAPAD- LOST	ROČ- NOST (leta)	KUPONSKA OBRETN MERA (letna v %)	YTM (v %)
RS 49. IZDAJA	letno	98,00	10.1.2022	19	4,750	4,850
RS 50. IZDAJA	letno	98,00	24.2.2013	10	4,500	4,590
RS 53. IZDAJA	letno	101,00	8.4.2018	15	4,875	4,68
RS 54. IZDAJA	letno	103,50	15.10.2013	10	5,750	5,40
RS 57. IZDAJA	letno	103,35	15.10.2014	11	4,000	3,78
RS 59. IZDAJA	letno	99,00	17.2.2016	11	4,000	4,04
RS 62. IZDAJA	letno	93,00	23.3.2017	11	3,500	3,76
RS 63. IZDAJA	letno	104,21	6.2.2019	11	4,375	4,20
RS 65. IZDAJA	letno	102,37	2.4.2014	5	4,375	3,13
RS 66. IZDAJA	letno	112,72	9.9.2024	15	4,625	4,52
RS 67. IZDAJA	letno	88,90	26.1.2020	10	4,125	4,64
RS 68. IZDAJA	letno	n.p.	17.3.2015	5	2,750	/
RS 69. IZDAJA	letno	n.p.	18.1.2021	10	4,375	/
RS 70. IZDAJA	letno	n.p.	30.3.2026	15	5,125	/
SAVA 2. IZDAJA	polletno	95,00	9.12.2014	5	7,200	7,58
KD 1. IZDAJA	letno	100,00	7.10.2017	7	7,000	7,00
SOD 2. IZDAJA	polletno	102,30	1.6.2016	19	6,000	5,86
ZAVAROVALNI- CA TRIGLAV 1. IZDAJA	letno	102,00	20.10.2013	10	5,125	4,93
ZAVAROVALNI- CA TRIGLAV 2. IZDAJA	letno	100,00	21.3.2020	11	5,950	5,95

Legenda: n.p. = ni podatka; YTM = donosnost do dosvetja; M = mesec; EB = EURIBOR

Vir: Prirejeno po Ljubljanska borza 2012; Euribor rates 2012; SURS, 2012.

PRILOGA 6: VZAJEMNI SKLADI, KI SO PRISOTNI V SLOVENIJI VSAJ 10 LET

Tabela 3: Vsi vzajemni skladi, ki so v Sloveniji prisotni vsaj 10 let, s prikazom 10-letne donosnosti, povprečne letne donosnosti in standardnih odklonov donosnosti za obdobje med 24. aprilom 2002 in 24. aprilom 2012 (vse vrednosti so v %)

Vzajemni sklad	10 letna donosnost na dan 24.4.2012	Povprečna letna donosnost	Standardni odklon donosnosti
Abančna DZU Delniški aktivni	52,85	4,28	1,805
PSP Živa (delniški)	115,62	7,96	2,249
KD Rastko (delniški)	13,36	1,23	2,107
Infond Delniški	70,72	5,45	1,922
Perspektiva: World mix (mešani)	95,19	6,91	0,944
Triglav Renta (mešani)	70,11	5,45	1,132
Ilirika Modra kombinacija (mešani)	54,86	4,41	1,729
Probanka Alfa (mešani)	95,65	6,91	1,198
NLB Skladi - Nova Evropa uravnoteženi (mešani)	39,28	3,35	1,295
Krekov Skala Uravnoteženi (mešani)	49,39	4,07	1,261
KD Galileo (mešani)	28,16	2,50	1,963
Infond Hrast (mešani)	60,29	4,81	1,475
Abančna DZU Uravnoteženi (mešani)	90,37	6,63	1,045
Abančna DZU Mešani	74,71	5,70	1,485
KD Bond (obvezniški)	48,92	4,00	0,333
PSP Pika (obvezniški)	55,64	4,48	0,431
Abančna DZU Obvezniški	53,31	4,34	0,170
PORTFELJ VSEH 17-IH SKLADOV	62,85	4,85	1,326

Vir: Prirejeno po Vzajemci, 2012.

PRILOGA 7: PRIMER IZVLEČKA PROSPEKTA OB IZDAJI NALOŽBENEGA CERTIFIKATA RAIFFEISEN BULL & BEAR 5

Slika 2: Prva stran prospekta naložbenega certifikata Raiffeisen Bull & bear 5

BULL & BEAR 5 – GARANTIRAN PRODUKT NA SUROVINE

INVESTICIJSKI PRODUKT Z GARANCIJO GLAVNICE

- 100 % GARANCIJA GLAVNICE OB ZAPADLOSTI
- MOŽNOST DONOSA V VSEH FAZAH TRGA
- NEOMEJENA 1 : 1 UDELEŽBA S KOŠARICO SUROVIN
- NOV NAČIN IZPLAČILA: MOŽNOST DONOSA V VSEH STOPNJAH TRGA
- 5 LETNA ZAPADLOST
- BREZ UPRAVLJAVSKIH PROVIZIJ



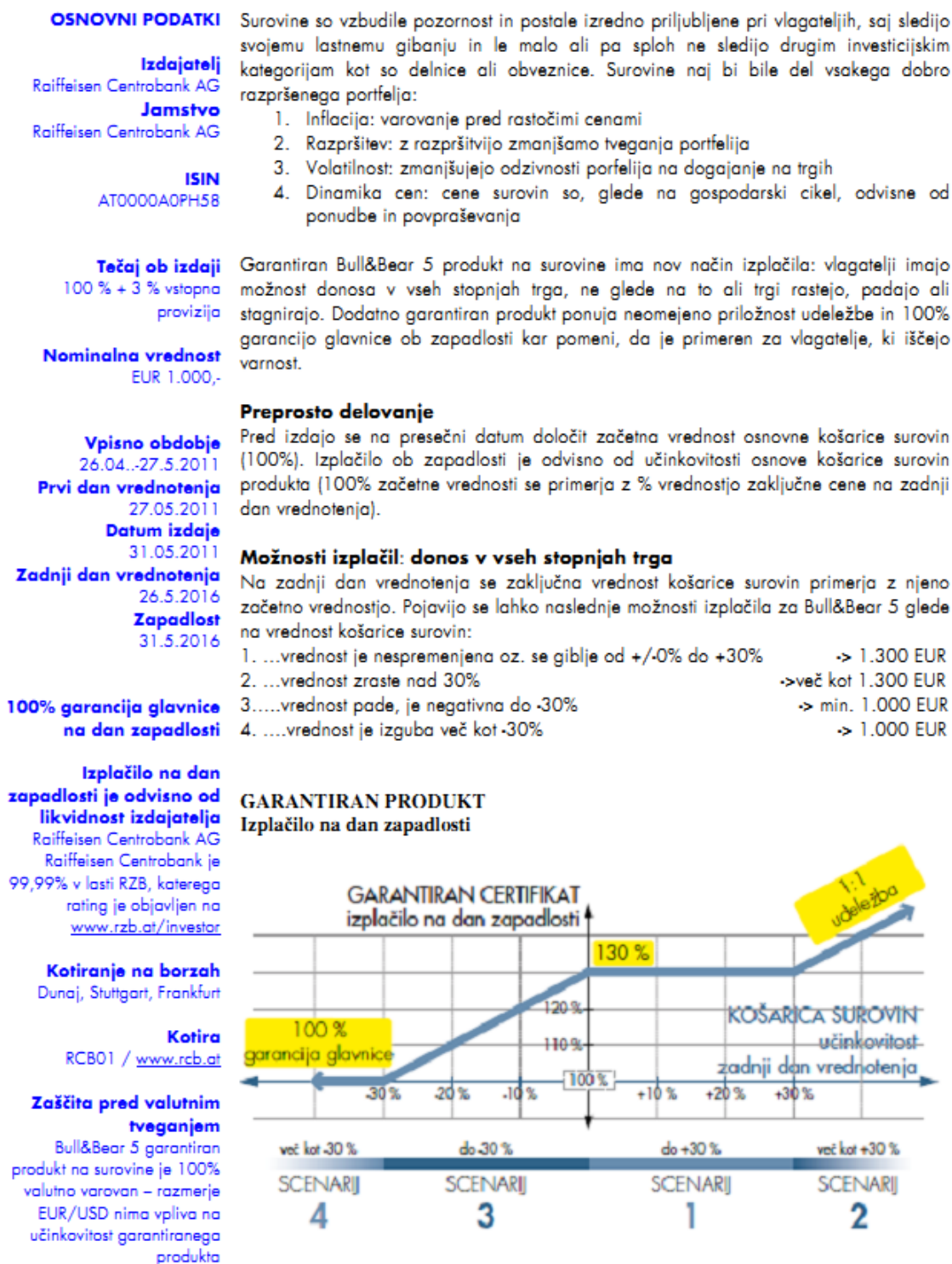
MOŽNOST DONOSA Z GARANCIJO GLAVNICE

V kratkem:

Bull&Bear 5 garantiran produkt na surovine ponuja vlagateljem možnost ustvariti donos na zadnji dan opazovanja, v kolikor košarica surovin kotira vsaj nad 70% nad začetno vrednostjo. Vlagatelji so zavarovani pred velikimi izgubami z 100% garancijo glavnice ob zapadlosti (maj 2016).

