

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA VLAGANJA SLOVENSКИH VLAGATELJEV
NA TUJE BORZE VREDNOSTNIH PAPIRJEV**

MATJAŽ NIDORFER

Ljubljana, september 2004

IZJAVA

Študent Matjaž Nidorfer izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Silve Deželan, in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

Ljubljana, september 2004

Podpis: _____

KAZALO

1	UVOD	1
1.1	OPREDELITEV PROBLEMA	1
1.2	NAMEN IN CILJ MAGISTRSKEGA DELA	2
1.3	METODE DELA	3
1.4	ZASNOVA DELA	3
2	VLAGANJE V VREDNOSTNE PAPIRJE	4
2.1	ODLOČITVE PRI NAKUPU VREDNOSTNIH PAPIRJEV	5
2.2	NAČELA VLAGANJA V VREDNOSTNE PAPIRJE	9
3	TRGOVANJE Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI PREKO BORZE	10
3.1	VRSTE BORZ	11
3.1.1	Anglosaški tip borze	11
3.1.2	Evropski tip borze	13
3.2	PONUDBA IN POVPRASEVANJE PO DELNICAH NA LJUBLJANSKI BORZI	14
4	VLAGANJE NA TUJE BORZE	16
4.1	PREDNOSTI IN SLABOSTI VLAGANJA NA TUJE BORZE	17
4.1.1	Prednosti vlaganja na tuje borze	18
4.1.2	Slabosti vlaganja na tuje trge	19
4.2	VPLIV SPREMEMBE SLOV. ZAKONODAJE NA VLAGANJE V TUJE VREDNOSTNE PAPIRJE	20
4.3	OBSEG NALOŽB SLOVENSКИH VLAGATELJEV V TUJINI	21
4.4	TRGOVANJE SLOVENSКИH VLAGATELJEV NA TUJIH BORZAH	22
4.4.1	Načini trgovanja v tujini z vidika slovenskih vlagateljev	23
4.5	SPLETNO BORZNO POSREDNIŠTVO	25
4.5.1	Prednosti spletnega borznega posredništva	26
4.5.2	Nevarnosti spletnega borznega posredništva	28
4.5.3	Stroški vlaganja preko tujih spletnih ponudnikov	29
4.6	BORZNA NAROČILA NA TUJIH BORZAH	31
4.6.1	Vrste borznih naročil	31
4.6.2	Veljavnost naročil	33
4.6.3	Vrsta računa	33
4.7	VRSTE NALOŽB NA TUJIH BORZAH	33
4.7.1	Vzajemni skladi	34
4.7.2	Hedge skladi	37
4.7.3	Indeksne delnice (ang. Exchange Traded Funds – ETF)	38
5	ANALIZA DEJAVNIKOV, KI VPLIVAJO NA CENE VREDNOSTNIH PAPIRJEV	40
5.1	TEHNIČNA ANALIZA	40
5.2	TEMELJNA ANALIZA	41

5.2.1	Analiza okolja na podlagi gospodarskih ciklov	43
5.2.2	Analiza panoge in podjetja	46
5.3	MODERNA PREMOŽENJSKA TEORIJA	48
5.4	NAČELA CILJNEGA INVESTIRANJA	48
6	UVOD V RAZISKAVO	49
6.1	VZOREC IN METODOLOGIJA	50
6.2	PREDNOSTI IN SLABOSTI OZ. OMEJITVE IZBRANE METODOLOGIJE VZORČENJA	51
7	REZULTATI RAZISKAVE	52
7.1	LASTNOSTI ANKETIRANCEV	52
7.1.1	Borznoposredniške hiše in banke	52
7.1.2	Neposredni vlagatelji	55
7.2	RAZLOGI ZA VLAGANJE V TUJE VREDNOSTNE PAPIRJE	57
7.2.1	Borznoposredniške hiše in banke	57
7.2.2	Neposredni vlagatelji	58
7.3	RAZLOGI ZA NEPOSREDNO VLAGANJE V TUJINO	59
7.3.1	Borznoposredniške hiše in banke	60
7.3.2	Neposredni vlagatelji	60
7.4	VREDNOSTI IN RAZPRŠITEV PREMOŽENJA	61
7.4.1	Borznoposredniške hiše in banke	61
7.4.2	Neposredni vlagatelji	63
7.5	RAZPRŠITEV PREMOŽENJA PO DRŽAVAH	64
7.5.1	Borznoposredniške hiše in banke	64
7.5.2	Neposredni vlagatelji	65
7.6	RAZLOGI ZA VLAGANJE NA DOLOČENE TRGE	65
7.6.1	Trgi z največjo prisotnostjo slovenskih vlagateljev	66
7.6.2	Trgi z najnižjim deležem premoženja	68
7.7	POSREDNIKI NA TUJIH TRGIH	71
7.7.1	Posredniki za nemški trg vrednostnih papirjev	71
7.7.2	Posredniki na amerškem trgu	72
7.7.3	Posredniki na britanskem trgu	73
7.7.4	Posredniki na francoskem trgu	74
7.7.5	Posredniki na japonskem trgu in na trgih nekdanje Jugoslavije	74
7.8	VPLIVI NA NAKUP DELNIC	75
7.8.1	Borznoposredniške hiše in banke	75
7.8.2	Neposredni vlagatelji	77
7.9	VIRI INFORMACIJ	80
7.9.1	Borznoposredniške hiše in banke	80
7.9.2	Neposredni vlagatelji	82
7.10	DONOSNOST NALOŽB V LETU 2003	83
8	POVZETEK REZULTATOV RAZISKAVE	85
9	SKLEP	88

10 LITERATURA	91
11 VIRI	94
PRILOGA	1
Priloga 1: SLOVAR TUJIH IZRAZOV	3
Priloga 2: IZBRANE SVETOVNE BORZE, NJIHOVE DRŽAVE IN SPLETNI NASLOVI	3
Priloga 3: ANKETNI VPRAŠALNIK ZA BORZNOPOSREDNIŠKE HIŠE IN BANKE	4
Priloga 4: ANKETNI VPRAŠALNIK ZA NEPOSREDNE VLAGATELJE	7

KAZALO SLIK

Slika 1: Vrednosti premoženja v vzajemnih skladih v letih 1997–2004 (v milijardah SIT)	16
Slika 2: Obseg naložb slovenskih rezidentov v tujih vrednostnih papirjih v letih od 1999 do prvega polletja 2003 (v milijardah SIT)	21

KAZALO TABEL

Tabela 1: Gibanje števila vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi v letih 2001–2003	15
Tabela 2: Primerjava stroškov posredovanja slovenskih posrednikov med različnimi možnostmi investiranja v ameriške vrednostne papirje maja 2004	25
Tabela 3: Primerjava ponudbe nekaterih tujih spletnih borznih posrednikov konec leta 2003 (v USD)	30
Tabela 4: Primerjava značilnosti vzajemnih in t. i. hedge skladov	38
Tabela 5: Seznam borznoposr. hiš in bank ter leto začetka njihovega posredovanja na tujih trgih	53
Tabela 6: Št. BPH in bank, ki so ponujale posredovanje v tujini v pos. letih obd. od 1999 do 2003	54
Tabela 7: Število zaposlenih, ki so se v času anketiranja ukvarjali izključno z vlaganji na tuje trge	54
Tabela 8: Število anketiranih neposrednih vlagateljev na tuje borzne trge po posameznih letih	56
Tabela 9: Čas, ki ga vlagatelji dnevno porabijo za vlaganje na tuje trge	56
Tabela 10: Povprečne ocene posameznih razlogov za selitev storitev BPH in bank v tujino	57
Tabela 11: Povpr. ocene posam. razlogov za vlaganje na tuje borze z vidika neposr. vlagateljev	58
Tabela 12: Primerjava povprečnih ocen razlogov za neposredno vlaganje v tujino s strani BPH oziroma bank in neposrednih vlagateljev	61
Tabela 13: Vrednost naložb strank slovenskih BPH in bank v tujih vrednostnih papirjih in deleži posameznih vrednostnih papirjev januarja 2004	62
Tabela 14: Porazdelitev analiziranih vlagateljev glede na vrednost premoženja v tujini	63
Tabela 15: Geografska razpršitev premoženja vlagateljev, ki v tujino vlagajo preko slovenskih BPH in bank, ter premoženje neposrednih vlagateljev	65
Tabela 16: Razlogi za vlaganje na nemški trg	67

Tabela 17: Razlogi za trgovanje na ameriškem trgu _____	67
Tabela 18: Razlogi za trgovanje na trgih nekdanje Jugoslavije _____	68
Tabela 19: Razlogi za majhen delež premoženja na japonskem trgu _____	69
Tabela 20: Razlogi za majhen delež premoženja na trgih nekdanje Jugoslavije _____	69
Tabela 21: Razlogi za majhen delež premoženja na trgih ZDA _____	70
Tabela 22: Število slovenskih BPH oziroma bank in neposrednih vlagateljev, ki uporabljajo storitve različnih borznih posrednikov na nemškem trgu _____	72
Tabela 23: Število slovenskih BPH oziroma bank in neposrednih vlagateljev, ki uporabljajo storitve različnih borznih posrednikov na ameriškem trgu _____	73
Tabela 24: Število slovenskih BPH oziroma bank in neposrednih vlagateljev, ki uporabljajo storitve različnih borznih posrednikov na britanskem trgu _____	73
Tabela 25: Število slovenskih BPH oziroma bank in neposrednih vlagateljev, ki uporabljajo storitve različnih borznih posrednikov na francoskem trgu _____	74
Tabela 26: Pomembnost posameznih dej. pri nakupu ali prodaji tujih delnic za BPH oziroma banke_	76
Tabela 27: Ocena pomembnosti posameznega dejavnika izdajatelja delnic na nakupno ali prodajno odločitev pri BPH in bankah _____	77
Tabela 28: Pomembnost posameznih dej. pri nakupu ali prodaji delnic za neposredne vlagatelje ____	78
Tabela 29: Vplivi različnih dejavnikov pri odločitvah o nakupu ali prodaji delnic izbranih individualnih nizozemskih vlagateljev v letu 1999 _____	79
Tabela 30: Ocena pomembnosti posameznega dejavnika na nakupno ali prodajno odločitev pri neposrednih vlagateljih _____	80
Tabela 31: Viri informacij in delež BPH in bank, ki jih uporabljajo pri odločanju o nakupu in prodaji vrednostnih papirjev _____	81
Tabela 32: Najbolj zanesljivi viri informacij in delež BPH ter bank, ki jim najbolj zaupajo pri odločanju o nakupu in prodaji vrednostnih papirjev _____	81
Tabela 33: Viri informacij in delež neposrednih vlagateljev, ki jih uporabljajo pri odločanju o nakupu in prodaji vrednostnih papirjev _____	82
Tabela 34: Viri informacij, ki jim neposredni vlagatelji najbolj zaupajo pri odločanju o nakupu in prodaji vrednostnih papirjev _____	83
Tabela 35: Povprečna letna donosnost strank, ki so vlagale preko BPH in bank v letu 2003 _____	84
Tabela 36: Povprečna donosnost neposrednih vlagateljev na tujih borzah v letu 2003 _____	84

1 UVOD

1.1 OPREDELITEV PROBLEMA

Število podjetij, ki kotirajo na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev, se zadnja leta zmanjšuje, s tem pa se zmanjšuje tudi ponudba delnic. Na strani povpraševanja je drugače. Povpraševanje po vrednostnih papirjih se povečuje iz več razlogov. Eden izmed njih je odliv denarja iz bank na borzo zaradi zniževanja pasivnih obrestnih mer. Varčevanje v bankah, ki je alternativa borznim naložbam, se zadnja leta zmanjšuje. Drugi razlog je pokojninska reforma, ki predvideva znižanje od države zajamčenih pokojnin in sili prebivalstvo k raznim dodatnim oblikam varčevanja. Svoje so v zadnjem obdobju dodali še nekateri prevzemi slovenskih podjetij s strani tujcev, na primer Leka, ki so pomenili še dodatni pritek svežega denarja na slovenski borzni trg.

V prihodnje bodo pritiski na strani povpraševanja po vrednostnih papirjih verjetno še večji, saj se ob vstopu Slovenije v Evropsko unijo povečuje zanimanje za slovenska podjetja. Poleg tega je po novem kar 150.000 zaposlenih v javnem sektorju namesto revalorizacije plače z inflacijo deležnih dodatnega pokojninskega zavarovanja, kar pomeni, da bo šel pomemben del denarja iz porabe v varčevanje. Letos poleti se je sprostil tudi denar, privarčevan v nacionalni varčevalni shemi. Ankete Stanovanjskega sklada Republike Slovenije kažejo, da vsi, ki varčujejo v nacionalni varčevalni shemi, ne bodo kupili stanovanj, kar pomeni, da bo šel del denarja v porabo ali v nadaljnje varčevanje, s čimer se bo povpraševanje po vrednostnih papirjih v prihodnje tudi zaradi tega najbrž še povečevalo.

Omejena ponudba vrednostnih papirjev in povečan pritek svežega denarja na borzo že dve leti povzročata velike pritiske na cene delnic in posledično rekordne višine delniških indeksov na Ljubljanski borzi. Toda v nedogled to ne more trajati, saj zgodovinske izkušnje pravijo, da ima vsaka borza svoje vzpone in padce. Izkušeni vlagatelji se tega zavedajo, zato so že začeli svoje prihranke prenašati iz domačih vrednostnih papirjev na tuje borze. Podatki kažejo, da se ta dejavnost iz leta v leto povečuje. To je omogočila tudi zakonodaja, ki je v minulih letih postopoma sprostila omejitve pri trgovanju s tujimi vrednostnimi papirji.

V prihodnje je pričakovati še intenzivnejše povečevanje vlaganja v tujino. Poleg manjših vlagateljev so se v tujino začeli ozirati tudi vzajemni skladi, ki v Sloveniji postajajo tako kot drugod po svetu ena najbolj priljubljenih oblik varčevanja. Do leta 2003 so bili vzajemni skladi pri vlaganju v tujino omejeni z zakonodajo, saj jim ni

dovoljevala, da bi imeli v tujini naloženega več kot deset odstotkov svojega premoženja. Leta 2003 pa se je to spremenilo.

1.2 NAMEN IN CILJ MAGISTRSKEGA DELA

Namen pričujočega magistrskega dela je prikazati proces vlaganja na tuje borze z vidika slovenskega vlagatelja. Preverja se hipoteza, da sta v Sloveniji ponudba in povpraševanje na Ljubljanski borzi neusklajena, posledica je povečevanje vlaganja slovenskih vlagateljev na tuje borze. Namen magistrskega dela je tudi predstaviti, koliko so slovenski vlagatelji na tujih borznih trgih že prisotni, na katere trge vlagajo, katere vrednostne papirje kupujejo, ali vlagajo preko domačih ali preko tujih posrednikov in podobno.

V teoretičnem delu magistrsko delo predstavlja vlaganje v vrednostne papirje nasploh, delovanje in organizacijo borze, razne oblike tujih borz vrednostnih papirjev, ponudbo vrednostnih papirjev na tujih borzah, tuje ponudnike borzoposredniških storitev in primerjavo z domačimi posredniki, načine vzpostavljanja stikov slovenskih vlagateljev s tujimi kapitalskimi trgi. Magistrsko delo tudi pojasnjuje razmerja med različnimi oblikami naložb na tujih trgih z vidika tveganja in donosnosti ter razne vplive na vrednosti vrednostnih papirjev, kot so gospodarski cikli, dogajanja v panogah in poslovanje podjetij.

V praktičnem delu naloge se magistrsko delo osredotoča na slovenske vlagatelje, ki so že prisotni na tujih kapitalskih trgih. S pomočjo analize anketnih vprašalnikov ugotavlja, koliko in kako slovenski vlagatelji že vlagajo na tuje borze. Zakaj nekateri slovenski vlagatelji na tuje trge vlagajo preko slovenskih borzoposredniških hiš, drugi pa neposredno preko tujih spletnih posrednikov? Magistrsko delo tudi ugotavlja razliko med stroški vlaganja preko enih in drugih, koliko slovenskih BPH in bank že ponuja storitve vlaganja na tuje trge in v kakšni razvojni fazi so pri oblikovanju svojih oddelkov za vlaganje na tuje trge.

Cilj magistrskega dela je v teoretičnem delu predstaviti najpomembnejše informacije, ki jih slovenski vlagatelji potrebujejo za to, da lahko s teoretičnega vidika varno vstopajo na tuje kapitalske trge. V praktičnem delu pa magistrsko delo z analizo slovenskih vlagateljev na tujih trgih podaja celovito informacijo o že obstoječem dejanskem stanju slovenskih vlagateljev na tujih borzah in njihovih navadah pri vlaganju v tujini. Na ta način je cilj podati čim več koristnih informacij in izkušenj obstoječih vlagateljev tistim vlagateljem, ki se na te trge šele odpravljajo.

1.3 METODE DELA

Magistrsko delo je zasnovano tako, da vključuje strokovno poglobitev in analitično raziskovalno raven. Pri izdelavi so vključene različne metode proučevanja. Pri proučevanju literature so uporabljene predvsem metode, ki se nanašajo na zbiranje in iskanje ter študij strokovne literature s področij, ki obravnavajo vlaganje denarja na borze.

Pri analizi slovenskih vlagateljev, ki vlagajo na tuje borze, je uporabljena metoda anketiranja vlagateljev. Opravljene so bile ankete med dvema skupinama anketirancev. Prva skupina anketirancev so bile slovenske borznoposredniške hiše in banke, preko katerih slovenski vlagatelji vlagajo v tujino. Druga skupina anketirancev zajema samostojne vlagatelje, ki trgujejo neposredno preko tujih spletnih borznih posrednikov. Obe raziskavi skupaj dajeta celovito sliko o trenutnem stanju slovenskega vlaganja na tuje trge.

1.4 ZASNOVA DELA

V uvodu so predstavljeni problematika, namen in cilji magistrskega dela. Opisane so uporabljene metode in sama zasnova dela.

V drugem poglavju je opredeljeno vlaganje v vrednostne papirje, primerjava slovenskih vlagateljev s tujimi, odločitve, ki so pomembne pri trgovanju z vrednostnimi papirji. Opisan je postopek, ki naj bi ga proučil vsak vlagatelj, preden se odloči za nakup vrednostnih papirjev, ter načela, ki veljajo pri borznem vlaganju.

V tretjem poglavju magistrsko delo predstavlja različne tipe borz. Primerja anglosaški in evropski tip borze in podrobneje predstavlja njihove predstavnike. Osredotoča se na tiste, kjer so slovenski vlagatelji najbolj prisotni. To sta poleg slovenske še ameriška in nemška borza. Nadalje prikazuje dogajanja na slovenski borzi in ugotavlja razloge, zakaj slovenski vlagatelji čedalje več svojega premoženja vlagajo na tuje borze.

V četrtem poglavju se magistrsko delo osredotoča na vlaganje na tuje borze. Predstavlja prednosti in slabosti vlaganja na tuje borze. Opisuje slovensko zakonodajo, ki se je spremenila in po novem slovenskim vlagateljem dopušča možnost trgovanja na tujih borzah. Nadalje prikazuje obseg naložb, ki jih že imajo slovenski vlagatelji na tujih borzah, in različne načine, ki jih imajo na voljo slovenski

vlagatelji za trgovanja na tujih borzah ter z njimi povezane stroške. Posebno pozornost poglavje namenja spletnemu trgovanju, ki je v svetu v izjemnem vzponu, in je zato podobne trende pričakovati tudi v Sloveniji. Na koncu poglavja so predstavljene tudi različne oblike vrednostnih papirjev, ki so na voljo v tujini, in posebej predstavljene predvsem tiste, ki so v Sloveniji manj znane.

V petem poglavju magistrsko delo predstavlja analizo dejavnikov, ki vplivajo na cene vrednostnih papirjev. Predstavlja tehnično in fundamentalno analizo. Podrobneje prikazuje tudi postopek, ki je potreben pred nakupom vrednostnih papirjev. Od analize celotnega gospodarstva do panoge in konkretnega podjetja.

Šesto poglavje je namenjeno empirični raziskavi, ki temelji na teoretičnih osnovah podanih v predhodnih poglavjih. Prikazani so rezultati raziskave med borznoposredniškimi hišami in bankami, preko katerih slovenski vlagatelji že vlagajo na tuje borze, in rezultati raziskave med neposrednimi vlagatelji, ki na tuje borzne trge vlagajo preko tujih spletnih posrednikov. Cilj raziskave je ugotoviti obstoječe dejansko stanje slovenskih vlagateljev na tujih borzah in njihove navade pri vlaganju v tujini.

Magistrsko delo se zaključuje s sklepi in ugotovitvami. Na koncu je podan še pregled uporabljene literature in virov, dodane pa so tudi ustrezne priloge.

2 VLAGANJE V VREDNOSTNE PAPIRJE

Slovenci smo pri plemenitenju prihrankov verjetno še precej neuki. Prihranke še vedno plemenitimo predvsem v bančnih vlogah, na druge naložbene možnosti pa pomislimo le redkokdaj. To pa pomeni, da se večina prebivalstva odreka možnosti, da prihranke dodatno oplemeniti (Kleindienst, 2001a, str. 18).

Raziskava varčevalnih navad slovenskih gospodinjstev, ki jo je opravil mednarodni center Central & Eastern European Privatization Network (CEEPN), je namreč pokazala, da je leta 1999 v vrednostnih papirjih varčevalo le slabih 5 odstotkov slovenskih gospodinjstev, če izvzamemo tiste, ki so dobili delnice iz privatizacije.

V razvitejših državah z dolgoletno tradicijo borzništva, ki se jim Slovenija približuje, pa so navade varčevalcev drugačne. Precejšen del prebivalstva prihranke plemeniti v delnicah. Najnaprednejši so pri tem Američani, saj so imela tamkajšnja gospodinjstva že leta 1999 v delnicah v povprečju kar 32 odstotkov premoženja. Evropa pri tem nekoliko zaostaja, toda tudi za konzervativne države, kot sta Nemčija in Avstrija, velja, da se je število delničarjev v zadnjem desetletju za nekajkrat povečalo. Očitno tudi evropsko prebivalstvo spoznava, da so delnice dolgoročno najdonosnejša

naložba. Statistika namreč kaže, da so delnice v zadnjih 30 letih na najpomembnejših trgih kapitala na svetu investitorjem prinesle od 12- do 13-odstotno letno donosnost v ameriških dolarjih, kar je precej več od naložb v obveznice ali druge dolžniške finančne instrumente. Pričakovati je, da bodo omenjeni donosi pritegnili k delnicam tudi slovenske varčevalce. Spremembe v tej smeri so bile opazne že med letoma 1999 in 2001, ko je bila opravljena druga raziskava med slovenski varčevalci – Varčevalne navade in mnenja slovenskih investitorjev 2001 –, ki je ugotovila, da je bilo v Sloveniji pri nakupu ali prodaji delnic ali obveznic bolj aktivnih že več varčevalcev kot leta 1999. Med letoma 1999 in 2001 je namreč delnice ali obveznice kupilo od 2- do 5-krat že 21,2 odstotka vprašanih.¹

2.1 ODLOČITVE PRI NAKUPU VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Prvi in najpomembnejši vzrok za vlaganje v vrednostne papirje je ustvarjanje pozitivnih donosov (kapitalski dobički, dividende, obresti), pri čemer mora investitor upoštevati določena tveganja (npr. da so delnice v povprečju bolj tvegan vrednostni papir kot obveznice).

Preden se vlagatelj odloči za kakršnokoli finančno naložbo, si mora najprej pripraviti dolgoročni finančni načrt: bodisi, da je to varčevanje za otrokov študij, za starost, za večji nakup ali želja po hitrem zaslužku. Od tega bo odvisna struktura njegovega premoženja in način udeleževanja na trgu vrednostnih papirjev.

Poleg dolgoročnih finančnih ciljev, ki si jih začrta, mora upoštevati tudi tveganje, ki spremlja naložbo, zato mora finančni načrt vsebovati različne vrste (oblike) predvidevanj – scenarijev. Optimistični scenarij, ki predvideva uresničitev vseh dejavnikov, od katerih je odvisna uspešnost naložbe (npr. tečaj delnic se bodo v naslednjem mesecu povišali v povprečju za 5 %), realen scenarij, ki temelji in je najbolj podoben sedanjemu in preteklemu stanju na finančnih trgih ter pesimističen scenarij za primer, ko lahko nepričakovani dejavniki povzročijo nenadno spremembo na finančnih trgih in s tem zmanjšanje pričakovane vrednosti naložbe.

¹ Sorazmerno velik porast aktivnejših vlagateljev je lahko posledica tudi precej različnih populacij, ki sta jih zajeli raziskavi leta 1999 in 2001. Vzorec iz leta 1999 je bil sestavljen iz naključno izbranih gospodinjstev, medtem ko je vzorec leta 2001 narejen med izbranimi fizičnimi osebami. V anketi so sodelovale osebe treh največjih delniških družb (Krke, Leka in Mercatorja) in treh največjih pooblaščenih investicijskih družb (Infond Zlat, Nacionalna finančna družba 1 in Triglav steber 1).

Vsaka oseba naj bi pred nakupom vrednostnih papirjev ustrezno odgovorila vsaj na naslednja temeljna vprašanja (Kleindienst, 2001, str. 27):

1. Špekulativno ali strateško investiranje?
2. Delnice, obveznice ali denarne rezerve?
3. Aktivni ali pasivni pristop k investiranju?
4. V koliko različnih vrednostnih papirjev investirati prihranke?
5. Investicijski sklad ali neposredno investiranje v vrednostne papirje?
6. Na katere trge kapitala investirati?

1. Špekulativno ali strateško investiranje

Uspešni špekulantje so razumni, samozavestni, a nikoli arogantni ljudje. Ves čas so v stanju pripravljenosti. Zaupajo v svoje sposobnosti in strategije trgovanja in so dojemljivi za novosti. Pogosto so to neobičajni ljudje, nekateri so zelo ekscentrični. Ko so v družbi, pogosto kršijo družbena pravila (Elder, 2002, str. 61).

Špekulativni investitor želi doseči čim višjo donosnost ob sicer visokem tveganju, ki mu namenja malo pozornosti, medtem ko strateški investitor želi ob sprejemljivem tveganju doseči dolgoročne osebne finančne cilje. Špekulativni vlagatelj tudi zelo pogosto trguje, odloča se predvsem za delnice, zato za trgovanje porabi veliko časa. Strateški vlagatelj trguje zmerno oziroma redko, za kar porabi malo časa (Kleindienst, 2001, str. 32).

Odločitev za špekulativno ali strateško investiranje je odvisna od različnih dejavnikov, med katerimi najbolj izstopata želena donosnost in tveganje. Glede na tveganje se investitorji razvrščajo v več skupin: previden investitor, zmerno previden investitor, pragmatičen investitor in k tveganju nagnjen investitor.

- **Previdnemu investitorju** je varnost naložbe primarni cilj. Tveganje mora biti minimalno.
- **Zmerno previdnemu investitorju** je prvi cilj varnost naložbe, toda drugi cilj je oplemenitenje kapitala. Vlagatelj je pripravljen sprejeti manjšo stopnjo tveganja, vendar pod pogojem, da obstaja možnost donosa naložbe.
- **Pragmatičnega investitorja** bolj skrbi varnost naložbe kot povečanje sredstev, toda želi oboje. Pripravljen je sprejeti manjšo stopnjo tveganja za večji pričakovani donos.
- **K tveganju nagnjen investitor** pa ima kot glavni cilj povečanje kapitala. Pripravljen je sprejeti višjo stopnjo tveganja za večji pričakovani donos.