Vir: Raiffeisen, Skrčen prospekt za naložbeni certifikat Bull & Bear 5, 2011.

Slika 3: Druga stran prospekta naložbenega certifikata Raiffeisen Bull & bear 5



Vir: Raiffeisen, Skrčen prospekt za naložbeni certifikat Bull & Bear 5, 2011.

Slika 4.: Tretja stran prospekta naložbenega certifikata Raiffeisen Bull & bear 5

<p>OSNOVA: KOŠARICA 5 SUROVIN Energija: NAFTA Ind. surovine: Nikelj Kmetijske surovine: bombaž, koruza, sladkor Razmerje v osnovi produkta: vsaka surovina je udeležena z 20%</p> <p>V času do zapadlosti lahko cena garantiranega produkta kotira pod 100% izhodiščne vrednosti. Garancija glavnice se zagotavlja na dan zapadlosti.</p> <p>Navedene so le najbolj značilne prednosti in tveganja. Podrobnejše informacije so navedene v Osnovnem prospektu, ki je shranjen pri Avstrijski Financial Market Authority in objavljene na web strani www.rcb.at/ SecuritiesProspectus</p>	<p>Na dan zapadlosti so možni scenariji:</p> <p>SCENARIJ 1: vrednost košarice surovin je nespremenjena (+/-0%) ali pa zraste do +30% Vlagatelj dobi ob garanciji glavnice še 30% donos, kar je enako 1.300 EUR za 1.000 EUR nominalne vrednosti ali donos v višini 5.39% p.a.</p> <p>SCENARIJ 2: Vrednosti surovin iz košarice zrastejo nad +30 % V primeru, da košarica surovin zraste za več kot 30% bo vlagatelj glede na razmerje 1:1 udeležen v celotni rasti vrednosti košarice. Če bo rast na primer 70% bo izplačilo 1.700 EUR za 1.000 EUR nominalne vrednosti garantiranega produkta.</p> <p>SCENARIJ 3: Negativna učinkovitost do -30% Vlagatelji lahko ustvarijo donos tudi v primeru, da ima košarica surovin negativno učinkovitost. V primeru, da košarica surovin ne pade več kot -30% (to je ne več kot 70% začetne vrednosti) bo vlagatelj dobil naslednje izplačilo: Zapadlost = 100% nominalni vrednosti + (30% + negativna učinkovitost) Primer: negativna učinkovitost je -12%, kar pomeni 18% donos (30%-12%).</p> <p>SCENARIJ 4: Izguba vrednosti košarice delnic je večja od -30% V primeru da košarica delnic pade za več kot 30% v naslednjih petih letih, se zagotavlja garancija glavnice, ki znaša 100% nominalne vrednosti na dan zapadlosti.</p> <p>Prednosti</p> <ul style="list-style-type: none">• Pregledna in stroškovno ugodna investicija v surovine brez direktne izpostavljenosti terminskemu trgu ali potrebi po fizičnem nakupu surovin.• Garantiran produkt Bull&Bear 5 zagotavlja 100% garancijo glavnice ob zapadlosti (maj 2016), investitor dobi vrnjeno najmanj svojo nominalno vrednost.• Nove možnosti izplačil: privlačen donos v rahlo padajočih/naraščajočih trgih. Vlagatelji so udeleženi v donosnem razmerju 1:1 tudi v rasti cen nad 30%.• Primerna zapadlost – 5 let• Fleksibilnost s stalnim sekundarnim trgom, brez upravljavskih provizij. <p>Tveganja</p> <ul style="list-style-type: none">• V primeru, da bi na zadnji dan vrednotenja košarica surovin bila vredna manj kot 70% začetne vrednosti, vlagatelj ne bo imel donosa, izplačana mu bo nominalna vrednost glavnice.• Garantiran produkt Bull&Bear 5 nima kuponskih izplačil v času do zapadlosti.• V času do zapadlosti lahko cena produkta pade pod 100%, 100% garancija nominalne glavnice se nanaša na čas ob zapadlosti.• Izplačilo ob zapadlost je odvisno od likvidnosti in plačilne sposobnosti Raiffeisen Centrobank (tveganje izdajatelja). V primeru, da postane izdajatelj plačilno nesposoben lahko vlagatelj izgubi celotno vloženo vrednost. <p>V času do zapadlosti lahko cena garantiranega produkta pade pod 100% izhodiščne vrednosti. Garancija glavnice se nanaša na dan zapadlosti. Vrednost garantiranega produkta lahko ne sledi vrednosti osnovnega instrumenta simultano v času do zapadlosti. V času do zapadlosti lahko na vrednosti produkta vpliva</p>
--	---

Vir: Raiffeisen, Skrčen prospekt za naložbeni certifikat Bull & Bear 5, 2011.

Slika 5: Četrta stran prospekta naložbenega certifikata Raiffeisen Bull & bear 5

volatilnost, kuponska obrestna mera, kreditna ocena izdajatelja in čas do zapadlosti. Izplačilo glavnice ob zapadlosti je odvisna od plačilne sposobnosti izdajatelja. Vse ostale informacije so objavljene v Osnovnem prospektu.

Dokument je informativne narave, ni zavezujoč in ni priporočilo. Informacije vsebovane v tem dokumentu ne priporočajo nakupa ali prodaje investicije, prav tako se investitorjem ne priporoča nakup/prodaja na osnovah tega dokumenta. Vsi produkti so vsebovani v Osnovnem Prospektu z dne 3.8.2011, Issurance Programu 2010/2011, ki jih je odobril in objavil Avstrijski Financial Market Authority v skladu Supplements, Final Term and the Securities Terms Oesterreichische Kontrollbank AG. Vsi omenjeni dokumenti so objavljeni tudi na spletni strani Raiffeisen Centrobanka AG. Raiffeisen banka AG si pridržuje vse pravice popravkov, prilagoditev in dopolnitev objavljenih informacij.

Vse nadaljnje informacije dobite na internetnih straneh www.raiffeisen.si, na telefonski liniji 00386/ 2 22-93 -142 (304) pri svetovalcih v Raiffeisen banki.

In line with the Capital Market Act the Securities Prospectus in its prevailing version and as approved by the Austrian Financial Market Authority has been deposited at the Oesterreichische Kontrollbank AG and has been published on the website of Raiffeisen Centrobank AG

Vir: Raiffeisen, Skrčen prospekt za naložbeni certifikat Bull & Bear 5, 2011.

PRILOGA 8: PREGLED DONOSNOSTI IN ZNAČILNOSTI VSEH POKOJNINSKIH SKLADOV, KI IZVAJAJO POKOJNINSKI NAČRT V OKVIRU DODATNEGA POKOJNINSKEGA ZAVAROVANJA V SLOVENIJI (2006 DO 2011)

Tabela 5: Donosnosti pokojninskih skladov, pokojninskih družb in zavarovalnic, ki izvajajo pokojninski načrt v okviru dodatnega pokojninskega zavarovanja v Sloveniji (2006 do 2011)

Sklad, družba oziroma zavarovalnica	Povprečna letna zajamčena donosnost (v %)	Povprečna letna dejanska donosnost (v %)
Abanka (AIII)	1,95	2,46
Adriatic Slovenica	2,35	0,10
Banka Koper (OVPS)	1,88	1,24
Generali (Leon 2)	2,35	2,08
Modra zavarovalnica (KVPS)	1,95	0,20
Modra zavarovalnica (ZVPSJU)	1,95	2,64
Moja naložba	2,35	2,71
Pokojninska družba A	1,95	3,29
Probanka (Delta)	2,35	2,23
Prva osebna (gledano kot povprečje njihovih 4ih kritnih skladov)	1,68	2,22
Skupna (gledano kot povprečje njihovih dveh kritnih skladov)	1,95	2,13
Zavarovalnica Triglav	1,95	2,67

Vir: Prirejeno po Pokojninska družba A, 2012; Moja naložba, 2012.

Slika 6: Poslovanje pokojninskih skladov – četrto četrtletje 2011

	Poslovanje pokojninskih skladov – četrto četrtletje 2011										Naložbena struktura (31. december 2011)			
	3-mesečni (okt.-dec. 2011)	Letni	Triletni	Petletni	Poletni zajamčeni donos	Povprečna mesečna premija (v EUR)	Delež naložb po HTM	(Aktivni) zavarovalnici	Δ glede na konec septembra	Vrednost premoženja (v mio EUR)	Δ glede na konec septembra	Obveznice	Delnice, skladi, idi	Depoziti, gotovina in drugi vrednostni papirji (naprimer zakladne menice)
Abanka (AIII)	-0,43%	-2,44%	14,04%	12,90%	10,13%	74,7	0%	2.419	-2,3%	18,2	-1,1%	72,0%	9,8%	18,2%
Adriatic Slovenica	-1,25%	-0,21%	6,41%	0,52%	12,34%	42,1	25%	2.342	0,3%	5,8	-2,8%	77,9%	0,0%	22,1%
Banka Koper	-1,24%	-2,34%	4,61%	6,34%	9,75%	Okrog 60	0%	6.223	-0,5%	33,7	-0,7%	64,6%	6,6%	28,8%
Generali (Leon)	-1,31%	-1,87%	8,69%	10,82%	12,32%	61,5	0%	4.802	0,2%	24,8	1,8%	62,1%	5,6%	32,3%
Kapitalska družba (SODPZ)	1,45%	0,47%	12,58%	4,41%	12,33%	126	0%	43.677	0,8%	381,7	5,7%	57,0%	14,0%	29,0%
Modra zavarovalnica (KVPS)	0,92%	-0,28%	13,02%	1,71%	10,13%	97,3	0%	34.811	-2,8%	193,1	-9,8%	53,7%	13,8%	32,4%
Modra zavarovalnica (ZVPSJU)*	-0,52%	-0,15%	12,06%	13,93%	10,13%	33,2	0%	203.726	1,2%	518,6	4,1%	49,5%	14,4%	36,0%
Moja Naložba	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	12,33%	69	65%	35.266	0,9%	124,9	2,5%	85,0%	3,6%	11,4%
Pokojninska družba A	0,66%	2,20%	9,64%	17,57%	10,13%	62	50%	44.572	1,4%	195,7	3,4%	63,6%	7,3%	29,1%
Probanka (Delta)	-1,31%	-1,94%	8,80%	11,64%	12,33%	35	0%	5.044	0,3%	9,1	2,2%	74,0%	2,0%	24,0%
Prva osebna**	0,03%	1,89%	8,87%	11,61%	8,68%	52	70%	82.168	0,5%	222,9	1,3%	71,9%	2,7%	25,4%
Skupna***	-0,13%	0,15%	8,68%	11,09%	10,13%	65	40%	74.119	0,1%	306,4	0,3%	70,9%	2,2%	26,9%
Zavarovalnica Triglav	-2,58%	-3,34%	7,50%	14,09%	10,13%	63	0%	42.077	-1,5%	n.p.	n.p.	85,2%	1,9%	12,9%

* podatki o donosih so na 16. koledarski dan v mesecu ** zavarovalnica ima štiri kritne sklade, navedeno je povprečje *** pokojninska družba ima dva kritna sklada, navedeno je povprečje

Vir: Pokojninske družbe, banke, zavarovalnice in kapitalske družbe

Vir: Pokojninska družba A, 2012.

PRILOGA 9: OPAZOVANI VZAJEMNI SKLADI S PRIKAZOM NJIHOVEGA BETA KOEFICIENTA, SHARPOVEGA KOEFICIENTA IN TREYNORJEVEGA KOEFICIENTA

Tabela 6: Vsi vzajemni skladi, ki so v Sloveniji prisotni vsaj 10 let s prikazom njihove povprečne letne donosnosti, beta koeficienta, sharpovega koeficienta in treynorjevega koeficienta za obdobje med 24. aprilom 2002 in 24. aprilom 2012

Vzajemni sklad	Povprečna letna donosnost	Beta koeficient	Treynorjev koeficient	Sharpov koeficient	Jensenov alfa koeficient (v %)
Abančna DZU Delniški aktivni	4,280	1,396	0,730	0,530	-1,120
Infond Delniški	5,450	1,305	1,680	1,110	0,120
KD Rastko (delniški)	1,230	1,661	-1,220	-0,990	-4,670
PSP Živa (delniški)	7,960	1,348	3,490	2,060	2,560
Perspektiva: World mix (mešani)	6,910	0,863	4,230	3,870	2,280
Triglav Renta (mešani)	5,450	0,882	2,480	1,940	0,790
Ilirika Modra kombinacija (mešani)	4,410	1,273	0,900	0,670	-0,870
Probanka Alfa (mešani)	6,910	0,793	4,600	3,000	2,390
NLB Skladi - Nova Evropa uravnoreženi (mešani)	3,350	0,858	0,110	0,020	-1,270
Krekov Skala Uravnoreženi (mešani)	4,070	1,179	0,690	0,600	-1,060
KD Galileo (mešani)	2,500	1,567	-0,490	-0,420	-3,250
Infond Hrast (mešani)	4,810	1,174	1,320	1,010	-0,320
Abančna DZU Uravnoreženi (mešani)	6,630	0,884	3,810	3,170	1,960
Abančna DZU Mešani	5,700	1,045	2,340	1,600	0,780
KD Bond (obvezniški)	4,000	0,310	2,390	2,040	0,250
PSP Pika (obvezniški)	4,480	0,355	3,440	2,690	0,660
Abančna DZU Obvezniški	4,340	0,107	10,100	6,000	0,910

Vir: Prirejno po Vzajemci, 2012.

PRILOGA 10: ANKETNI VPRAŠALNIK

Spoštovani!

Imenujem se Matej Likar in sem absolvent magistrskega programa Bančni in finančni management na Ekonomski fakulteti v Ljubljani. Pod mentorstvom izr. prof. dr. Andreje Cirman pišem magistrsko nalogo, v kateri raziskujem uporabo obveznic za varčevanje v Sloveniji.

Lepo Vas naprošam, če mi lahko namenite nekaj minut vašega dragocenega časa in izpolnite anketni vprašalnik, ki je pred vami. Zagotavljam vam anonimnost, vsi zbrani podatki bodo uporabljeni izključno v namene magistrske naloge.

Vnaprej se Vam iskreno zahvaljujem za sodelovanje!

1. Obkrožite črko, ki prikazuje, s kakšnim minimalnim povprečnim letnim donosom (skupaj z inflacijo oziroma nominalnim) vašega privarčevanega denarja se zadovoljite:

- a) 1–2 %
- b) 3–4 %
- c) 5–6 %
- d) 7–9 %
- e) vsaj 10 %

2. Ocenite, koliko poznate obveznice kot instrument varčevanja (kakšnih vrst izplačil smo deležni pri obveznicah, kakšni so povprečni donosi, kakšne vrste obveznic obstajajo, stroški nakupa in hranjenja, kako lahko kupim in prodam obveznico, ipd.)-

- a) zelo slabo
- b) slabo
- c) srednje
- d) dobro
- e) odlično

3. Obkroži črko pred enim izmed naslednjih odgovorov:

- a) Nikoli nisem vlagal denarja v obveznice in nikoli nisem niti razmišljal o tovrstni možnosti naložbe.
- b) Nikoli nisem vlagal denarja v obveznice, a sem razmišljal o tovrstni možnosti naložbe.
- c) V obveznice sem že vlagal, a trenutno nimam naloženega denarja v njih.
- d) V obveznicah imam v tem trenutku naložen denar.

4. Obkroži črko pred enim izmed naslednjih odgovorov:

- a) Nikoli nisem vlagal denarja v obvezniške sklade in nikoli nisem niti razmišljal o tovrstni možnosti naložbe.
- b) Nikoli nisem vlagal denarja v obvezniške sklade, a sem razmišljal o tovrstni možnosti naložbe.
- c) V obvezniške sklade sem že vlagal, a trenutno nimam naloženega denarja v njih.
- d) V obvezniških skladih imam v tem trenutku naložen denar.

5. Za katere oblike varčevanja/naložbe ste se najpogosteje odločali v zadnjih 5-ih letih? Pripišite na črto poleg vrste varčevanja številke od 0 do 5, pri čemer 0 pomeni, se nisem odločal, 1 pomeni zelo redko, 2 pomeni redko, 3 srednje pogosto, 4 pogosto, 5 zelo pogosto.

- a) Bančni depozit oziroma vezane bančne vloge/ rentno bančno varčevanje ___
- b) Delniški/mešani skladi ___
- c) Obvezniški skladi ___
- d) Delnice ___
- e) Obveznice ___
- f) Naložbena življenjska zavarovanja ___
- g) Druge vrste varčevanja ___

6. Naslednje trditve se nanašajo na vaše dosedanje izkušnje z obveznicami. Svoje (ne)strinjanje s posamezno trditvijo izrazite (obkrožite) z eno od naslednjih izbir:

- 1 – sploh se ne strinjam
- 2 – se ne strinjam
- 3 – se niti ne strinjam niti strinjam
- 4 – se strinjam
- 5 – se povsem strinjam
- 0 – ne vem (*ta odgovor je pomujen le pri nekaterih vprašanjih*)

A. Doslej sem izvedel/a malo informacij o naložbenem potencialu in možnosti vlaganja v obveznice.	1	2	3	4	5	
B. Doslej sem dobil/a vtis, da so obveznice neatraktivna naložba.	1	2	3	4	5	
C. Ker sem se srečal/a z delnicami v okviru množične razdelitvene privatizacije v Sloveniji, jih veliko bolje poznam kot obveznice.	1	2	3	4	5	0
D. Obveznice kot oblika varčevanja so malo oglaševane.	1	2	3	4	5	
E. Obvezniški skladi kot oblika varčevanja so malo oglaševani.	1	2	3	4	5	
F. O različnih oblikah varčevanja (v smislu vlaganja denarja) imam veliko znanja .	1	2	3	4	5	
G. Privarčevani denar želim vedno, kar najbolje naložiti, zato se pogosto sam/a informiram o različnih možnostih naložb denarja.	1	2	3	4	5	
H. Obveznice so boljša oblika varčevanja kot obvezniški skladi.	1	2	3	4	5	0
I. Obveznice so preveč komplicirane za vlaganje.	1	2	3	4	5	0
J. Zaradi večje zahtevnosti je vlaganje v obveznice zame manj primerno kot v delnice.	1	2	3	4	5	0
K. Bančni depoziti so zame veliko primernejši način varčevanja denarja od obveznic, ker porabim manj časa, da izvedem naložbo v bančni depozit.	1	2	3	4	5	