2. Delnice, obveznice ali denarne rezerve?

Ena največjih napak, ki jo zagrešijo zasebni vlagatelji, je ta, da preveč časa in pozornosti namenjajo izbiri posameznih naložb, zanemarjajo pa odločitev o strateški razporeditvi premoženja. Obsežne študije, ki so jih izvedli v tujini, so pokazale, da strateška razporeditev premoženja določi kar med 90 in 95 odstotki celotne dolgoročne donosnosti in tveganja prihrankov oziroma finančnega premoženja (Kleindienst, 2001, str. 34).

Najbolj pomembno je ugotoviti vrsto naložbe v izbranem obdobju. Treba je vedeti, kdaj je čas za delnice, kdaj za obveznice, surovine in tako naprej, saj ima vsaka naložba svoj cikel. Ugotoviti, da so skladi delnic na določenem področju, na primer na Japonskem, ugodni za nakup, je po mnenju dolgoletnega in izkušenega vlagatelja na tuje trge Zlatka Turkovića 85 odstotkov naložbene odločitve, samo 15 odstotkov odločitve pa je, ali se vlagatelj odloči za sklad enega ali drugega ponudnika (Nidorfer, 2004, str. 13)

Ameriški investitor, ki je svoje premoženje razvrstil v delnice in obveznice, je v obdobju od leta 1927 do leta 1999 ustvaril višjo donosnost na enoto prevzetega tveganja kot investitorja, ki sta premoženje razporedila le v delnice ali le v obveznice. Povsem enaka ugotovitev velja za obdobje zadnjih 20 ali 40 let. Investitor je lahko v večini obdobj najugodnejšo kombinacijo tveganja dosegel v primeru, da je delež delnice znašal od 45 do 55 odstotkov celotnega premoženja (Kleindienst, 2001, str. 74).

Strateška razporeditev premoženja je odvisna od več dejavnikov, tako osebnih kot tudi zunanjih. Med osebne dejavnike se štejejo posameznikovi osebni finančni cilji, znanje in izkušnje s področja vlaganja, pripravljenost na tveganje in podobno. Med zunanje dejavnike, ki vplivajo na odločitev o različni vrsti premoženja, pa sodijo tudi zunanji dejavniki, kot so gospodarski cikli, obrestne mere in podobno. Zunanji dejavniki bodo podrobneje predstavljeni v nadaljevanju magistrskega dela.

3. Aktivni ali pasivni pristop k investiranju?

Pasivni pristop k vlaganju v vrednostne papirje je posebej primeren za manjše vlagatelje, ki imajo malo znanja o vlaganjih na trg vrednostnih papirjev. Pasivno investiranje v vrednostne papirje ima čedalje več zagovornikov tudi med profesionalnimi vlagatelji v tujini, zlasti med tistimi, ki delujejo na razvitih trgih. Tamkajšnje empirične raziskave so namreč pokazale, da so v povprečju uspešnejši tisti, ki svoje premoženje upravljajo pasivno in ga ne spreminjajo vsakodnevno, kar pogosto počnejo aktivni vlagatelji, še zlasti če se pri tem upoštevajo še transakcijski stroški, kot so denimo provizije ob nakupu ali prodaji vrednostnih papirjev.

V ZDA je bilo v zadnjih dveh desetletjih kar dve tretjini, po nekaterih raziskavah pa celo tri četrtine aktivno upravljanih investicijskih skladov manj uspešnih od pasivno upravljanih indeksnih skladov (Kleindienst, 2001, str. 88).

4. V koliko različnih vrednostnih papirjev investirati prihranke?

Študija Richarda Brealeya, finančnega profesorja na Londonski poslovni šoli, je pokazala dramatične prednosti selektivne diverzifikacije. Premoženje z enajst skrbno izbranimi in diverzificiranimi delnicami je manj tvegano kot premoženje naključno izbranih 2000 delnic (Goodman 1985, str. 23).

Investitorji, ki razporedijo svoje premoženje v več različnih vrednostnih papirjev ali delnic, s tem pomembno zmanjšajo tveganje, sploh če gre za delnice iz različnih panog, različnih držav in podobno. Za razporeditev premoženja v več delnic morajo investitorji upoštevati vsaj naslednja navodila (Kleindienst, 2001, str. 102):

- Investitor, ki na borzo vstopi z manjšimi zneski, naj bi vsaj v prvih letih premoženje plemenitil izključno v odprtih investicijskih skladih. Neposredno investiranje je primerno le za vlagatelje, ki imajo najmanj dva milijona tolarjev.
- Delež posameznih delnic v investitorjevem premoženju naj ne bi presegel 15 odstotkov premoženja. Deleži posameznih delnic naj znašajo med 8 in 12 odstotki, pri čemer naj bi imele delnice večjih podjetij nekoliko večji delež.

Za uspešno selekcijo delnic ob nakupu pa naj bi investitorji upoštevali naslednja štiri pravila (Malkiel, 1973, str. 240):

- nakupe delnic je treba omejiti na podjetja, ki imajo v zadnjih 5 letih nadpovprečno rast prihodkov, podobno pa se pričakuje tudi v prihodnje;
- nikoli se ne sme za delnico plačati več, kot je firma glede na razmere dejansko vredna (precenjenost delnice);
- kupovati je treba delnice, od katerih drugi vlagatelji v prihodnje pričakujejo visoko rast;
- trgovati je treba čim manj in obdržati donosne delnice ter prodajati delnice, ki prinašajo izgubo.

5. Investicijski sklad ali neposredno investiranje v vrednostne papirje?

Gre za odločitev, ki je odvisna od več dejavnikov. Vlagatelj se mora odločiti, ali bo premoženje sam aktivno upravljal, ali pa bo svoja investicijska sredstva vključil v investicijski sklad, za kar bo plačal določeno provizijo. V Sloveniji znaša provizija vzajemnih skladov največ tri odstotke od vplačane oziroma izplačane vrednosti. V primeru, da ima vlagatelj dovolj znanja, denarja in časa,

da sledi trendom na trgu, je najboljša odločitev za samostojno vlaganje, sicer pa je bolje denar plemenititi preko skladov, ki so tudi sicer v svetu najbolj priljubljena oblika varčevanja povprečnih vlagateljev.

6. Na katere trge kapitala investirati?

Investitor ima možnosti, da razprši premoženje na različne kapitalske trge in s tem dodatno diverzificira svoje premoženje. Slovenski investitor naj bi pri izbiri tujih trgov upošteval predvsem velikost in likvidnost trga, donosnost in tveganje, ter izbor naložb. Več o vlaganjih na tuje trge magistrsko delo prikazuje v naslednjih poglavjih.

2.2 NAČELA VLAGANJA V VREDNOSTNE PAPIRJE

Pri vlaganju v vrednostne papirje je treba upoštevati naslednja splošna načela²:

- **varnost:** načelo varnosti pri vrednostnih papirjih pomeni varnost naložbe v določen vrednostni papir in se nanaša na izdajatelja vrednostnega papirja, saj je od njegove bonitete odvisno, ali bo imetnik vrednostnega papirja prejel dogovorjen donos za svojo investicijo ali ne.
- **rentabilnost:** to načelo se nanaša tako na vrednostni papir kot na samega imetnika. Končni donos, ki ga dobi imetnik določenega vrednostnega papirja, mora biti večji, kot je bil začetni vložek v ta vrednostni papir. Večja ko je razlika v korist končnega donosa, večjo rentabilnost ima določen vrednostni papir.
- **likvidnost:** to načelo se pri vrednostnem papirju nanaša predvsem na sam vrednostni papir in pomeni, da mora biti vrednostni papir v vsakem času unovčljiv oziroma zamenljiv.

Vlaganje v vrednostne papirje je zahtevna in tvegana dejavnost. Najbolj razviti kapitalski trgi od vlagateljev zahtevajo zelo dobro teoretično znanje, ki mora biti podkrepjeno s praktičnimi izkušnjami. Vlagatelji morajo pred nakupno ali prodajno odločitvijo odgovoriti na nekatera pomembna vprašanja, od katerih je odvisna donosnost njihove naložbe v prihodnje. Zaradi številnih dejavnikov, ki vplivajo na te odločitve je priporočljivo, da to dejavnost opravljajo le najbolj usposobljeni kadri. Za tiste, ki imajo manj znanja in časa na tem področju, pa je priporočeno odločitve o nakupu in prodaji vrednostnih prepustiti pooblaščenim posrednikom.

² Povzeto po napotkih za vlaganje v vrednostne papirje na spletni strani Celjske borznoposredniške hiše. [URL: <http://www.cbh.si/default.asp?link=66&neon=6&barva=3>], 5.2.2004.

3 TRGOVANJE Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI PREKO BORZE

Trgovanje z vrednostnimi papirji najpogosteje poteka preko borze vrednostnih papirjev. Zgodovina borze ima svoje korenine v blagovni menjavi. Za ustanovitelja prve blagovne borze leta 1406 pogosto navajajo Nizozemca Van de Boursa. Njegov priimek naj bi bil celo osnova za pojem borza. Druga možnost izvora besede borza je grška beseda *byrsa* oziroma latinska *bursa*, kar pomeni mošnja. Prva mednarodna borza je nastala v Amsterdamu leta 1560. Med najstarejše borze sodi tudi londonska, ustanovljena leta 1566, in frankfurtska iz leta 1585. Poznamo več definicij borze.

Borzo vrednostnih papirjev lahko definiramo kot kraj menjave oziroma organiziran trg, kjer se srečujeta ponudba in povpraševanje po vrednostnih papirjih, torej kupci in prodajalci vrednostnih papirjev, oziroma se trguje z vrednostnimi papirji za določeno ceno, ki se imenuje tečaj (Svilan, 1990, str. 123).

Dunajski borzni strokovnjaki borzo podobno definirajo. Njihova definicija pravi, da je borza trg za vrednostne papirje, na katerem se redno in ob točno določenih urah srečujejo kupci in prodajalci, da lahko sklepajo posle z vrednostnimi papirji. Borza služi trgu kapitala kot kraj, kjer se trguje z vrednostnimi papirji in se jih na ta način tudi vrednoti.

Borza je tržišče za blago, denar in vrednostne papirje, na katerem se sklepajo posli ob sodelovanju in pod nadzorstvom pooblaščenih posrednikov, pri čemer se blago prodaja po tipu, vzorcih in po uzancah (Pretnar, 1953, str. 63).

Precej bolj se po različnih državah glede natančnosti in obsega razlikujejo zakonske definicije borze. V Sloveniji je borza vrednostnih papirjev po Zakonu o trgu vrednostnih papirjev delniška družba, ki pridobi dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za organiziranje trgovanja. Ustanovijo jo lahko le banke in borzoposredniške družbe (Čas, 2000, str. 59).

Nemški zakon o trgovanju z vrednostnimi papirji (nem. Wertpapierhandelsgesetz) definira borzo vrednostnih papirjev kot borzo, na kateri se trguje z vrednostnimi papirji in izvedenimi finančnimi instrumenti – derivati. Avstrijski zakon o trgovanju z vrednostnimi papirji (nem. Borsengesetz) pravi, da je borza vrednostnih papirjev borza, na kateri se trguje z vrednostnimi papirji, tujimi plačilnimi sredstvi, plemenitimi kovinami, opcijami in finančnimi terminskimi pogodbami, ter se na njej opravljajo tudi pomožne aktivnosti, ki so povezane z osnovno dejavnostjo. Ameriška definicija borze, ki je zapisana v Securities Exchange Act, pa definira borzo kot organizacijo, združenje ali skupino oseb, bodisi registrirano ali neregistrirano, ki ustvarja, vzdržuje

ali zagotavlja trg oziroma sredstva za povezovanje kupcev in prodajalcev vrednostnih papirjev (Čas, 2000, str. 21).

3.1 VRSTE BORZ

Poznamo dva tipa borz vrednostnih papirjev: anglosaški in evropski tip borze. Oba tipa sta podrobneje predstavljena v nadaljevanju tega poglavja.

3.1.1 ANGLOSAŠKI TIP BORZE

Anglosaški tip borze prevladuje v anglosaških državah. Borza je organizirana kot zasebna delniška družba. Teh borz država neposredno ne nadzira. Člani borze so lahko vsi, ki izpolnjujejo določene borzne pogoje, ne smejo pa biti banke. Takšne borze so npr. v Veliki Britaniji in ZDA.

Ameriške borze so z vidika vlagateljev po svetu ene najbolj priljubljenih, zato so v nadaljevanju predstavljene nekoliko podrobneje. V ZDA deluje več borz. Njujorška borza vrednostnih papirjev (NYSE), Nasdaq in Ameriška borza vrednostnih papirjev (AMEX) so po letnem prometu in tržni kapitalizaciji prve tri največje borze v ZDA. Njujorška borza vrednostnih papirjev, ki je bila ustanovljena leta 1792, je največja borza v ZDA, sodi pa tudi med največje na svetu. Svoj sedež ima v znameniti ulici Wall Street v New Yorku, kjer je tudi Amex. Nasdaq in Amex sta se leta 1998 združila, vendar oba še vedno samostojno delujeta. Amex je po številu delnic v svoji kotaciji v primerjavi z drugima dvema manj pomemben delniški trg.

Poleg Amexa, Nasdaqa in NYSE, ki veljajo za nacionalne oziroma internacionalne borze, na ameriškem trgu nastopajo še takoimenovane regionalne borze v Chicagu, Detroitu, Los Angelesu, San Franciscu in Philadelphiji (Veselinovič, 1995, str. 179).

Razlike med prvimi tremi ameriškimi borzami so predvsem v pogojih za uvrstitev v kotacijo na posamezni borzi in načinu trgovanja. Pri uvrstitvi na kotacijo na borzi ima najzahtevnejše pogoje NYSE. Delniška družba mora namreč imeti najmanj 2.000 delničarjev, vsaj milijon javnih delnic in najmanj 2,5 milijona dolarjev dobička pred obdavčitvijo (Amon, 1999, str. 29). Obe drugi borzi imata za vstop delniške družbe na trg blažje pogoje.