L. Bančni depoziti so veliko primernejši način varčevanja denarja od obveznic, ker so do višine 1000 EUR letno prejete obresti neobdavčene.	1	2	3	4	5	
M. Bančni depoziti so primernejši način varčevanja denarja od obveznic, ker povečini ni nobenih neposrednih stroškov , povezanih z naložbo.	1	2	3	4	5	
N. Obveznice imajo previsoko osnovno (nominalno) vrednost, da bi bile primeren način varčevanja zame.	1	2	3	4	5	0
O. Odločam se le za naložbe denarja v instrumente, ki so praktično brez tveganja (bančni depoziti).	1	2	3	4	5	
P. Če bi si želel večje potencialne donosnosti od bančnih depozitov, bi se prej odločil za naložbo v delnice kot v obveznice.	1	2	3	4	5	
Q. Obveznice se mi z vidika varčevalca zdijo bolj podobne delnicam kot bančnim depozitom.	1	2	3	4	5	0
R. Obveznice so na splošno veliko bolj tvegane od bančnih depozitov.	1	2	3	4	5	
S. Obveznice so v povprečju veliko manj donosne od delnic.	1	2	3	4	5	
T. Obveznice so v povprečju podobno tvegane kot delnice.	1	2	3	4	5	
U. Obveznice sicer imajo večjo povprečno donosnost od bančnih depozitov, a je ta razlika premajhna , da bi se dejansko odločil za naložbo v obveznice.	1	2	3	4	5	0
V. Možnost, da lahko dobim denar (glavnico) iz naložbe v obveznico praktično takoj, ko ga potrebujem, ni pomembna prednost obveznic pred bančnimi depoziti.	1	2	3	4	5	
W. Naložba denarja v obveznice je vredna zaupanja.	1	2	3	4	5	
X. Z naložbo denarja v obveznice ne morem doseči svojih finančnih ciljev.	1	2	3	4	5	0
Y. Delniški in mešani investicijski skladi so podobno tvegani kot obvezniški.	1	2	3	4	5	
Z. Če že vlagam denar v investicijske sklade, ga raje kot v obvezniške sklade naložim v delniške ali pa vsaj v mešane sklade.	1	2	3	4	5	

7. Obkrožite črko pred dvema dejavnikoma, ki bi najpomembneje vplivala, da bi začeli varčevati v obveznicah oziroma povečali osebno stopnjo varčevanja v obveznicah?

- a) Vložiti denar v obveznice bi moralo biti tako enostavno in dostopno kot vezava denarja na banki.
- b) Na najmanj tvegane obveznice (državne) bi moral dobiti realno letno vsaj 0,5 odstotne točke obresti več kot pri vezavi denarja na banki.
- c) Obresti, prejete iz obveznic, bi morale biti do skupne višine 1000 EUR letno neobdavčene, tako kot to velja za bančne depozite.
- d) Strokovnjak bi me moral spodbuditi in mi nuditi brezplačno izobraževanje o obveznicah.
- e) V medijih bi moral večkrat zaslediti oglaševanje za varčevanje v obveznicah.
- f) Obveznice bi morale imeti nominalno (osnovno) vrednost največ 100 EUR, da bi lahko vsakomesečno vlagal prihranke v njih.
- g) Trg obveznic v Sloveniji bi moral biti bolj likviden, tako da bi zagotovo lahko takoj prodal obveznice, ko bi denar potreboval.

8. Katerega spola ste?

- a) Moški
- b) Ženski

9. Katera je vaše najvišje dosežena izobrazba?

- a) Nedokončana osnovna šola
- b) Osnovna šola
- c) Poklicna šola
- d) Štiriletna srednja šola
- e) Višja šola
- f) Visoka šola/ univerzitetni študij
- g) Magisterij
- h) Doktorat

10. V katero starostno kategorijo spadate?

- a) 20 do 29 let
- b) 30 do 39 let
- c) 40 do 49 let
- d) 50 do 59 let
- e) 60 do 69 let
- f) 70 let in več

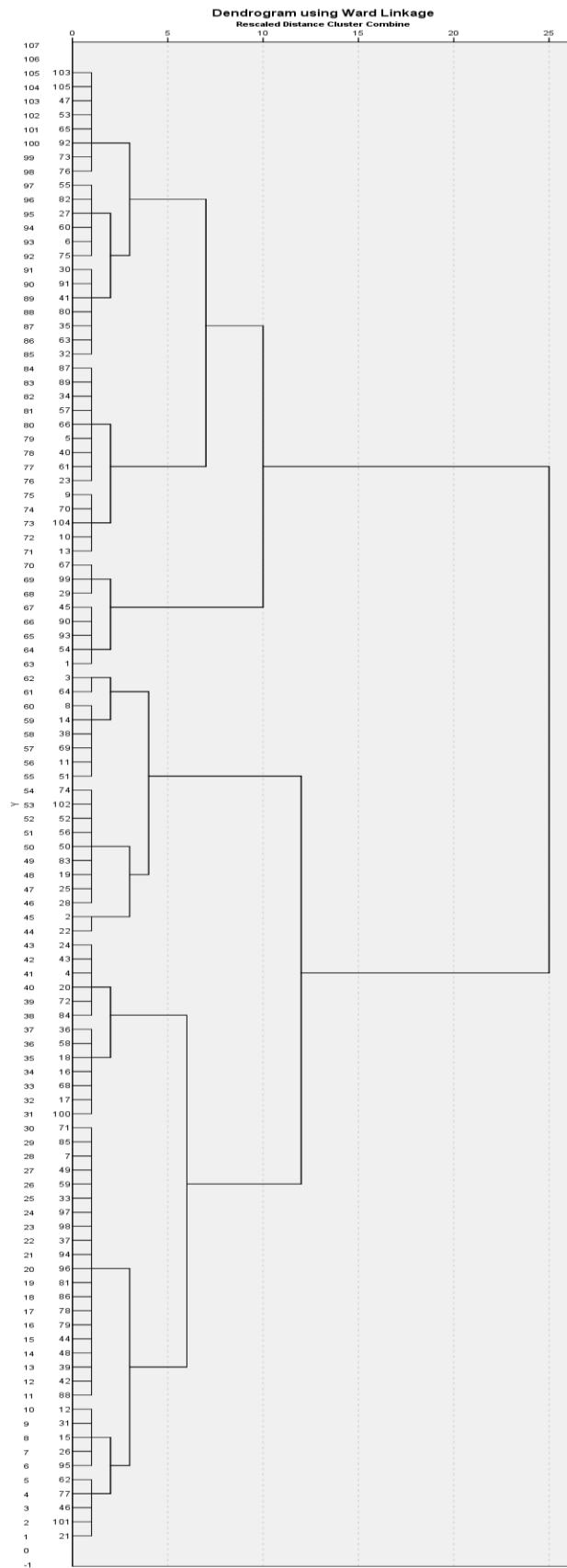
11. Povprečno koliko denarja mesečno vam uspe privarčevati?

- a) nič
- b) 1 do 100 EUR
- c) 101 do 200 EUR
- d) 201 do 300 EUR
- e) 301 do 400 EUR
- f) več kot 401 EUR

Še enkrat se Vam iskreno zahvaljujem za sodelovanje v anketi, ki je izrednega pomena za doseg ciljev mojega magistrskega dela!

PRILOGA 11: DENDROGRAM RAZVRŠČANJA ENOT V DVE SKUPINI

Slika 7: Dendrogram razvrščanja enot v skupino »poznavalcev« in »nepoznavalcev« obveznic



PRILOGA 12: PREIZKUS ENAKOSTI ARITMETIČNIH SREDIN ZA ŠTIRI TESTNE SPREMENLJIVKE MED DOBLJENIMI SKUPINAMI POZNAVALCEV IN NEPOZNAVALCEV OBVEZNIC

Slika 8: Izpis t-preizkusa enakosti aritmetičnih sredin med testnimi trditvami za pridobitev skupin poznavalcev in nepoznavalcev obveznic

		Independent Samples Test										
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means							95% Confidence Interval of the Difference	
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	Lower	Upper		
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice so na splošno veliko bolj tvegane od bančnih depozitov.	Equal variances assumed	,529	,469	-7,748	103	,000	-1,154	,149	-1,450	-,859		
	Equal variances not assumed			-7,783	91,899	,000	-1,154	,148	-1,449	-,860		
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice so v povprečju veliko manj donosne od delnic.	Equal variances assumed	2,427	,122	-3,125	103	,002	-,472	,151	-,772	-,173		
	Equal variances not assumed			-3,157	93,665	,002	-,472	,150	-,769	-,175		
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice so v povprečju podobno tvegane kot delnice.	Equal variances assumed	,459	,500	-7,436	103	,000	-,929	,125	-1,177	-,682		
	Equal variances not assumed			-7,498	93,084	,000	-,929	,124	-1,176	-,683		
Naslednje trditve se nanašajo: Delniški in mešani investicijski skladi so podobno tvegani kot obvezniški.	Equal variances assumed	1,035	,311	-7,122	103	,000	-1,044	,147	-1,335	-,753		
	Equal variances not assumed			-6,945	82,130	,000	-1,044	,150	-1,343	-,745		

PRILOGA 13: T-PREIZKUS ENAKOSTI ARITMETIČNIH SREDIN ZA VSE SPREMENLJIVKE MED SKUPINO POZNAVALCEV IN NEPOZNAVALCEV OBVEZNIC

Tabela 7: T-preizkus neodvisni vzorcev v SPSSu enakosti aritmetičnih sredin za vse spremenljivke med skupino poznavalcev in nepoznavalcev obveznic

		Independent Samples Test								
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
S kakšnim minimalnim povprečnim letnim donosom (skupaj z inflacijo oziroma nominalnim) vašega privarčevanega denarja se zadovoljite:	Equal variances assumed	,579	,448	,824	103	,412	,174	,211	-,244	,592
	Equal variances not assumed			,803	81,817	,425	,174	,216	-,257	,604
Ocenite, koliko poznate obveznice kot instrument varčevanja .	Equal variances assumed	1,999	,160	,877	103	,383	,145	,166	-,183	,474
	Equal variances not assumed			,892	95,678	,375	,145	,163	-,178	,468
Izkušnje z obveznicami.	Equal variances assumed	4,936	,028	2,171	103	,032	,330	,152	,029	,632
	Equal variances not assumed			2,327	102,897	,022	,330	,142	,049	,612
Izkušnje z obvezniškimi skladi.	Equal variances assumed	,266	,607	,842	103	,402	,146	,174	-,198	,491
	Equal variances not assumed			,859	96,431	,392	,146	,170	-,192	,484

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		Levene's Test for Equ. of Variance		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Za katere oblike varčevanja/n: Bančni depozit oziroma vezane bančne vloge/ rentno bančno varčevanje	Equal variances assumed	2,199	,141	,039	103	,969	,015	,370	-,720	,749
	Equal variances not assumed			,038	81,790	,969	,015	,380	-,742	,771
Za katere oblike varčevanja/n: Delniški/mešani skladi	Equal variances assumed	,028	,866	,445	103	,657	,143	,322	-,496	,782
	Equal variances not assumed			,444	89,926	,658	,143	,323	-,498	,784
Za katere oblike varčevanja/n: Obvezniški skladi	Equal variances assumed	2,862	,094	,837	103	,404	,147	,176	-,202	,497
	Equal variances not assumed			,883	102,534	,379	,147	,167	-,184	,478
Za katere oblike varčevanja/n: Delnice	Equal variances assumed	8,366	,005	-1,155	103	,251	-,276	,239	-,750	,198
	Equal variances not assumed			-1,078	68,080	,285	-,276	,256	-,787	,235
Za katere oblike varčevanja/n: Obveznice	Equal variances assumed	,002	,968	-,013	103	,990	-,002	,114	-,228	,225
	Equal variances not assumed			-,013	90,858	,990	-,002	,114	-,229	,226
Za katere oblike varčevanja/n: Naložbena življenjska zavarovanja	Equal variances assumed	,008	,928	,063	103	,950	,023	,366	-,703	,748
	Equal variances not assumed			,062	88,764	,951	,023	,368	-,708	,754

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Za katere oblike varčevanja/n: Druge vrste varčevanja	Equal variances assumed	,984	,324	-,553	103	,582	-,168	,305	-,773	,436
	Equal variances not assumed			-,544	85,436	,588	-,168	,309	-,783	,447
Naslednje trditve se nanašajo: Ker sem se srečal/a z delnicami v okviru množične razdelitvene privatizacije v Sloveniji, jih veliko bolje poznam kot obveznice.	Equal variances assumed	1,766	,187	-1,167	95	,246	-,301	,258	-,814	,211
	Equal variances not assumed			-1,124	73,388	,265	-,301	,268	-,836	,233
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice so boljše oblike varčevanja kot obvezniški skladi.	Equal variances assumed	6,644	,013	-,916	58	,364	-,194	,211	-,617	,230
	Equal variances not assumed			-,930	50,095	,357	-,194	,208	-,612	,225
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice so preveč komplicirane za vlaganje.	Equal variances assumed	,536	,466	-2,717	69	,008	-,655	,241	-1,136	-,174
	Equal variances not assumed			-2,710	67,500	,009	-,655	,242	-1,137	-,173
Naslednje trditve se nanašajo: Zaradi večje zahtevnosti je vlaganje v obveznice zame manj primerno kot v delnice.	Equal variances assumed	,296	,588	-2,361	71	,021	-,514	,218	-,947	-,080
	Equal variances not assumed			-2,375	69,687	,020	-,514	,216	-,945	-,082

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice imajo previsoko osnovno (nominalno) vrednost, da bi bile primeren način varčevanja zame.	Equal variances assumed	2,293	,135	-2,779	61	,007	-,636	,229	-1,093	-,178
	Equal variances not assumed			-2,721	52,211	,009	-,636	,234	-1,105	-,167
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice se mi z vidika varčevalca zdijo bolj podobne delnicam kot bančnim depozitom.	Equal variances assumed	,053	,819	-2,198	80	,031	-,463	,211	-,883	-,044
	Equal variances not assumed			-2,198	79,972	,031	-,463	,211	-,883	-,044
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice sicer imajo večjo povprečno donosnost od bančnih depozitov, a je ta razlika premajhna, da bi se dejansko odločil za naložbo v obveznice.	Equal variances assumed	,011	,919	-2,757	63	,008	-,606	,220	-1,046	-,167
	Equal variances not assumed			-2,751	59,608	,008	-,606	,220	-1,047	-,165
Naslednje trditve se nanašajo: Z naložbo denarja v obveznice ne morem doseči svojih finančnih ciljev.	Equal variances assumed	1,888	,174	-,412	68	,682	-,093	,227	-,546	,359
	Equal variances not assumed			-,416	67,811	,679	-,093	,224	-,541	,355
Naslednje trditve se nanašajo: Doslej sem izvedel/a malo informacij o naložbenem potencialu in možnosti vlaganja v obveznice.	Equal variances assumed	1,941	,167	-1,229	103	,222	-,249	,203	-,652	,153
	Equal variances not assumed			-1,262	98,094	,210	-,249	,198	-,642	,143

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Naslednje trditve se nanašajo: Doslej sem dobil/a vtis, da so obveznice neatraktivna naložba.	Equal variances assumed	,352	,554	-2,718	103	,008	-,562	,207	-,971	-,152
	Equal variances not assumed			-2,682	86,205	,009	-,562	,209	-,978	-,145
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice kot oblika varčevanja so malo oglaševane.	Equal variances assumed	1,880	,173	-,803	103	,424	-,147	,183	-,510	,216
	Equal variances not assumed			-,776	79,092	,440	-,147	,189	-,524	,230
Naslednje trditve se nanašajo: Obvezniški skladi kot oblika varčevanja so malo oglaševani.	Equal variances assumed	,866	,354	-,301	103	,764	-,060	,198	-,452	,333
	Equal variances not assumed			-,296	84,711	,768	-,060	,202	-,460	,341
Naslednje trditve se nanašajo: O različnih oblikah varčevanja (v smislu vlaganja denarja) imam veliko znanja.	Equal variances assumed	1,441	,233	-,066	103	,947	-,012	,181	-,371	,347
	Equal variances not assumed			-,064	79,043	,949	-,012	,188	-,385	,361
Naslednje trditve se nanašajo: Privarčevani denar želim vedno, kar najbolje naložiti, zato se pogosto sam/a informiram o različnih možnostih naložb denarja.	Equal variances assumed	2,181	,143	-,858	103	,393	-,184	,215	-,610	,242
	Equal variances not assumed			-,836	81,831	,406	-,184	,220	-,623	,254

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Naslednje trditve se nanašajo: Bančni depoziti so zame veliko primernejši način varčevanja denarja od obveznic, ker porabim manj časa, da izvedem naložbo v bančni depozit.	Equal variances assumed	,607	,438	-2,375	103	,019	-,443	,187	-,813	-,073
	Equal variances not assumed			-2,381	91,264	,019	-,443	,186	-,813	-,073
Naslednje trditve se nanašajo: Bančni depoziti so veliko primernejši način varčevanja denarja od obveznic, ker so do višine 1000 EUR letno prejete obresti neobdavčene.	Equal variances assumed	,610	,436	-2,329	103	,022	-,422	,181	-,781	-,063
	Equal variances not assumed			-2,358	94,275	,020	-,422	,179	-,777	-,067
Naslednje trditve se nanašajo: Bančni depoziti so primernejši način varčevanja denarja od obveznic, ker povečini ni nobenih neposrednih stroškov, povezanih z naložbo.	Equal variances assumed	4,181	,043	-2,016	103	,046	-,332	,165	-,659	-,005
	Equal variances not assumed			-2,099	100,843	,038	-,332	,158	-,646	-,018
Naslednje trditve se nanašajo: Odločam se le za naložbe denarja v instrumente, ki so praktično brez tveganja (bančni depoziti).	Equal variances assumed	,453	,503	-1,892	103	,061	-,427	,226	-,875	,021
	Equal variances not assumed			-1,914	94,084	,059	-,427	,223	-,870	,016