Borze se med sabo razlikujejo tudi po načinu trgovanja. Pri NYSE trgovanje poteka na borznem parketu v dvorani, veliki kot nogometno igrišče (3.300 m²). Na parketu

deluje okoli 3000 specialistov, posrednikov in drugega osebja. Okoli parketa je 1.500 manjših uradov. Borzni posredniki na parketu dobivajo naročila od svojih posredniških hiš po telefonu. Trgovanje je organizirano na 400 prodajnih mestih. Vsakemu od okoli 1.700 podjetij, ki kotirajo na borzi, je dodeljeno eno od teh prodajnih mest. Trgovanje na teh mestih vodijo specialisti.

NYSE ima za različne oblike vrednostnih papirjev oblikovane različne trge (za delnice, obveznice, opcije), znotraj teh pa še trge za posamezne vrste vrednostnih papirjev (Svilan, 1990, str. 127).

Tudi na Amexu poteka trgovanje na borznem parketu, vendar posredniki s svojimi posredniškimi hišami komunicirajo preko ročnih računalnikov. Povsem drugače pa trgovanje poteka na Nasdaq. Vse poteka elektronsko, preko računalnikov, zato se ta borza imenuje tudi elektronska borza. Sistem deluje tako, da se naenkrat na njem lahko trguje z 20.000 delnicami. Nasdaq je prva elektronska borza na svetu, saj je elektronsko trgovanje začela že leta 1971. Nalog za prodajo ali nakup delnic lahko borzni posrednik pošlje v izvedbo neposredno v Nasdaqov trgovalni sistem, če ima do njega dostop. V nasprotnem primeru lahko naročilo pošlje na alternativni trgovalni sistem ali takoimenovanemu vzdrževalcu trga (ang. market maker). Vsaka delnica ima okoli deset vzdrževalcev trga.³

Ameriške borze se med sabo razlikujejo tudi po tem, kako je mogoče pridobiti članstvo na borzi. Članstvo na NYSE je mogoče pridobiti s podobnimi pogoji kot na Amexu, le da so cene na NYSE zanj višje. Na NYSE je namreč število sedežev omejeno na 1.366, medtem ko se na Amexu spreminja.

Za trgovanja na Nasdaq je potrebno članstvo v NASD (The national Assotiation of Securities Dealers). Za polnopravno članstvo pa je treba izpolnjevati še druge dodatne pogoje: posredniška hiša mora posle opravljati neposredno z vlagatelji, potrebno pa je tudi priporočilo katerega izmed članov NASD.

Sama organizacija Ameriške borze vrednostnih papirjev se v bistvenih značilnostih ne razlikuje od drugih borz anglosaškega tipa. V nasprotju z evropskimi značilnostmi pa pri izvajanju borznih transakcij glavne vloge nimajo banke, temveč posebni nebančni posredniki. To je posledica Glass-Steagallovega zakona, ki depozitnim institucijam prepoveduje trgovanje z delnicami in vlaganje vanje (Clark, 1995, str. 121).

Najpomembnejši člani borze so takoimenovani specialisti, specializirani za trgovanje z enim ali več vrednostnimi papirji. Za te delnice so pravzaprav kar zadolženi, saj morajo za vzdrževanje določene ravni trga svojih delnic po potrebi na tem trgu nastopati tudi v svojem imenu in za svoj račun. Borza namreč pričakuje, da se bo v

³ Market maker je podjetje, ki kupuje ali prodaja delnice na zalogo in vzdržuje likvidnost teh delnic.

ozkem odstopanju od cene zadnje prodaje delnice vedno našel kdo, ki bo to delnico pripravljen kupiti (Fabozzi, 1992, str. 267).

3.1.2 EVROPSKI TIP BORZE

Zanj je značilno, da je pod velikim vplivom države in so glavni člani borze banke. Te borze so lahko dveh tipov: kot javne ustanove ali kot organizacije zaprtega tipa. Borzam, ki delujejo kot javne ustanove, država podela le koncesijo za delovanje, ne določa pa oblike organizacije in tudi ne načina delovanja borze. Tako delujejo borze v Franciji, Belgiji in na Nizozemskem. Borzam, ki so organizacijsko zaprtega tipa, pa država določi obliko organizacije in tudi način poslovanja. Takšne borze so vseskozi pod kontrolo države in prav tako delujejo na podlagi koncesije. Najdemo jih denimo v Nemčiji in Avstriji.

Nemška borza je z vidika slovenskih vlagateljev ena najbolj priljubljenih in tipična predstavnik evropskega tipa borze, zato je v nadaljevanju predstavljena nekoliko podrobneje. Nemško borzništvo je med najstarejšimi v Evropi, saj se je njegova zgodovina začela že leta 1585. Nemške borze so do leta 1992 spadale v okvir kontinentalnega sistema borz, za katerega je značilno, da so borze javno pravne ustanove, od takrat dalje pa so se preoblikovale v holdinški sistem delniških družb Deutsche Börse AG. Najpomembnejši udeleženci oziroma inštitucije na nemškem trgu kapitala so predvsem banke. Univerzalne banke zagotavljajo vse komercialne in investicijske bančne storitve. Banke torej v največji meri zbirajo naročila strank in jih posredujejo na borzo oziroma sklepajo posle preko računalniškega trgovalnega sistema Xetra.

Na frankfurtski borzi poteka borzno trgovanje preko treh članov borze, in sicer uradnih tečajnih mešetarjev, prostih posrednikov in bančnih posrednikov. Vrednostni papirji kotirajo na borzi v petih segmentih: v uradni kotaciji, na reguliranem trgu, na reguliranem neuradnem trgu za srednja velika podjetja, novem trgu in nereguliranem neuradnem trgu (Čas, 2000, str. 25).

K evropskemu tipu borze spada tudi **Ljubljanska borza** vrednostnih papirjev. Ta je v svoji zgodovini doživela velike spremembe. V Sloveniji je bila prva borza ustanovljena leta 1924 v Ljubljani. Glavni pobudnik in kasnejši predsednik Ljubljanske borze za blago in vrednote je bil Dragotin Hribar. Delovala je vse do druge svetovne vojne.

Decembra 1989 je bila v Ljubljani ustanovljena Jugoslovanska borza vrednostnih papirjev. Po razpadu SFRJ in nastanku samostojne Slovenije je spremenila ime v Ljubljansko borzo vrednostnih papirjev. Leto 1993 je bilo eno najpomembnejših, saj

se je takrat začelo elektronsko trgovanje in preselitev borze v lastne prostore. Decembra 1994 je bilo še zadnje trgovanje na parketu, od takrat se trguje le na elektronski način. Borzni posredniki, ki so pooblaščen za trgovanje za račune strank, sprejemajo naročila v pisarni pri borznoposredniških hišah oziroma banki in jih vnašajo v borzno trgovalni sistem BTS, ki je računalniški program za trgovanje.

V Sloveniji ločimo več segmentov trgovanja, od katerih sta dva organizirana v okviru Ljubljanske borze vrednostnih papirjev⁴:

- **uradna kotacija:** uvrščene so samo delnice, katerih izdajatelji izpolnjujejo visoke pogoje poslovanja in tako predstavljajo najboljša slovenska podjetja. Gibanje tečajev delnic v uradni kotaciji označuje Slovenski borzni indeks SBI20.
- **prosti trg:** pogoji uvrstitve se ne dotikajo številke poslovanja izdajatelja, izpolnjevati morajo samo pogoje za kotacijo: vrednostni papir mora biti v celoti vplačan, prosto prenosljiv in izdan v nematerializirani obliki. Gibanje tega segmenta trga predstavlja indeks prostega trga, znan pod oznako IPT.

3.2 PONUDBA IN POVPRASEVANJE PO DELNICAH NA LJUBLJANSKI BORZI

Na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev sta povpraševanje in ponudba po delnicah precej neusklajena. Posledica tega so bile v zadnjih dveh letih velike rasti tečajev vrednostnih papirjev. To dokazujejo tudi bilanca trgovanja Ljubljanske borze. Letno statistično poročilo 2003 Ljubljanske borze namreč kaže, da so vsi trije vodilni indeksi – Slovenski borzni indeks SBI 20, Indeks prostega trga IPT in Indeks pooblaščenih investicijskih skladov PIX – leta 2003 dosegli svoje rekordne vrednosti in leto končali s porastom med 15 in 30 odstotki. Indeks SBI 20 je leta 2003 zrasel za 17,8 odstotka in decembra istega leta prvič presegel mejo 4000 točk. Indeks IPT je leta 2003 porasel za 29,5 odstotka in končal leto z zgodovinsko najvišjo vrednostjo 3.412 točk. Indeks PIX pa je leta 2003 porasel za 23,5 odstotka in rekordno končal ob koncu leta pri vrednosti 3.374 točk. Ob tem pa je bila inflacija leta 2003 5,6 odstotka. Rekordni pa se niso ustavili, temveč so se nadaljevali tudi v prvem polletju leta 2004.

Razlogov za takšno stanje je več. Najpomembnejši razlog je verjetno v tem, da se ponudba vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi zmanjšuje, povpraševanje po vrednostnih papirjih pa zaradi različnih razlogov narašča. Na strani ponudbe

⁴ Poleg organiziranih trgov trgovanje z vrednostnimi papirji v Sloveniji poteka tudi na takoimenovanem neorganiziranem ali sivem trgu, kjer so izdajatelji, ki svojih delnic zaradi raznih razlogov nočejo ali ne zmorejo vzdrževati na borzi.

vrednostnih papirjev se kaže, da je konec leta 2001 na Ljubljanski borzi kotiralo 271 različnih vrednostnih papirjev, konec leta 2003 pa le še 254. V borzni kotaciji se je zmanjšalo število izdajateljev delnic iz 39 na 32, na prostem trgu pa s 117 na 104, kar prikazuje tudi tabela 1.

Tabela 1: **Gibanje števila vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi v letih 2001–2003**

	31. 12. 2001	31. 12. 2002	31. 12. 2003
Število vrednostnih papirjev	271	265	254
Borzni trg	100	109	106
Delnice	39	36	32
Obveznice	61	73	74
Prosti trg	171	156	148
Delnice	117	103	104
Obveznice	15	19	18
Posebne investicijske družbe	0	4	8
Pooblaščenke investicijske družbe	38	29	18
Pokojninski boni	1	1	0
Kratkoročni vrednostni papirji	10	10	10

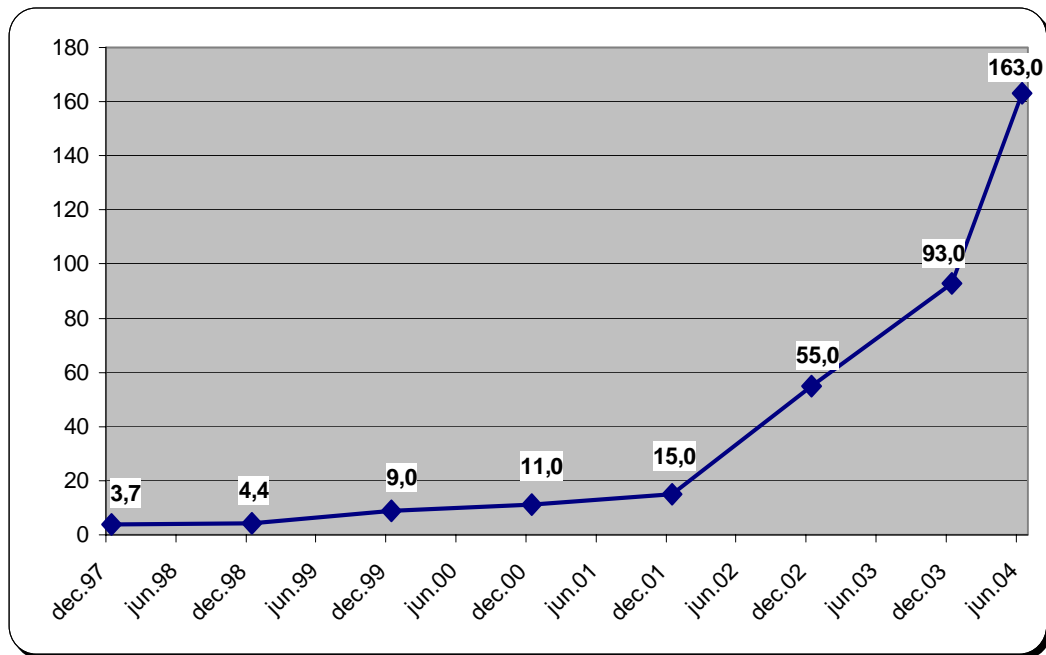
Vir: Letno statistično poročilo 2003 Ljubljanske borze, 2003.

Kljub zmanjševanju števila vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi se je povpraševanje po vrednostnih papirjih leta 2003 povečevalo. Med najpomembnejšimi razlogi za rast cen vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi je tako izjemno povečan pritok denarja na borzni trg. Svež denar priteka iz različnih virov, največ pa z naslova varčevanja v bankah, saj se obrestne mere za varčevanje občutno znižujejo. Da se varčevanje v bankah znižuje, kažejo tudi podatki Banke Slovenije. V letih od 1992 do 2003 je bila povprečna realna rast tolarških prihrankov 3,5 odstotka, spomladi 2004 pa je bila celo negativna. Zmanjšuje se tudi ročnost vlog, na drugi strani pa se povečuje število vzajemnih skladov, ki jih je bilo avgusta 2004 že 27.

Zaradi pričakovanj o prevzemih slovenskih podjetij po vstopu Slovenije v EU in zaradi padajočih obrestnih mer se je vse več denarja selilo v vzajemne sklade. Količina sredstev v dolgoročnih vezanih vlogah, vezave nad 1 leto, se je v letu 2003 v bankah zmanjšala. Na začetku leta je bilo v dolgoročnih vezanih vlogah v domačih bankah 488 milijard tolarjev, konec leta pa 468 milijard tolarjev. Količina sredstev v vzajemnih skladih pa se je s 55 milijard tolarjev na začetku leta 2003 povečala na 90 milijard tolarjev konec leta 2003. Razmerje med sredstvi v vzajemnih skladih in dolgoročno vezanimi vlogami se je glede na začetek leta 2003 na koncu tega leta znižalo iz 1 : 9 na 1 : 5 (Zorman, 2004, str. 25).