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Naslednje trditve se nanašajo: Če bi si želel večje potencialne donosnosti od bančnih depozitov, bi se prej odločil za naložbo v delnice kot v obveznice.	Equal variances assumed	,622	,432	-4,403	103	,000	-,803	,182	-1,165	-,441
	Equal variances not assumed			-4,503	97,043	,000	-,803	,178	-1,157	-,449
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice so na splošno veliko bolj tvegane od bančnih depozitov.	Equal variances assumed	,529	,469	-7,748	103	,000	-1,154	,149	-1,450	-,859
	Equal variances not assumed			-7,783	91,899	,000	-1,154	,148	-1,449	-,860
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice so v povprečju veliko manj donosne od delnic.	Equal variances assumed	2,427	,122	-3,125	103	,002	-,472	,151	-,772	-,173
	Equal variances not assumed			-3,157	93,665	,002	-,472	,150	-,769	-,175
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice so v povprečju podobno tvegane kot delnice.	Equal variances assumed	,459	,500	-7,436	103	,000	-,929	,125	-1,177	-,682
	Equal variances not assumed			-7,498	93,084	,000	-,929	,124	-1,176	-,683
Naslednje trditve se nanašajo: Možnost, da lahko dobim denar (glavnico) iz naložbe v obveznico praktično takoj, ko ga potrebujem, ni pomembna prednost obveznic pred bančnimi depoziti.	Equal variances assumed	,026	,873	-4,515	103	,000	-,742	,164	-1,067	-,416
	Equal variances not assumed			-4,459	86,425	,000	-,742	,166	-1,072	-,411

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Naslednje trditve se nanašajo: Naložba denarja v obveznice je vredna zaupanja.	Equal variances assumed	4,476	,037	2,687	103	,008	,387	,144	,101	,672
	Equal variances not assumed			2,532	70,862	,014	,387	,153	,082	,691
Naslednje trditve se nanašajo: Delniški in mešani investicijski skladi so podobno tvegani kot obvezniški.	Equal variances assumed	1,035	,311	-7,122	103	,000	-1,044	,147	-1,335	-,753
	Equal variances not assumed			-6,945	82,130	,000	-1,044	,150	-1,343	-,745
Naslednje trditve se nanašajo: Če že vlagam denar v investicijske sklade, ga raje kot v obvezniške sklade naložim v delniške ali pa vsaj v mešane sklade.	Equal variances assumed	2,865	,094	-1,427	103	,157	-,268	,188	-,641	,105
	Equal variances not assumed			-1,382	79,782	,171	-,268	,194	-,654	,118
Izberite dva dejavnika, ki bi: Vložiti denar v obveznice bi moralo biti tako enostavno in dostopno kot vezava denarja v banki.	Equal variances assumed	1,444	,232	-,979	103	,330	-,098	,100	-,295	,100
	Equal variances not assumed			-,981	91,028	,329	-,098	,099	-,295	,100
Izberite dva dejavnika, ki bi: Na najmanj tvegane obveznice (državne) bi moral dobiti letno realno vsaj 0,5 odstotne točke več obresti kot pri vezavi denarja na banki.	Equal variances assumed	,617	,434	,388	103	,699	,033	,084	-,134	,199
	Equal variances not assumed			,392	93,190	,696	,033	,083	-,133	,198

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Izberite dva dejavnika, ki bi: Obresti, prejete iz obveznic, bi morale biti do skupne višine 1000 EUR letno neobdavčene, tako kot to velja za bančne depozite.	Equal variances assumed	,028	,867	-,084	103	,933	-,008	,098	-,202	,186
	Equal variances not assumed			-,084	90,059	,933	-,008	,098	-,203	,186
Izberite dva dejavnika, ki bi: Strokovnjak bi me moral vzpodbuditi in mi nuditi brezplačno izobraževanje o obveznicah.	Equal variances assumed	5,097	,026	-1,140	103	,257	-,087	,077	-,239	,065
	Equal variances not assumed			-1,103	79,321	,274	-,087	,079	-,245	,070
Izberite dva dejavnika, ki bi: V medijih bi moral večkrat zaslediti oglaševanje za varčevanje v obveznicah.	Equal variances assumed	11,797	,001	1,600	103	,113	,117	,073	-,028	,261
	Equal variances not assumed			1,697	102,872	,093	,117	,069	-,020	,253
Izberite dva dejavnika, ki bi: Obveznice bi morale imeti nominalno (osnovno) vrednost največ 100 EUR, da bi lahko vsakomesečno vlagal prihranke v njih.	Equal variances assumed	2,246	,137	,735	103	,464	,043	,059	-,073	,159
	Equal variances not assumed			,764	100,528	,447	,043	,056	-,069	,155
Izberite dva dejavnika, ki bi: Trg obveznic v Sloveniji bi moral biti bolj likviden, tako da bi zagotovo lahko takoj prodal obveznice, ko bi denar potreboval.	Equal variances assumed	,456	,501	,332	103	,740	,033	,099	-,164	,230
	Equal variances not assumed			,333	90,786	,740	,033	,099	-,164	,230

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Spol:	Equal variances assumed	1,997	,161	-1,381	103	,170	-,137	,099	-,334	,060
	Equal variances not assumed			-1,385	91,453	,169	-,137	,099	-,333	,059
Kakšna je vaša najvišja dosežena izobrazba?	Equal variances assumed	,135	,714	,241	103	,810	,052	,214	-,373	,477
	Equal variances not assumed			,239	87,016	,812	,052	,217	-,379	,482
V katero starostno kategorijo spadate?	Equal variances assumed	,940	,334	-,306	103	,760	-,055	,180	-,412	,302
	Equal variances not assumed			-,300	83,077	,765	-,055	,184	-,421	,311
Povprečno koliko denarja mesečno vam uspe privarčevati?	Equal variances assumed	3,988	,048	,379	103	,706	,122	,322	-,516	,760
	Equal variances not assumed			,391	99,019	,697	,122	,312	-,497	,741

PRILOGA 14: ANALIZA VARIANC VSEH SPREMENLJIVK MED SKUPINAMI KONSERVATIVNIH, URAVNOTEŽENIH IN AGRESIVNIH VLAGATELJEV

Tabela 8: Analize varianc vseh spremenljivk med tremi skupinami vrst varčevalcev

		ANOVA				
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
S kakšnim minimalnim povprečnim letnim donosom (skupaj z inflacijo oziroma nominalnim) vašega privarčevanega denarja se zadovoljite:	Between Groups	12,757	2	6,378	6,242	,003
	Within Groups	104,234	102	1,022		
	Total	116,990	104			
Ocenite, koliko poznate obveznice kot instrument varčevanja (kakšnih vrst izplačil smo deležni pri obveznicah, kakšni so povprečni donosi, kakšne vrste obveznic obstajajo, stroški nakupa in hranjenja, kako jih lahko kupim, prodam)	Between Groups	4,817	2	2,409	3,645	,030
	Within Groups	67,411	102	,661		
	Total	72,229	104			
Izkušnje z vlaganjem v obveznice.	Between Groups	5,181	2	2,591	4,539	,013
	Within Groups	58,209	102	,571		
	Total	63,390	104			
Izkušnje z vlaganjem v obvezniške sklade.	Between Groups	6,767	2	3,384	4,750	,011
	Within Groups	72,661	102	,712		
	Total	79,429	104			
Za katere oblike varčevanja/n: Bančni depozit oziroma vezane bančne vloge/ rentno bančno varčevanje	Between Groups	22,336	2	11,168	3,384	,038
	Within Groups	336,578	102	3,300		
	Total	358,914	104			
Za katere oblike varčevanja/n: Delniški/mešani skladi	Between Groups	17,142	2	8,571	3,432	,036
	Within Groups	254,706	102	2,497		
	Total	271,848	104			
Za katere oblike varčevanja/n: Obvezniški skladi	Between Groups	6,341	2	3,171	4,294	,016
	Within Groups	75,316	102	,738		
	Total	81,657	104			
Za katere oblike varčevanja/n: Delnice	Between Groups	16,013	2	8,007	6,033	,003
	Within Groups	135,377	102	1,327		
	Total	151,390	104			
Za katere oblike varčevanja/n: Obveznice	Between Groups	1,700	2	,850	2,664	,075
	Within Groups	32,547	102	,319		
	Total	34,248	104			