V začetku leta 2004 se je pretok denarja v vzajemne sklade nadaljeval tako, da so ti skladi so že krepko presegli vrednost 100 milijard tolarjev. Junija 2004 je bilo v vzajemnih skladih že več kot 150 milijard tolarjev, kar prikazuje tudi slika 1.

Slika 1: **Vrednosti premoženja v vzajemnih skladih v letih 1997–2004 (v milijardah SIT)**



Vir: Prikaz stanja sredstev vzajemnih skladov po letih, 2004.

Pričakovati je, da se bo premoženje v vzajemnih skladih, ki so v razvitih državah ena najbolj razvejanih oblik varčevanja, še naprej povečevalo, saj obstaja na tem področju pri nas v primerjavi z razvitimi državami še veliko manevrskega prostora. V slovenskih vzajemnih skladih je bilo namreč konec leta 2003 na prebivalca v povprečju naloženih 190 evrov, kar je več kot v preteklih letih, vendar še vedno precej manj kot v primerljivih evropskih gospodarstvih. Tako znašajo naložbe na posameznega prebivalca v vzajemnih skladih v Grčiji in na Portugalskem približno 2.000 evrov, medtem ko je ta številka v sosednji Avstriji še štirikrat višja (Zorman, 2004, str. 25).

4 VLAGANJE NA TUJE BORZE

V Sloveniji se srečujemo na eni strani s čedalje manjšo ponudbo delnic na kapitalskem trgu in čedalje večjo količino denarja, ki na ta trg želi vstopiti, na drugi strani. Posledice neuravnovešene ponudbe in povpraševanja so rekordi tečajev in

indeksov na Ljubljanski borzi (Usenik, 2004, str. 8). Glede na izkušnje v tujini to ne more iti v nedogled.

Prvo pravilo, ki si ga o borzi velja zapomniti, je, da vlagatelji ocenjujejo, kakšna bosta ponudba in povpraševanje v prihodnosti. Delnice nekaterih podjetij vsekakor še imajo potencial rasti, potrebna pa je previdnost ob dejstvih in izkušnjah, ki jih prinaša zgodovina borznih dogajanj, ki dokazujejo, da nobena rast ne traja večno (Turković, 2003, str. 30).

Prej ali slej se bodo pri vlagateljih pojavila vprašanja, ali je sploh še varno vlagati na borzo, na kateri so po mnenju borznih analitikov delnice že precenjene (Pinterič, 2003, str. 26). Zato je pričakovati, da bo v prihodnje treba večji delež denarja vlagati na tuje kapitalske trge. Tega so se očitno že začeli zavedati slovenski vzajemni skladi. Tisti, ki se še niso uskladili z zakonodajo in ne smejo vlagati v tujino več kot deset odstotkov svojega premoženja, so se v začetku leta 2004 začeli zatekati v dolžniške vrednostne papirje in druge bolj likvidne oblike varčevanja, ker se jim zdijo delnice preveč drage in zato preveč tvegane. Ko se bodo uskladili z zakonodajo, pa je pričakovati odtok deleža sredstev iz teh oblik varčevanja v tujino. Takšna strategija bo nujna tudi zato, da bodo geografsko razpršili tveganje.

Empirične raziskave kažejo, da lahko investitor z razpršitvijo premoženja v delnice na različnih trgih kapitala tveganje delnic v svojem premoženju zniža za skoraj 50 odstotkov (Kleindienst, 2001, str. 299).

4.1 PREDNOSTI IN SLABOSTI VLAGANJA NA TUJE BORZE

Tako kot vsaka stvar ali dejavnost ima tudi vlaganje v tuje vrednostne papirje svoje prednosti in slabosti. Prednosti, ki jih slovenski vlagatelji vidijo na tujih trgih, so predvsem večja ponudba vrednostnih papirjev kot pri nas. Tuji trgi so tudi bolj likvidni, večja je možnost razpršitve premoženja, številni skladi omogočajo vlaganje v različne panoge in regije. Še posebno pomembno za slovenske vlagatelje je, da kapitalski dobički niso obdavčeni. Nevarnosti pa so, da cene vrednostnih papirjev na tujih borzah precej bolj nihajo kot na ljubljanski borzi, saj so tuje borze bolj podvržene zunanjim vplivom, nesrečam, vojnam, finančnim in gospodarskim krizam, valutnim tveganjem in podobnim. Ovira za nekatere večje slovenske vlagatelje je tudi, da v tujini ne morejo vplivati na tečaje, kot so to lahko delali na domačem trgu. Do notranjih informacij, ki so omogočile bajne zaslužke, je težko priti. Pri borznih informacijah je treba biti tudi precej pazljiv, oziroma selektiven. Pogosto so lažne, saj deluje veliko analitičnih in borzno-posredniških hiš, ki informacije prirejajo, da so pisane njim na kožo (Nidorfer, 2004, str. 12–13).

4.1.1 PREDNOSTI VLAGANJA NA TUJE BORZE

Prednosti naložb v tuje vrednostne papirje v primerjavi s slovenskimi so predvsem naslednje⁵:

- večja likvidnost in s tem lažje načrtovanje prihodnjih finančnih tokov;
- razpršenost tveganja in donosnost: potrebno je predvideti, kaj se bo dogajalo v prihodnosti;
- izbira alternativnih naložb glede na ročnost, valuto in vrsto vrednostnega papirja;
- možnost vlaganja v več panog: delnice spletnih podjetij, naftnih družb, finančnih ustanov, podjetij, ki se ukvarjajo z biotehnologijo, telekomunikacijami, farmacijo itd.;
- transparentnost tujih trgov in njihova tržna učinkovitost: skoraj vse informacije se odražajo na trgu, malo je trgovanja z notranjimi informacijami.

Večja likvidnost

Likvidnost trga, ki je v Sloveniji redek pojav, je odločilnega pomena predvsem v slučaju, ko želi vlagatelj določen vrednostni papir hitro kupiti ali prodati. Zaradi nelikvidnosti slovenskega trga, ko po pravilu prihaja do velikih tečajnih nihanj, medtem ko so tako velika nihanja na razvitih tujih trgih redek pojav. Slaba likvidnost trgov se odraža v visokem standardnem odklonu, ki predstavlja osnovno mero, s katero se meri tveganost posameznih vrednostnih papirjev.

Razpršenost tveganja in donosnost

Razpršenost tveganja je poleg donosnosti primaren cilj vsakega investitorja. Tveganje in donosnost sta pozitivno korelirana, kar v praksi pomeni, da večji kot je donos, večje je tveganje. Zato je priporočljivo vsako investicijo razpršiti na večje število različnih vrst vrednostnih papirjev (lastniške in dolžniške), katerih donosnosti so med seboj čim manj povezane (po možnosti celo negativno). Zaradi razvejanosti trgov vrednostnih papirjev v tujini je mogoče na teh trgih doseči večjo razpršenost kot na slovenskem trgu.

⁵ Povzeto po spletni strani Borznoposredniške hiše Publikum. [URL: <http://www.publikum.si/slo/mala-sola/odlocitev/>], 5.3.2004:

Izbira alternativnih naložb

Izbira alternativnih naložb je neposredno povezana z možnostjo razpršitve tveganja: večje kot je število alternativnih naložb, večje so možnosti razpršitve tveganja (delnice, obveznice, blago, izvedeni instrumenti).

Možnost vlaganja v različne panoge

Možnost vlaganja v različne panoge (spletna podjetja, biotehnološka podjetja, podjetja, ki so dejavna na področju informacijske tehnologije ...) je samo eno izmed meril, po katerih se razlikujejo alternativne naložbe, ostali kriteriji so: ročnost, geografska pripadnost podjetja, valuta, v kateri je nominiran vrednostni papir, in podobno.

Transparentnost trga

Transparentnost trga igra pomembno vlogo, ker omogoča tudi manjšim vlagateljem, da se enakovredno kosajo s profesionalnimi. Praksa in kultura obveščanja javnosti sta na tujih trgih bistveno bolj razviti kot pri nas, kar ima za posledico manjšo asimetrijo informacij in s tem povezano večjo enakopravnost investitorjev.

4.1.2 SLABOSTI VLAGANJA NA TUJE TRGE

Poleg prednosti pa vlaganje na tuje borze prinaša tudi določena dodatna tveganja in nevarnosti oziroma **slabosti**. Ta vključujejo tveganje izročitve in prevzema vrednostnih papirjev, skrbništva nad vrednostnimi papirji, tveganje valutnega nihanja, lokalne davčne zakonodaje, različne standarde pri poravnavi vrednostnih papirjev, različne pravne ureditve trgov vrednostnih papirjev, različne prakse pri sestavljanju poslovnih in finančnih poročil, spremembe višine transakcijskih stroškov, spremembe političnih razmer, možnosti razlastitve in podobno.

Cene tujih vrednostnih papirjev oziroma vrednost premoženja, naloženega v tuje vrednostne papirje, je lahko močno odvisna tudi od globalnih političnih razmer, konkretnih političnih razmer v posamezni regiji ali državi, od naravnih in ekoloških nesreč, vojn in drugih konfliktnih situacij, finančnih in gospodarskih kriz, ter še od številnih drugih neomejenih vzrokov, ki jih slovenski vlagatelj ni vajen, saj ti v 15-letni zgodovini slovenske borze niso pomembno vplivali na cene vrednostnih papirjev in s tem na realizirane donosnosti vlagateljev pri nas.

4.2 VPLIV SPREMEMBE SLOVENSKE ZAKONODAJE NA VLAGANJE V TUJE VREDNOSTNE PAPIRJE

Zakon o deviznem poslovanju, ki je bil sprejet leta 1999, je omogočil slovenskim rezidentom med drugim tudi vlaganje v tuje vrednostne papirje. Toda imel je določene omejitve, saj je določal, da lahko slovenski vlagatelji kupujejo in prodajajo tuje vrednostne papirje le preko slovenskih borznoposredniških hiš (v nadaljevanju BPH) ali bank, ki so imele dovoljenje za opravljanje tovrstnih dejavnosti. Banke, zavarovalnice in investicijski skladi so lahko v svojem imenu in za svoj račun v tujini neomejeno trgovali z vsemi vrednostnimi papirji, medtem ko je devizni zakon posameznim rezidentom RS to omejeval. Neomejeno so lahko slovenski državljani kupovali le vrednostne papirje, ki so jih izdajale države članice OECD in mednarodne finančne institucije, ter druge prvovrstne vrednostne papirje z bonitetno oceno najmanj AA po presoji vsaj dveh mednarodno priznanih agencij za ocenjevanje tveganja.

Konec maja 2001 je Svet Banke Slovenije odpravil predpisovanje vrste vrednostnih papirjev, ki so jih domači vlagatelji lahko kupovali v tujini. Ostala pa je omejitev, da posamezniki neposredno brez posredovanja slovenskih BPH ali naših bank v tujino še ne smejo vlagati. To omejitev je odpravil nov Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), ki je 1. 2. 2003 rezidentom RS omogočil, da lahko tudi sami vplačujejo vrednostne papirje tujih izdajateljev neposredno v tujini, brez posredovanja slovenskih BPH in bank.

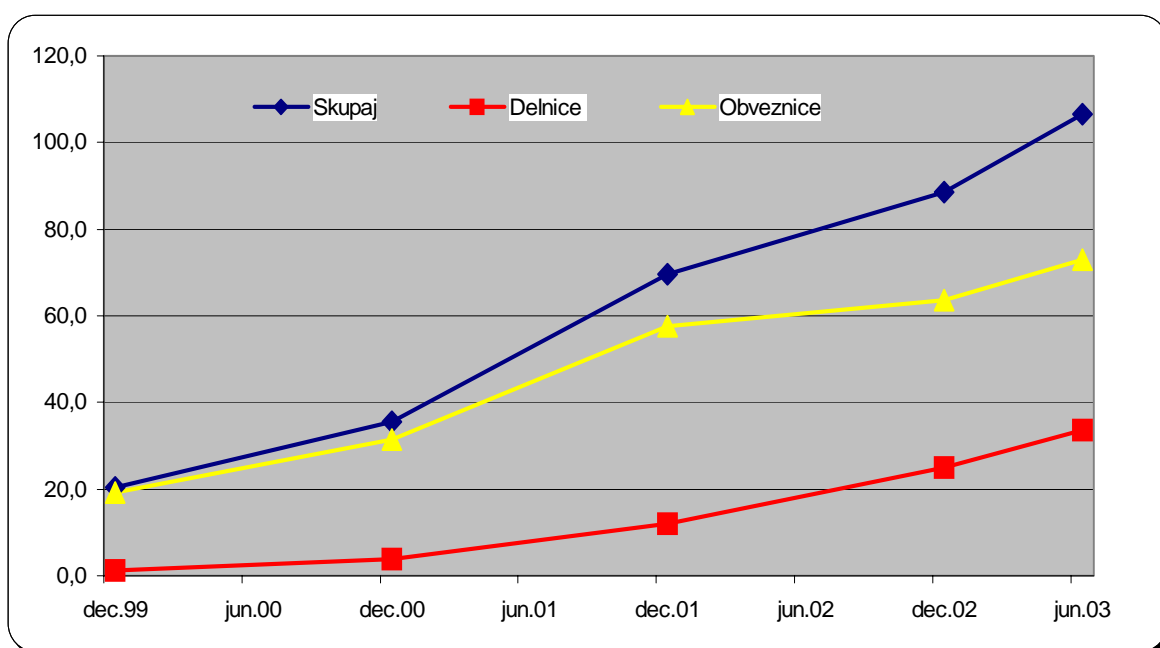
ZISDU-1 je prinesel tudi določene spremembe za slovenske vzajemne sklade. Dovoljuje jim namreč, da lahko v tujino vlagajo več kot deset odstotkov svojega celotnega premoženja, vendar morajo po novem zakonu prilagoditi svoj statut in pripraviti novo naložbeno dokumentacijo. Do konca aprila 2004 sta tem merilom ustrezala le dva vzajemna sklada iz Slovenije. To sta vzajemna sklada MP-Global.SI in MP-Plus.SI. Za vse ostale, ki jim tega še ni uspelo uskladiti, pa še vedno velja omenjena omejitev.