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Za katere oblike varčevanja/n: Naložbena življenjska zavarovanja	Between Groups	18,616	2	9,308	2,865	,062
	Within Groups	331,346	102	3,248		
	Total	349,962	104			
Za katere oblike varčevanja/n: Druge vrste varčevanja	Between Groups	8,764	2	4,382	1,905	,154
	Within Groups	234,626	102	2,300		
	Total	243,390	104			
Naslednje trditve se nanašajo: Ker sem se srečal/a z delnicami v okviru množične razdelitvene privatizacije v Sloveniji, jih veliko bolje poznam kot obveznice.	Between Groups	4,710	2	2,355	1,501	,228
	Within Groups	147,516	94	1,569		
	Total	152,227	96			
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice so boljša oblika varčevanja kot obvezniški skladi.	Between Groups	,575	2	,287	,422	,658
	Within Groups	38,825	57	,681		
	Total	39,400	59			
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice so preveč komplicirane za vlaganje.	Between Groups	7,850	2	3,925	3,770	,028
	Within Groups	70,797	68	1,041		
	Total	78,648	70			
Naslednje trditve se nanašajo: Zaradi večje zahtevnosti je vlaganje v obveznice zame manj primerno kot v delnice.	Between Groups	9,686	2	4,843	6,073	,004
	Within Groups	55,821	70	,797		
	Total	65,507	72			
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice imajo previsoko osnovno (nominalno) vrednost, da bi bile primeren način varčevanja zame.	Between Groups	8,308	2	4,154	5,233	,008
	Within Groups	47,628	60	,794		
	Total	55,937	62			
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice se mi z vidika varčevalca zdijo bolj podobne delnicam kot bančnim depozitom.	Between Groups	6,888	2	3,444	3,865	,025
	Within Groups	70,392	79	,891		
	Total	77,280	81			
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice sicer imajo večjo povprečno donosnost od bančnih depozitov, a je ta razlika premajhna, da bi se dejansko odločil za naložbo v obveznice.	Between Groups	18,657	2	9,328	15,975	,000
	Within Groups	36,205	62	,584		
	Total	54,862	64			

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Naslednje trditve se nanašajo: Odločam se le za naložbe denarja v instrumente, ki so praktično brez tveganja (bančni depoziti).	Between Groups	100,652	2	50,326	137,58	,000
	Within Groups	37,310	102	,366		
	Total	137,962	104			
Naslednje trditve se nanašajo: Če bi si želel večje potencialne donosnosti od bančnih depozitov, bi se prej odločil za naložbo v delnice kot v obveznice.	Between Groups	18,555	2	9,277	11,154	,000
	Within Groups	84,836	102	,832		
	Total	103,390	104			
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice so na splošno veliko bolj tvegane od banč. depozitov.	Between Groups	14,937	2	7,468	9,905	,000
	Within Groups	76,911	102	,754		
	Total	91,848	104			
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice so v povprečju veliko manj donosne od delnic.	Between Groups	2,593	2	1,296	2,106	,127
	Within Groups	62,798	102	,616		
	Total	65,390	104			
Naslednje trditve se nanašajo: Obveznice so v povprečju podobno tvegane kot delnice.	Between Groups	9,597	2	4,798	9,199	,000
	Within Groups	53,203	102	,522		
	Total	62,800	104			
Naslednje trditve se nanašajo: Možnost, da lahko dobim denar (glavnico) iz naložbe v obveznico praktično takoj, ko ga potrebujem, ni pomembna prednost obveznic pred bančnimi depoziti.	Between Groups	1,469	2	,735	,902	,409
	Within Groups	83,045	102	,814		
	Total	84,514	104			
Naslednje trditve se nanašajo: Naložba denarja v obveznice je vredna zaupanja.	Between Groups	4,710	2	2,355	4,511	,013
	Within Groups	53,252	102	,522		
	Total	57,962	104			
Naslednje trditve se nanašajo: Delniški in mešani investicijski skladi so podobno tvegani kot obvezniški.	Between Groups	3,300	2	1,650	2,090	,129
	Within Groups	80,547	102	,790		
	Total	83,848	104			
Naslednje trditve se nanašajo: Če že vlagam denar v investicijske sklade, ga raje kot v obvezniške sklade naložim v delniške ali pa vsaj v mešane sklade.	Between Groups	12,136	2	6,068	7,543	,001
	Within Groups	82,055	102	,804		
	Total	94,190	104			

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Izberite dva dejavnika, ki bi:						
Vložiti denar v obveznice bi moralo biti tako enostavno in dostopno kot vezava denarja v banki.	Between Groups	,718	2	,359	1,437	,242
	Within Groups	25,473	102	,250		
	Total	26,190	104			
Izberite dva dejavnika, ki bi:						
Na najmanj tvegane obveznice (državne) bi moral dobiti letno realno vsaj 0,5 odstotne točke več obresti kot pri vezavi denarja na banki.	Between Groups	,591	2	,296	1,682	,191
	Within Groups	17,923	102	,176		
	Total	18,514	104			
Izberite dva dejavnika, ki bi:						
Obresti, prejete iz obveznic, bi morale biti do skupne višine 1000 EUR letno neobdavčene, tako kot to velja za banč. depozite.	Between Groups	,011	2	,005	,021	,979
	Within Groups	24,980	102	,245		
	Total	24,990	104			
Izberite dva dejavnika, ki bi:						
Strokovnjak bi me moral vzpodbuditi in mi nuditi brezplačno izobraževanje o obveznicah.	Between Groups	,076	2	,038	,249	,780
	Within Groups	15,486	102	,152		
	Total	15,562	104			
Izberite dva dejavnika, ki bi:						
V medijih bi moral večkrat zaslediti oglaševanje za varčevanje v obveznicah.	Between Groups	,034	2	,017	,122	,885
	Within Groups	14,214	102	,139		
	Total	14,248	104			
Izberite dva dejavnika, ki bi:						
Obveznice bi morale imeti nominalno (osnovno) vrednost največ 100 EUR, da bi lahko vsakomesečno vlagal prihranke v njih.	Between Groups	,254	2	,127	1,472	,234
	Within Groups	8,794	102	,086		
	Total	9,048	104			
Izberite dva dejavnika, ki bi:						
Trg obveznic v Sloveniji bi moral biti bolj likviden, tako da bi zagotovo lahko takoj prodal obveznice, ko bi denar potreboval.	Between Groups	1,027	2	,514	2,110	,126
	Within Groups	24,821	102	,243		
	Total	25,848	104			

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Spol:	Between Groups	1,476	2	,738	3,047	,052
	Within Groups	24,714	102	,242		
	Total	26,190	104			
Kakšna je vaša najvišja dosežena izobrazba?	Between Groups	,482	2	,241	,205	,815
	Within Groups	119,746	102	1,174		
	Total	120,229	104			
V katero starostno kategorijo spadate?	Between Groups	,653	2	,326	,396	,674
	Within Groups	84,147	102	,825		
	Total	84,800	104			
Povprečno koliko denarja mesečno vam uspe privarčevati?	Between Groups	,690	2	,345	,130	,878
	Within Groups	270,358	102	2,651		
	Total	271,048	104			

PRILOGA 15: REZULTATI STATISTIČNIH OBDELAV ZA SKUPINO KONSERVATIVNIH, URAVNOTEŽENIH IN AGRESIVNIH VARČEVALCEV

Slika 9: Funkcija frekvencij v SPSS za konservativne varčevalce

[DataSet2] D:\Magistrska naloga\Podatki za obdelavo ankete\konservativni (2).sav

Statistics													
		Ocenite, koliko poznate obveznice kot instrument varčevanja (kakšnih vrst izplačili smo deležni pri obveznicah, kakšni so povprečni donosi, kakšne vrste obveznic obstajajo, stroški nakupa in hranjenja, kako lahko kupim in prodam obveznico, ipd.)-			Izberite enega izmed naslednjih odgovorov.	Izberite enega izmed naslednjih odgovorov.	Spol:	Kakšna je vaša najvišja dosežena izobrazba?	V katero starostno kategorijo spadate?	Povprečno koliko denarja mesečno vam uspe privarčevati?	Naslednje trditve se nanašajo: O različnih oblikah varčevanja (v smislu vlaganja denarja) imam veliko znanja.	Naslednje trditve se nanašajo: Privarčevani denar želim vedno, kar najboljše naložiti, zato se pogosto sam/a informiram o različnih možnostih naložb denarja.	Naslednje trditve se nanašajo: Naložba denarja v obveznice je vredna zaupanja.
N	Valid	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55
	Missing	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Mean		2,87	1,89	1,42	1,47	1,64	4,89	2,25	3,02	2,07	2,96	2,87	
Median		3,00	2,00	1,00	1,00	2,00	5,00	2,00	3,00	2,00	3,00	3,00	
Mode		3	2	1	1	2	4	2	2	2	4	3	
Std. Deviation		1,106	,762	,599	,663	,485	1,133	,947	1,569	,836	1,122	,747	
Sum		158	104	78	81	90	269	124	166	114	163	158	

Slika 10: Funkcija frekvencij v SPSS za uravnotežene varčevalce

[DataSet3] D:\Magistrska naloga\Podatki za obdelavo ankete\uravnoteženi pravi.sav