Poleg zakonodaje je pomembno omeniti tudi davčni vidik vlaganja v VP v Sloveniji. Kapitalski dobički, ki jih rezidenti RS ustvarijo s tujimi vrednostnimi papirji, so v Sloveniji še vedno neobdavčeni, lahko pa so obdavčeni drugod, kar je odvisno od države investiranja. Ta privilegij bo odpravil nov zakon o dohodnini, ki bo začel delovati v okviru nove davčne reforme v začetku leta 2005.

4.3 OBSEG NALOŽB SLOVENSКИH VLAGATELJEV V TUJINI

Sprememba zakonodaje je poleg omenjenih dogajanj na Ljubljanski borzi v zadnjih letih ugodno vplivala na povečanje obsega vlaganj v tuje vrednostne papirje. Obseg naložb v tuje vrednostne papirje se namreč od leta 1999 strmo povečuje, kar prikazuje slika 2.

Slika 2: **Obseg naložb slovenskih rezidentov v tujih vrednostnih papirjih v letih od 1999 do prvega polletja 2003 (v milijardah SIT)**



Vir: Finančna statistika, Banka Slovenije, september 2003.

Leta 1999 so naložbe slovenskih rezidentov na tujih trgih dosegle dobrih 20 milijard SIT. Junija 2003 pa so imeli slovenski vlagatelji v tujih vrednostnih papirjih že za 106,6 milijard SIT naložb. Od tega je bilo naložb v tuje delnice za 33,7 milijarde SIT. Na prvem mestu so bile naložbe slovenskih drugih finančnih posrednikov (14,3 milijarde SIT), sledijo naložbe prebivalstva (7 milijard SIT), zavarovalnic (6 milijard SIT) in bank (5,3 milijarde SIT). Največ naložb je bilo v ameriških delnicah (12,5 milijarde SIT) in nemških delnicah (5,8 milijarde SIT). Naložb v tuje obveznice je bilo junija leta 2003 za 72,9 milijarde SIT, pri čemer je bilo največ naložb slovenskih bank – 41,9 milijarde SIT, zavarovalnic 22,4 milijarde SIT in drugih finančnih posrednikov 7,8 milijarde SIT. Največ naložb je bilo v nemških obveznicah, sledijo nizozemske, angleške, ameriške in avstrijske (Finančna statistika, 2003, str. 19).

Občutno se je povečal tudi odliv denarja slovenskih vzajemnih skladov na tuje borze. Tujih naložb v strukturi sredstev skladov je bilo decembra 2002 450 milijonov SIT (manj kot odstotek vseh sredstev skladov), konec leta 2003 pa že 8,5 milijarde SIT, kar znaša devet odstotkov vseh sredstev slovenskih vzajemnih skladov. Skladi so denar povečini naložili v Evropi (Kačič, 2004, str. 11).

Povečanju zanimanja slovenskih vlagateljev za tuje borze so sledili tudi ponudniki storitev, ki vlagateljem omogočajo nakup in prodajo vrednostnih papirjev v tujini. Po podatkih Agencije za trg vrednostnih papirjev je leta 1999 opravljalo posle nakupa in prodaje tujih vrednostnih papirjev za stranke pet bank in tri BPH. Konec leta 2002 se je to število povečalo na sedem bank in štiri BPH, v začetku 2003 pa je te storitve opravljalo že več kot 15 BPH in bank.

4.4 TRGOVANJE SLOVENSkih VLAGATELJEV NA TUJIH BORZAH

Zasebni slovenski vlagatelji so pri mednarodni razpršitvi premoženja na osnovi neposrednega investiranja v delnice močno omejeni. Majhen znesek premoženja jim dovoljuje, da premoženje s še vedno sprejemljivimi stroški razporedijo v delnice podjetij iz majhnega števila dežel (Kleindienst, 2001, str. 413).

Zaradi omejenosti je toliko bolj pomembno, da vlagatelj natančno prouči tuje trge kapitala in si izbere tiste trge, ki so za njegovo naložbeno politiko najbolj primerni. Investitorji se morajo pri trgovanju na tujih trgih pripraviti na povsem drugačne razmere, kot so jih bili vajeni z Ljubljanske borze vrednotnih papirjev. Trgi so neprimerno agresivnejši in se bolj odzivajo na vsako pomembno novico (Mikuž, 2004, str. 53).

Sicer pa je na tujih kapitalskih trgih poslovanje zelo podobno kot na domačem trgu vrednostnih papirjev, nekoliko bolj zapleteno je poravnavanje poslov. V Sloveniji je ena Klirinško depotna družba (KDD), ki nadzira vse račune vrednostnih papirjev ter transakcije med njimi. V tujini je tovrstnih ustanov več, zato je pomembno, pri kateri od njih je kak vrednostni papir evidentiran in spremljan.

4.4.1 NAČINI TRGOVANJA V TUJINI Z VIDIKA SLOVENSКИH VLAGATELJEV

V grobem obstajajo trije načini, kako lahko slovenski vlagatelji kupujejo oziroma prodajajo vrednostne papirje na tujih kapitalskih trgih: klasični depo, diskontni depo in direktni depo (Petrič, 2004, str. 18).

Klasični depo

Klasični depo ali vlaganje v tuje vrednostne papirje s posredništvom domače borzno posredniške hiše, je primerno za neizkušene vlagatelje, ki si želijo podpore strokovnjakov z nasveti in mnenji, ki so podkrepljeni z ustreznimi analizami. Vsa potrebna komunikacija s tujino, s tujimi borzno posredniškimi hišami ali skrbniki poteka preko domače borzno posredniške hiše. Vlagatelj prav tako od borzno posredniške hiše prejema vsa obvestila, izpis stanja premoženja, informacije o izplačilu dividend in obračune nakupov in prodaj vrednostnih papirjev, največkrat tudi redne naložbene biltene (Petrič, 2004, str. 18).

Za začetek trgovanja v tujini sta tako potrebna le osebni dokument in številka bančnega računa, za pravne osebe dodatno še izpisek iz sodnega registra. Vlagatelj se mora zaradi obvezne osebne identifikacije zglasiti v poslovalnici borzno posredniške hiše in z njo skleniti splošno pogodbo o borznem posredovanju v tujini. V Gorenjski borzno posredniški družbi (GBD), ki ne uporablja skrbniških storitev domače banke, je potreben podpis še nekaj dokumentov (skrbniška pogodba in identifikacija) tujega izvršilnega partnerja, pri Iliriki, ki tako kot večina slovenskih borznoposredniških hiš uporablja skrbniške storitve NLB, pa je potreben tudi obisk poslovalnice te banke, kjer se skleneta še skrbniška pogodba in opravi identifikacija. Prva nakupna naročila borzno posredniška hiša opravi šele potem, ko vlagatelj na svoj trgovalni račun pri skrbniku doma ali v tujini nakaže 100-odstotni avans sredstev, ki jih namerava vložiti v vrednostne papirje.

Diskontni depo

Za investitorje, ki bolje poznajo tuje trge vrednostnih papirjev in se o svojih naložbah želijo odločati povsem samostojno, hkrati pa želijo ohraniti stik z domačim borznim posrednikom in preko njega posredovati naročila, je primerna druga možnost investiranja v tujino – diskontni depo (discount depo). Ena redkih borzno posredniških hiš, ki to obliko posredovanja ponuja, je GBD. Postopek odprtja trgovalnega računa je pri njih identičen postopku odpiranja računa klasičnega depoja (Petrič, 2004, str. 18).

Posredniška provizija je veliko nižja od posredniške provizije pri klasičnem depou zato, ker ne vključuje investicijskega svetovanja, a je hkrati nekoliko višja od

provizije, ki jo GDB zaračunava za tretjo možnost vlaganja v tujino – direktni depo, saj vključuje še stroške izvrševanja naročil in obveščanja stranke.

Direktni depo

Tretja možnost za vlaganje v tujino je direktni depo. Ta oblika je primerna za izkušene investitorje, ki so pri upravljanju svojega premoženja zelo aktivni in si zaradi tega želijo predvsem čim nižje stroške transakcij, hkrati pa jim uporaba spletnih trgovalnih sistemov ne predstavlja težav. Vlagatelj si lahko izbere enega izmed množice ponudnikov 'on-line' trgovanja na razvitih borznih trgih (Severna Amerika, EU, Azija), kot sta Ameritrade.com ali etrade.com. Prijava poteka on-line, saj je možno vse pristopne obrazce vključno z odprtjem trgovalnega računa natisniti na papir. Obrazce je treba nato lastnoročno izpolniti in podpisati ter poslati na sedež trgovalne družbe, predhodno pa je potrebna tudi identifikacija, ki jo opravi tuje veleposlaništvo države, v kateri je registriran spletni ponudnik borznega trgovanja, v Sloveniji. Po prejetju dokumentov trgovalna družba uporabniku v približno tednu dni pošlje vsa potrebna gesla za identifikacijo in varno poslovanje preko spleta, od nje pa stranka dobiva tudi obračune nakupov in prodaj ter druga obvestila, ponavadi kar v elektronski obliki.

Pri podpisovanju pogodb je treba biti previden in upoštevati napotke, ki jih dajejo različni organi, pristojni za čim preglednejše trgovanje in nadzor trga. Tako denimo Ameriška agencija za trgovalni nadzor (SEC) pri trgovanju z vrednostnimi papirji oziroma pri podpisovanju pogodb vlagateljem priporoča naslednje (Pinterič, 2004, str. 63):

- da ne podpisujejo nobenih pogodb, če jim niso jasne vse točke.
- da ne verjamejo ustnim obljubam zaposlenih in pregledajo, kdo bo nadzoroval stanje na njihovem trgovalnem računu.
- da preverijo, na kak način je mogoče plačati nakup vrednostnih papirjev.
- da preverijo, kakšno stopnjo tveganja prevzemajo s podpisom pogodbe (predvsem pri upravljavcih in skladih).
- da nikoli ne vložijo denarja v izdelek, ki ga ne razumejo popolnoma.

Vse tri oblike, tj. klasični, diskontni in direktni depo, se med sabo torej kar precej razlikujejo. Od vsakega posameznika je odvisno, za katero različico se bo odločil. Pomembno vlogo pri tej odločitvi imajo stroški posredovanja. Iz tabele 2 je razvidno, da so stroški najnižji v primeru, če se vlagatelj odloči za direktni depo.

Tabela 2: **Primerjava stroškov posredovanja slovenskih posrednikov med različnimi možnostmi investiranja v ameriške vrednostne papirje maja 2004**

	Vrednost naložbe (v SIT)	Posredniška provizija	Stroški skrbniških	Skupaj stroški (v %)
Ilikra BPH - klasični depo	500.000	9.062 SIT (1,81 %)	4.500 SIT (0,9 %)	2,71
	10.000.000	46.955 SIT (0,47 %)	4.500 SIT (0,045 %)	0,52
GBD – klasični depo	500.000	14.280 SIT (1,4 % oz. min. 60 EUR)	300 (0,06 %)	2,92
	10.000.000	120.000 SIT (1,2%)	6.000 SIT (0,06 %)	1,26
GBD – diskontni depo	500.000	6.902 SIT (0,75 % oz. min. 29 EUR)	300 SIT (0,06 %)	1,44
	10.000.000	75.000 SIT (0,75 %)	6.000 SIT (0,06 %)	0,81
GBD – direkt depo (ETRADE)	500.000	3.558 SIT (fiksno 14,95 EUR)	300 SIT (0,06 %)	0,77
	10.000.000	3.558 SIT (fiksno 14,95 EUR)	6.000 SIT (0,06 %)	0,10

Vir: Ceniki BPH, maj 2004.

Poleg stroškov je treba pri izbiri posrednika upoštevati še nekaj. Veliko strokovnjakov meni, da je glavni kriterij pri izbiri borznega posrednika njegova sposobnost. S tem se sploh ne strinjam. Veliko bolj pomembno je izbrati dobro borznoposredniško hišo kot dobrega borznega posrednika (Malkiel, 1973, str. 262).

4.5 SPLETNO BORZNO POSREDNIŠTVO

V Sloveniji so bili pionirji na področju trgovanja preko spleta v podjetju Evolve, in sicer pri VP na Ljubljanski borzi. V nekaj letih so nabrali več kot 500 uporabnikov. Sedaj pa trgovanje preko spleta ponuja veliko domačih borznoposredniških hiš, ki strankam ponavadi za nižjo provizijo kot pri klasičnem trgovanju nudijo različne storitve (Pinterič, 2004, str. 60).

Svetovni trendi kažejo hiter razvoj spletnega borznega posredništva. Direktni depo ali neposredno vlaganje preko spletnih posrednikov je najpreprostejši način trgovanja. Tega se zavedajo tudi vlagatelji, zato je ta oblika med najbolj priljubljenimi, njena uporaba pa se strmo povečuje. Spletno borzno posredništvo je od leta 1995 dosedaj doživelo nepričakovan razmah in uspeh. V ZDA je bilo preko spleta že leta 2001 sklenjenih 25 odstotkov poslov zasebnih vlagateljev. Po spletu je z delnicami tega leta trgovalo že sedem milijonov Američanov. Povprečno dnevno število sklenjenih poslov na podlagi naročil, oddanih preko spleta, narašča eksponentno. Borzna

provizija za sklenjen posel se je znižala skoraj za 250 odstotkov in se ustalila na povprečnem bruto znesku okoli 15 dolarjev za posel.

Borzno posredništvo preko spleta ima lahko velik vpliv na celotni borzni trg, saj vanj vnaša neprimerljivo več dinamike, kot jo ima trg ob popolnem klasičnem trgovanju. Seveda pa se tudi investitorji, ki se poslužujejo tega načina trgovanja, precej razlikujejo od klasičnih investitorjev. Nekatere raziskave kažejo, da imajo o sebi zelo visoko mnenje in precenjujejo svoje sposobnosti, v dveh tretjinah primerov pa ustvarjajo izgubo, saj nimajo ustreznega strokovnega znanja o trgovanju na borzah.

Pri spletnem trgovanju je zanimivo, da nekatere tuje spletne borzaposredniške hiše strankam ponudijo celo posojilo⁶. Ker so na razvitih trgih regulativni organi zelo natančni, velike borzaposredniške hiše pa vajene dobro varovati svoj denar, je treba biti pri prijavi zelo moder. Če denimo brez posebnega premisleka vlagatelj napiše, da bo trgoval z manj kot 1.000 evri, ali če napiše, da privarčuje na leto zelo malo, ali da je celo študent, ne more uporabljati nekaterih funkcij, kot je kupovanje in prodajanje opcij, ki so bile v preteklih letih razširjena oblika trgovanja (Pinterič, 2004, str. 62).

4.5.1 PREDNOSTI SPLETNEGA BORZNEGA POSREDNIŠTVA

Prednosti spletnega borznega posredništva pred klasičnimi načini borznega posredovanja lahko razvrstimo v več kategorij. Tako lahko ločimo prednosti za vlagatelja, prednosti za borznega posrednika in prednosti, ki bi jih težko uvrstili v katero od teh dveh kategorij (Majc, 2000, str. 8). Med najpomembnejše prednosti tako sodijo:

- **Dostop do informacij**

Najpomembnejša informacija, ki jo spletni investitorji potrebujejo, so tečaji vrednostnih papirjev. Ti so lahko uporabniku dostavljeni z zamudo, ki v večini primerov ni višja od 10 minut, najbolje pa je, če ima uporabnik dostop do tečajev v živo. Poleg tega imajo uporabniki dostop do drugih pomembnih informacij, kot so podatki o vrednostnih papirjih in različne analize. Pravilnost informacij je zlahka primerjati med različnimi ponudniki splet borznega posredništva in tako ugotoviti njihovo natančnost. Splet je tudi medij, ki ne pozna delovnega časa, saj je na voljo 24 ur na dan.

Na tujih spletnih straneh je za zahtevne vlagatelje ogromno koristnih naložbenih informacij. Saxobank denimo ima za servisiranje uporabnikov zaposlenih veliko strokovnjakov, ki takoj odgovarjajo uporabnikom na

⁶ Pri Ameritrade se lahko pri prvem vplačilu kupi dvakrat toliko vrednostnih papirjev, kolikor ima vlagatelj nakazanih sredstev. Če denimo vloži milijon SIT, lahko kupi za dva milijona SIT vrednostnih papirjev, če pa se vrednost premoženja zmanjša na le en milijon SIT, delnice samodejno prodajo.

razna vprašanja, kot so: zakaj je danes padel dolar, zakaj je v tem trenutku povpraševanje po teh delnicah tako visoko in podobno. Polaris, ki je namenjen predvsem institucionalnim vlagateljem, a se ga lahko za eno leto najame tudi z manjšim zneskom, pa omogoča tudi tako imenovani 'streaming'. To pomeni, da lahko uporabniki vidijo dejanski zajem podatkov z borze in lahko gledajo tudi globino trga, kar je za večje in izkušene vlagatelje zelo pomembno. Pri Ameritradu je treba vpogled v globino trga oziroma uporabniški level 2 dodatno plačati.

Preko spletnih ponudnikov pa ni mogoče kupovati le delnic, temveč omogočajo tudi druge instrumente plemenitenja denarja, kot denimo razne analize, risanje grafov, priporočila analitikov, tehnične analize delnic, napovedi, nasvete, novice in podobno (Pinterič, 2004, str. 62–63).

- **Nižji stroški trgovanja**

Oddajanje naročil preko spleta zahteva od borznega posrednika neprimerljivo manj časa in sposobnosti kot ostali načini. Vse to vodi k zniževanju stroškov, kar se na koncu odrazi v nižjih stroških oziroma provizijah za investitorja. V svetu je že nekaj let prisoten trend zviševanja konkurence na področju splet borznega posredništva, kar vodi k zniževanju provizij in pospeševanju prodaje z namenom uveljavitve imena podjetja v prihodnosti.

- **Zasebnost**

Investitorji, ki trgujejo z vrednostnimi papirji preko spleta, se zberejo v navidezni trgovalni sobi in predstavljajo neko elektronsko skupnost ljudi, ki trgujejo z vrednostnimi papirji v tem navideznem prostoru. Ta proces zagotavlja njihovo zasebnost, saj trgujejo z drugimi neznanimi investitorji, ki so lahko geografsko zelo različno locirani.

- **Učinkovitejše transakcije**

Elektronsko podprto poslovanje in trgovanje z vrednostnimi papirji je hitrejše in zanesljivejše od klasičnega. Pošiljanje dokumentacije je hitrejše, število možnih napak se zmanjša. Raziskave so pokazale, da je pri tradicionalnem manipuliranju s papirno dokumentacijo možnost napake 17-odstotna, pri elektronskem poslovanju pa se možnost napake zmanjša na približno en odstotek. S sodobno programsko opremo je mogoče na istem zaslonu spremljati več stvari naenkrat, saj se lahko na primer istočasno oddajajo naročila, spremljajo tečaji vrednostnih papirjev in bere dokumentacija, prejeta preko elektronske pošte.

- **Globalizacija**

S spletom je možno trgovanje na enostaven način prenesti na vse dele sveta.

4.5.2 NEVARNOSTI SPLETNEGA BORZNEGA POSREDNIŠTVA

Tudi borzno posredništvo preko spleta ima svoje slabe točke, med katerimi lahko kot najšibkejše izpostavimo naslednje (Majc, 2000, str. 10):

- **Varnost**

Splet v svojem začetku ni bil zasnovan za elektronsko poslovanje in se zaradi tega varnosti ni posvečalo veliko pozornosti. Ker trgovanje preko spleta zahteva neposredno interakcijo investitorja s posrednikom je potrebno preprečiti nenadzorovano odtekanje podatkov h konkurentom ali računalniškim hekerjem. Kljub temu, da podjetja uporabljajo programsko opremo, ki naj bi zagotavljala visoko varnost poslovanja, smo vedno znova priče vdorom v visoko varovane računalniške sisteme, kar pomeni, da razvoj opreme za zaščito podatkov še zdaleč ni dosegel optimalne ravni.

- **Zmogljivost in zanesljivost**

Število spletnih uporabnikov narašča iz dneva v dan, prav tako število investitorjev, ki preko spleta trgujejo. Veliko računalniških sistemov ni bilo oblikovanih za tako velike obremenitve in to se danes kaže v njihovi nezanesljivosti. Tudi če se sistem zaradi preobremenitve ne sesuje popolnoma, so lahko posledica preobremenitve dolga čakalna obdobja, ki v elektronskem poslovanju niso zaželena, saj vsak izgubljeni trenutek lahko pomeni izgubljen denar.

- **Zakonska ureditev**

Sedanja finančna regulativa precej dobro služi tradicionalnim načinom transakcij, kot precej oziroma celo zelo pomanjkljiva pa se izkaže v primeru finančnih transakcij preko spleta. Tisti del regulative, ki obstaja, je večinoma rigidno vezan na zakone in pravila, ki veljajo za klasične transakcije, saj transakcije z elektronskim denarjem temeljijo na že ustaljenih odnosih z bankami. V vsakem primeru pa ni regulative, ki bi ustavila določeno novo vrsto transakcije, če jo je potrošnik pripravljen sprejeti. Zaradi tega so transakcije, opravljene preko spleta, še vedno precej tvegane.

Ker je poslovanje preko spleta geografsko neomejeno, je naslednji problem pravna pristojnost v primeru kakršnegakoli problema ali zlorabe. Nekateri

menijo, da naj se v takšnih primerih uporablja pravo države, kjer se nahaja prodajalec, drugi pa, da naj bi veljalo pravo kupčeve države. Dodatno vprašanje, ki v veliki mera zadeva spletno borzno posredništvo in z njim neposredno povezane kapitalske dobičke posameznika, je vprašanje obdavčenja, saj trenutna regulativa pušča odprtih veliko vrat, preko katerih se posamezniki lahko izognejo obdavčitvi.

4.5.3 STROŠKI VLAGANJA PREKO TUJIH SPLETNIH PONUDNIKOV

Spletno trgovanje poteka preko t. i. diskontnih posrednikov (ang. discount brokers). Višina provizije, ki jo zaračunavajo strankam, je odvisna od vrste naročila (pribitek za limitirano naročilo), načina oddaje naročila (višji stroški pri telefonskem naročilu), števila vrednostnih papirjev (npr. pri nakupu/prodaji več kot 1.000 delnic se strošek po enoti zniža), vrste delnic (pribitek za delnice s ceno nižjo od 5 dolarjev). Cene njihovih provizij se gibljejo v razponu od 7,75 dolarja (Invest Trade) do 29,95 dolarja (Charles Schwab). Za ta denar so na razpolago tudi nekatera analitična orodja, sprotni tečaji in analitična poročila. Določene dodatne ugodnosti, kot so podatki o globini trga (npr. Za Nasdaq II Level), sprotno izrisovanje grafov in sprotne novice, pa so na voljo proti plačilu (Jesenek, 2003a, str. 15).

Pri tem je pomembno opozoriti še na nekaj. Veliko investorjev se ne zaveda, da je višina provizije le del vseh stroškov, ki jih plačajo pri nakupu oziroma prodaji vrednostnih papirjev. V nadaljevanju prikazani primer kaže, da je treba biti pozoren tudi na druge dejavnike. Kaj se lahko zgodi z naročilom, ki ga pošlje stranka preko online programa svojemu borznemu posredniku. V obliki elektronske pošte potuje naročilo k posredniku, ki ga nato pošlje v izvršitev trgovcu (npr. specialistu na NYSE) ali k t. i. vzdrževalcu trga (ang. market maker). Vzdrževalci trga (npr. Merrill Lynch, Goldman Sachs, Knight Securities, Charles Schwab, ...) investorjevi borzoposredniški hiši plačajo za vsako poslano naročilo. Posrednik, ki stranki zaračuna za transakcijo provizijo npr. 25 dolarjev, prejme od posrednika še plačilo za poslano naročilo (ang. order flow). Dodatni strošek vlagatelja ni toliko v plačilu, ki ga njegov posrednik dobi za pošiljanje nalogov izbranemu posredniku, temveč v času in načinu izvršitve naloga. Pot naloga je daljša, na borzi pa čas pomeni denar. Posrednik naloga ne pošlje tistemu, ki ponuja najvišjo ceno pri prodaji oziroma najnižjo ceno za delnico pri nakupu, temveč tistemu, ki mu ponuja največ za pošiljanje nalogov v izvedbo. Investor ne ve, komu je bil nalog poslan in da bi bil lahko izvršen po zanj ugodnejši ceni. Tako strošek nakazila ni več le 25 dolarjev za transakcijo, temveč lahko znese dejansko več 100 dolarjev več, kot je investor načrtoval (Jesenek, 2003a, str. 15).

V ZDA je med slovenskimi vlagatelji najbolj priljubljen spletni ponudnik trgovanja Ameritrade, za Evropo pa je zelo razširjen Brokerjet, kjer se poleg evropskih lahko trguje tudi z delnicami severnoameriških borz in Japonske. Provizije za kupovanje delnic se razlikujejo glede na obseg posla. Pri Ameritradu se provizije začnejo pri 11 dolarjih na posel, pri Brokerjetu pa pri 14 evrih za Evropo, za Xetro je provizija 16 evrov, za Ameriške delnice pa 20 dolarjev. Nekoliko drugače pa je pri kupovanju opcij (Pinterič, 2004, str. 61).

Kljub veliki razširjenosti teh dveh ponudnikov obstajajo tudi cenejši, vendar je pri teh ponavadi tudi nekaj omejitev. Scottrade, ki strankam nudi nakup vrednostnih papirjev že za manj kot deset dolarjev, je za slovenske vlagatelje nedosegljiv, saj omogoča trgovanje le ameriškim državljanom. Poleg teh obstaja še veliko drugih, celo brezplačnih, ki naj bi bili tudi zanesljivi. Težava je, da ponavadi ne kupijo delnic po trenutni najboljši ceni. Tako se denimo lahko zgodi, da želite kupiti delnice denimo po petnajst dolarjev in čeprav je bila ponudba pri petnajst dolarjev, vam je ponudnik ni kupil, ker ni bila cena denimo 14,99, in bi bil ponudnik spletnega trgovanja tako ob svoj delež. Ameritrade, denimo, pa kupi delnice po trenutni najboljši ceni na trgu (Pinterič, 2004, str. 61).

Skladno z rastjo povpraševanja po storitvah splet borznega posredništva je raslo tudi število teh ponudnikov. Ker je vseh ponudnikov preveč, da bi jih lahko navajali v celoti se magistrsko delo osredotoči le na ponudbo nekaterih izmed njih, kar prikazuje tudi tabela 3.

Tabela 3: Primerjava ponudbe nekaterih tujih spletnih borznih posrednikov konec leta 2003 (v USD)

Ponudniki	Etrade	Ameri-Trade	TDWater-house	Invest-Jet	RJT	Harris-Direct	Charles Schwab
Tržno naročilo	14,95	10,99	12	8,95	9,95	20	29,95
Limitno naročilo	14,95	10,99	15	9,95	9,95	20	29,95
Mednarodni računi	DA	DA	DA	DA	DA	DA	DA
Minimalno stanje denarja na računu	1.000	1.000	1.000	1.000	2.000	1	10.000
Svetovanje borznega posrednika	59,99	24,99	45	25	45	40	ni podatka

Vir: Scottrade, 2004.

Glavna prednost spletnega trgovanja preko tujih posrednikov je torej stroškovna učinkovitost. Čeprav so stroški transakcij tovrstnega poslovanja daleč najnižji, pa je treba opozoriti tudi na njegove znatne pomanjkljivosti.

Že večkrat je bilo govora o provizijah, ki jih zaračunavajo naši borzni posredniki za trgovanje na tujih borzah v primerjavi s tujimi. Vsi avtorji so se strinjali, da so previsoki in da odvrčajo investitorje od morebitnega bolj aktivnega trgovanja.