Statistics													
		Ocenite, koliko poznate obveznice kot instrument varčevanja (kakšnih vrst izplačili smo deležni pri obveznicah, kakšni so povprečni donosi, kakšne vrste obveznic obstajajo, stroški nakupa in hranjenja, kako lahko kupim in prodam obveznico, ipd.)-			Izberite enega izmed naslednjih odgovorov.	Izberite enega izmed naslednjih odgovorov.	Spol:	Kakšna je vaša najvišja dosežena izobrazba?	V katero starostno kategorijo spadate?	Povprečno koliko denarja mesečno vam uspe privarčevati?	Naslednje trditve se nanašajo: O različnih oblikah varčevanja (v smislu vlaganja denarja) imam veliko znanja.	Naslednje trditve se nanašajo: Privarčevani denar želim vedno, kar najboljše naložiti, zato se pogosto sam/a informiram o različnih možnostih naložb denarja.	Naslednje trditve se nanašajo: Naložba denarja v obveznice je vredna zaupanja.
N	Valid	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21
	Missing	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Mean		2,62	2,19	2,00	1,95	1,38	5,05	2,05	3,19	2,33	3,00	3,43	
Median		3,00	2,00	2,00	2,00	1,00	6,00	2,00	3,00	2,00	3,00	3,00	
Mode		2	2	2	1 ^a	1	6	1	3	2	3	3 ^a	
Std. Deviation		,669	,750	1,000	,973	,498	1,024	,973	1,504	,730	,949	,598	
Sum		55	46	42	41	29	106	43	67	49	63	72	

a. Multiple modes exist. The smallest value is shown

Slika 11: Funkcija frequencies v SPSS za agresivne varčevalce

[DataSet1] D:\Magistrska naloga\Podatki za obdelavo ankete\agresivni.sav

Statistics

		Ocenite, koliko poznate obveznice kot instrument varčevanja (kakšnih vrst izplačili smo deležni pri obveznicah, kakšni so povprečni donosi, kakšne vrste obveznic obstajajo, stroški nakupa in hranjenja, kako lahko kupim in prodam obveznico, ipd.)	Izberite enega izmed naslednjih odgovorov.	Izberite enega izmed naslednjih odgovorov.	Spol:	Kakšna je vaša najvišja dosežena izobrazba?	V katero starostno kategorijo spadate?	Povprečno koliko denarja mesečno vam uspe privarčevati?	Naslednje trdite se nanašajo: O različnih oblikah varčevanja (v smislu vlaganja denarja) imam veliko znanja.	Naslednje trdite se nanašajo: Privarčevani denar želim vedno, kar najbolje naložiti, zato se pogosto sam/a informiram o različnih možnostih naložb denarja.	Naslednje trdite se nanašajo: Naložba denarja v vredna zaupanja.
N	Valid	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29
	Missing	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Mean		3,55	2,38	1,62	2,00	1,41	4,86	2,21	3,17	2,69	3,52
Median		4,00	2,00	1,00	2,00	1,00	5,00	2,00	3,00	3,00	4,00
Mode		3 ^a	2	1	1	1	4 ^a	2	1	2	4
Std. Deviation		1,021	,942	,820	1,035	,501	1,026	,774	1,814	1,039	1,022
Sum		103	69	47	58	41	141	64	92	78	102

a. Multiple modes exist. The smallest value is shown

PRILOGA 16: PRIKAZ DEJAVNIKOV V SPSS, KI BI NAJPOMEMBNEJE VPLIVALI NA VIŠJO STOPNJO VARČEVANJA V OBVEZNICAH V SLOVENIJI

Slika 12: SPSS izpis analize dejavnikov, ki bi najpomembneje vplivali na višjo stopnjo varčevanja v obveznicah v Sloveniji

Statistics

		Izberite dva dejavnika, ki bi: Na najmanj tvegane obveznice (državne) bi moral dobiti letno realno vsaj 0,5 odstotne točke več obresti kot pri vezavi denarja na banki.	Izberite dva dejavnika, ki bi: Obresti, prejete iz obveznic, bi morale biti do skupne višine 1000 EUR letno neobdavčene, tako kot to velja za bančne depozite.	Izberite dva dejavnika, ki bi: Strokovnjak bi me moral vzpodbuditi in mi nuditi brezplačno izobraževanje o obveznicah.	Izberite dva dejavnika, ki bi: V medijih bi moral večkrat zaslediti oglaševanje za varčevanje v obveznicah.	Izberite dva dejavnika, ki bi: Obveznice bi morale imeti nominalno (osnovno) vrednost največ 100 EUR, da bi lahko vsakomesečno vlagal prihranke v njih.	Izberite dva dejavnika, ki bi: Trg obveznic v Sloveniji bi moral biti bolj likviden, tako da bi zagotovo lahko takoj prodal obveznice, ko bi denar potreboval.
N	Valid	105	105	105	105	105	105
	Missing	0	0	0	0	0	0
Sum		55	24	41	19	17	46

PRILOGA 17: DEJAVNIKI, KI BI NAJPOMEMBNEJE VPLIVALI NA VIŠJO STOPNJO VARČEVANJA V OBVEZNICAH S STRANI SLOVENCEV, GLEDANO PO SKUPINAH KONSERVATIVNIH, URAVNOTEŽENIH IN AGRESIVNIH SLOVENSКИH VARČEVALCEV

Slika 13: Dejavniki, ki bi najpomembneje vplivali na višjo stopnjo varčevanja v obveznicah s strani konservativnih slovenskih varčevalcev

[DataSet2] D:\Magistrska naloga\Podatki za obdelavo ankete\konservativni (2).sav

Statistics

		Izberite dva dejavnika, ki bi: Na najmanj tvegane obveznice (državne) bi moral dobiti letno realno vsaj 0,5 odstotne točke več obresti kot pri vezavi denarja na banki.	Izberite dva dejavnika, ki bi: Obresti, prejete iz obveznic, bi morale biti do skupne višine 1000 EUR letno neobdavčene, tako kot to velja za bančne depozite.	Izberite dva dejavnika, ki bi: Strokovnjak bi me moral vzpodbuditi in mi nuditi brezplačno izobraževanje o obveznicah.	Izberite dva dejavnika, ki bi: V medijih bi moral večkrat zaslediti oglaševanje za varčevanje v obveznicah.	Izberite dva dejavnika, ki bi: Obveznice bi morale imeti nominalno (osnovno) vrednost največ 100 EUR, da bi lahko vsakomesečno vlagal prihranke v njih.	Izberite dva dejavnika, ki bi: Trg obveznic v Sloveniji bi moral biti bolj likviden, tako da bi zagotovo lahko takoj prodal obveznice, ko bi denar potreboval.
N	Valid	55	55	55	55	55	55
	Missing	0	0	0	0	0	0
Sum		33	11	22	11	9	19

Slika 14: Dejavniki, ki bi najpomembneje vplivali na višjo stopnjo varčevanja v obveznicah s strani konservativnih slovenskih varčevalcev

[DataSet3] D:\Magistrska naloga\Podatki za obdelavo ankete\uravnoteženi pravi.sav

Statistics

		Izberite dva dejavnika, ki bi: Na najmanj tvegane obveznice (državne) bi moral dobiti letno realno vsaj 0,5 odstotne točke več obresti kot pri vezavi denarja na banki.	Izberite dva dejavnika, ki bi: Obresti, prejete iz obveznic, bi morale biti do skupne višine 1000 EUR letno neobdavčene, tako kot to velja za bančne depozite.	Izberite dva dejavnika, ki bi: Strokovnjak bi me moral vzpodbuditi in mi nuditi brezplačno izobraževanje o obveznicah.	Izberite dva dejavnika, ki bi: V medijih bi moral večkrat zaslediti oglaševanje za varčevanje v obveznicah.	Izberite dva dejavnika, ki bi: Obveznice bi morale imeti nominalno (osnovno) vrednost največ 100 EUR, da bi lahko vsakomesečno vlagal prihranke v njih.	Izberite dva dejavnika, ki bi: Trg obveznic v Sloveniji bi moral biti bolj likviden, tako da bi zagotovo lahko takoj prodal obveznice, ko bi denar potreboval.
N	Valid	21	21	21	21	21	21
	Missing	0	0	0	0	0	0
Sum		10	3	8	4	4	12

Slika 15: Dejavniki, ki bi najpomembneje vplivali na višjo stopnjo varčevanja v obveznicah s strani agresivnih slovenskih varčevalcev

[DataSet1] D:\Magistrska naloga\Podatki za obdelavo ankete\agresivni.sav

Statistics

		Izberite dva dejavnika, ki bi: Vložiti denar v obveznice bi moralo biti tako enostavno in dostopno kot vezava denarja v banki.	Izberite dva dejavnika, ki bi: Na najmanj tvegane obveznice (državne) bi moral dobiti letno realno vsaj 0,5 odstotne točke več obresti kot pri vezavi denarja na banki.	Izberite dva dejavnika, ki bi: Obresti, prejete iz obveznic, bi morale biti do skupne višine 1000 EUR letno neobdavčene, tako kot to velja za bančne depozite.	Izberite dva dejavnika, ki bi: Strokovnjak bi me moral vzpodbuditi in mi nuditi brezplačno izobraževanje o obveznicah.	Izberite dva dejavnika, ki bi: V medijih bi moral večkrat zaslediti oglaševanje za varčevanje v obveznicah.	Izberite dva dejavnika, ki bi: Obveznice bi morale imeti nominalno (osnovno) vrednost največ 100 EUR, da bi lahko vsakomesečno vlagal prihranke v njih.	Izberite dva dejavnika, ki bi: Trg obveznic v Sloveniji bi moral biti bolj likviden, tako da bi zagotovo lahko takoj prodal obveznice, ko bi denar potreboval.
N	Valid	29	29	29	29	29	29	29
	Missing	0	0	0	0	0	0	0
Sum		12	10	11	4	4	4	15