Vendar cena ni vse in tudi ne bi smela biti edino merilo za odločanje med različnimi ponudniki storitev. Struktura provizij je lahko namreč zelo zapletena in nasploh slabo pregledna (Jesenek, 2003a, str. 15).

Poleg tega je jezik, v katerem se opravlja trgovanje preko tujih spletnih posrednikov, bodisi poslovna angleščina bodisi poslovna nemščina. Vlagatelj tudi ne uživa domače pravne zaščite, temveč pravno zaščito države, v kateri ima trgovalno podjetje svoj sedež. Pri trgovanju z ameriški vrednostnimi papirji, predvsem pa z izvedenimi finančnimi instrumenti (kot so opcije in termenske pogodbe), je prisotno še časovno tveganje, saj se na trgih marsikaj dogaja takrat, ko vlagatelj za računalnikom zaradi časovne razlike ponavadi ne more biti fizično prisoten (Petrič, 2004, str. 19).

4.6 BORZNA NAROČILA NA TUJIH BORZAH

Vsak investitor mora za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev podati naročilo borznemu posredniku, ki posredujejo izvržbo na borzi. Investitor lahko borzno naročilo odda osebno, po telefonu, v pisni ali elektronski obliki. Tuje borzoposredniške hiše telefonske pogovore snemajo, tako da je verjetnost nesporazumov manjša. Najbolj enostavna, najcenejša in tudi najhitrejša možnost oddaje naročila je uporaba elektronske povezave z borznim posrednikom (Jesenek, 2003, str. 39).

Pri večini vrednostnih papirjev mora vlagatelj sam določiti ceno, po kateri želi izvršiti nakup ali prodajo, zato mora poznati vrste naročil. Če vlagatelj borznemu posredniku naroči, naj kupi ali proda vrednostni papir po najboljši možni ceni, bo lahko naročilo izvršil po ceni, ki bo drugačna od njegovih pričakovanj. Da bi se temu izognil, je treba borznemu posredniku natančno sporočiti, za katero vrsto naročila se je odločil.

4.6.1 VRSTE BORZNIH NAROČIL

Borzna naročila, ki jih poznamo danes, posredniku dejansko dajejo napotke o tem, kdaj in po kakšni ceni želi vlagatelj kupiti nek VP. Tako poznamo:

- **Tržno naročilo**, ki je naročilo za nakup ali prodajo vrednostnega papirja po tečaju, po katerem je v tistem trenutku mogoče izvršiti transakcijo, če za to obstaja dovolj velika ponudba oziroma povpraševanje. Tak nalog bo izvršen v trenutku, ko pride na vrsto in ga ni mogoče preklicati. Nalog je v tem primeru

izvršen v vsakem primeru, vendar vlagatelj ne ve natančno, po kakšni ceni. Cena je odvisna tudi od tega, kako dolgo nalog potuje do izvršitve na borzi.

- **Naročilo z omejitvijo** je naročilo za nakup ali prodajo vrednostnega papirja po vnaprej določeni ceni. Transakcija nikoli ni izvršena po ceni, ki bi bila manj ugodna od limitirane cene. Limitirano naročilo se od tržnega razlikuje po tem, da naročilo ni izpolnjeno, če je limit vzpostavljen izven dnevnega tečajnega razpona.
- **Stop naročilo** postane tržno naročilo, če tržna cena na borzi doseže določeno stop ceno. Prednost stop naročil je zavarovanje naložbe pred nepredvidenim gibanjem cen na borzi, saj je v primeru prevelikega vzpona ali padca cen zagotovljena tudi izvedba naročila. Slabo pa je, ker je lahko dejansko izvedbena cena tudi precej nižja od stop cene, če tečaj delnice zaradi velikega prodajnega pritiska skokovito pade pod stop ceno.
- **Stop limitirano naročilo** je enako kot stop naročilo, le da stop cena aktivira naročilo. Po aktiviranju to ne postane tržno naročilo, temveč limitirano naročilo.
- **Tečaj ob otvoritvi** je tečaj, ki se da borznemu posredniku v izvedbo pred začetkom borznega poslovanja, čas, ko se bo izvršil, pa je odvisen od tega, kdaj bo nalog prišel na vrsto.
- **Tečaj ob zaključku** je tečaj, ki se oblikuje v zadnjih minutah rednega dela trgovanja.
- **Zbirna naročila** so naročila, pri katerih investitor izbere košarico posameznih vrednostnih papirjev, za katero želi, da bi bili nalogi izvedeni istočasno.
- **Giblivo se stop naročilo** je naročilo, pri katerem vlagatelj določi stop ceno za fiksni znesek pod ali nad trenutno tržno ceno. V primeru prodaje stop cena narašča za enako kot tržna cena, v primeru padca pa se stop ceno ne spremeni. Obratno je za nakup. Tako vlagatelj nadzoruje izgubo, dobiček pa je neomejen.
- **Zakrito naročilo** je naročilo, kjer je javno viden le del večje količine za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev, drugo pa je skrito. Tako predvsem večji vlagatelji prekrivajo svoje strategije.

4.6.2 VELJAVNOST NAROČIL

Glede na veljavnost obstajata dva tipa naročil:

- **dnevno naročilo** je naročilo, ki velja le do zaključka trgovalnega dne,
- **GTC naročilo (ang. good-till-cancelled)** pa je naročilo, ki velja do izvršitve naloga ali do priklica vlagatelja za vse vrste limitiranih naročil.

4.6.3 VRSTA RAČUNA

Potem ko vlagatelj določi vrsto naročila, se mora odločiti še za tip računa. Možnosti so tri:

- nakup z gotovino (ang. cash).
- nakup z denarjem, ki ga nimamo, oziroma nakup s posojilom, ki ga odobri borzni posrednik (ang. margin).
- prodaja vrednostnega papirja, ki ga nimamo (ang. short).

Pred oddajanjem naročila lahko vlagatelj celotno naročilo s posebnim ukazom še enkrat preveri. Preverjanje opravi sistem, istočasno lahko vlagatelj preveri tudi trenutni tečaj vrednostnega papirja in potrdi naročilo, ki se zatem vpiše v borzni trgovalni sistem.

4.7 VRSTE NALOŽB NA TUJIH BORZAH

Na tujih trgih je večja ponudba različnih vrednostnih papirjev kot na Ljubljanski borzi. Medtem ko se na Ljubljanski borzi v večji meri trguje predvsem z delnicami in obveznicami, je v tujini na voljo cela vrsta drugih možnosti. Poleg delnic in obveznic so zelo priljubljeni različni skladi, kot denimo indeksni skladi, skladi ETF, Hedge skladi, različne opcije, terminske pogodbe in drugo. Posamezne vrste vrednostnih papirjev se med sabo razlikujejo glede na tveganje in donosnost.

Glede na to, da so delnice in obveznice med vlagatelji v Sloveniji precej dobro poznane, se bom v nadaljevanju bolj osredotočil na druge naložbene možnosti. Pri trgovanju z delnicami velja omeniti predvsem posebnost, ki je slovenskim vlagateljem manj znana, in sicer da se lahko pri trgovanju z delnicami na večjih mednarodnih

borzah investitor odloči za dve vrsti transakcij: za dolgo (ang. long) transakcijo in kratko (ang. short) transakcijo oziroma pozicijo.

Običajno investitor delnico najprej kupi in jo proda, ko cena delnice zraste. Ta vrsta transakcije je t. i. dolga transakcija. Pri načinu trgovanja s kratko transakcijo pa kupec delnico najprej proda in jo kasneje kupi. V tem primeru bo investitorju dobiček prinesel padec cene delnice. Večji kot je padec cene delnice, večji je dobiček. Investitorju delnice posodi borzna hiša. Kasneje mora delnice kupiti, da vrne izposojene delnice. Poleg vračila delnic mora posrednikju plačati tudi morebitne dividende, ki so bile izplačane v času izposoje. Vrednost delnice lahko poraste navzgor neomejeno. Ta način investiranja je zelo tvegan.

Drugih večjih posebnosti v primerjavi s slovenskim trgom kapitala delnice in obveznice nimata, zato se v nadaljevanju osredotočam predvsem na alternativne naložbene možnosti, kot so vzajemni skladi, kotirajoči indeksni skladi ali indeksne delnice in t. i. hedge skladi⁷.

4.7.1 VZAJEMNI SKLADI

V svetu je približno od 40 do 50 tisoč vzajemnih skladov. V različnih oblikah skladov je na svetovnih borzah več kot polovica vsega denarja. Med dva najbolj znana globalna vzajemna sklada sodita Pioneer Fund, ki je najstarejši še delujoči vzajemni sklad, ustanovljen že leta 1928, in Templeton Growth Fund. Pioneer Fund je imel v začetku leta 2003 že 4.300 milijard ameriških dolarjev premoženja. Povprečna letna donosnost sklada od njegove ustanovitve pa je bila 12,36-odstotna. Gre za rastoči sklad, ki kupuje delnice velikih podjetij po vsem svetu. Templeton Growth Fund je bil ustanovljen leta 1954. Njegova letna donosnost od ustanovitve je bila 13,6-odstotna, sklad pa je lani upravljal že 6.900 milijard ameriških dolarjev premoženja. Sklad investira v katerokoli državo, industrijsko panogo, brez omejitve deleža po posameznih naložbah (Lubej, 2003, str. 62).

Omenjeni podatki pričajo o velikosti in pomembnosti vzajemnih skladov za svetovne borze. Poznamo različne definicije vzajemnih skladov, ki jih lahko povzamemo takole: vzajemni sklad je skupno premoženje vlagateljev, ki je v izključni lasti vlagateljev in je razdeljeno na enake dele – točke (VEP – vrednost enote premoženja). Vsaka točka predstavlja sorazmerni delež vseh naložb vzajemnega sklada. Uspešnost vzajemnega sklada predstavlja rast vrednosti točke – donos. Cilj vzajemnega sklada je

⁷ Naložbenih možnosti je v tujini še mnogo več, kot na primer tudi vlaganje v izvedene VP in podobno, vendarle pa bi podrobno opisovanje vsake posamezne naložbe preseгло dolžino magistrskega dela, zato se osredotočam predvsem na tiste, ki so z vidika povprečnega slovenskega vlagatelja v tujini najbrž najbolj zanimive.

povečevanje njegove vrednosti ter posledično povečevanje premoženja vlagateljev. Vlagatelj lahko točke kadarkoli proda vzajemnemu skladu⁸.

Vzajemne sklade lahko zaradi njihove raznolikosti delimo po različnih kriterijih, najpogosteje pa glede na njihovo sestavo naložb in glede na njihovo agresivnost na trgu. Glede na **sestavo naložb** vzajemne sklade tako delimo na:

- **delniške sklade:** ti imajo v svojem premoženju večino delnic, zato sodijo praviloma med bolj donosne vendar pa tudi bolj tvegane,
- **obvezniške sklade,** ki imajo za razliko od delniških v svojem premoženju večino obveznic, kar se praviloma odraža v nižji donosnosti in manjšem tveganju,
- **kombinirane sklade:** to so skladi, kjer je približno enak delež premoženja zastopan s strani delnic in obveznic, zato sodijo med srednje tvegane in
- **sklade denarnega trga,** ki so kratkoročni skladi, ker investirajo v različne instrumente z rokom dospelosti do enega leta. Preostale tri oblike skladov sodijo med dolgoročne sklade.

Glede na **agresivnost na trgu** sklade lahko delimo na:

- **agresivno rastoče sklade:** njihov cilj je zagotoviti maksimalno rast sredstev z zelo majhnim poudarkom na dividendah in obrestih. Sredstva nalagajo pretežno v delnice manjših, hitro rastočih podjetij, ki ne plačujejo dividend. Takšne vrste investicij so bolj tvegane in volatilne. Investirajo lahko v različne vrste industrij ali se osredotočijo samo na eno vrsto. Nekateri skladi si sredstva lahko sposojajo, uporabljajo opcije in druge špekulativne strategije.
- **rastoče sklade:** Ti pretežno investirajo sredstva skladov v delnice hitre rasti, ki v večini ne prinašajo dividend. V primerjavi s prejšnjo skupino je njihov pristop bolj konzervativen, ker so cilji bolj dolgoročno postavljeni. Ciljna skupina delnic so hitro rastoča večja, renomirana podjetja, za katera se predvideva potencialna dolgoročna rast dobičkov in prodaje.
- **mednarodne, globalne sklade:** Ti skladi z namenom zmanjšanja različnih tveganj investirajo v različna podjetja po celem svetu. To je še en način zmanjšanja tveganja, ker se ne gibljejo zmeraj vsi trgi v isti smeri. Za upravljanje skrbijo za to usposobljeni upravljavci. Investirajo lahko v mednarodne delnice ali obveznice podjetij in tujih držav.
- **sklade rasti in prihodka:** Ti so kombinacija med dolgoročno rastjo kapitala in rednimi donosi. Zato investirajo v kombinacijo delnic rasti in delnic, ki izplačujejo dividende ali kombinacijo delnic rasti, delnic z visokimi dividendnimi

⁸ Povzeto po spletni strani vzajemci.com [URL: <http://www.skladi.com/skladi.php>], 5.6.2004.

donosi, konvertibilnimi obveznicami, instrumenti denarnega trga in obveznicami podjetij.

- **sklade s stalnim donosom:** Ti imajo cilj zagotoviti visoke in stalne dohodke ter hkrati ohraniti glavnico. Sama rast kapitala je drugotnega pomena. Obvezniški skladi vlagajo v različne vrste obveznic, delniški skladi samo v delnice podjetij, ki izplačujejo dividende.
- **področne delniške sklade:** So specializirani skladi, ki vlagajo v delnice samo v določeni panogi kot na primer: biotehnološki skladi, telekomunikacijski skladi, finančni skladi, skladi zlatih rudnikov in podobno. Njihova značilnost je, da omogočajo razpršenost naložb znotraj sektorja, da jih upravljajo strokovnjaki, ki dobro poznajo to področje, in da so močno izpostavljeni tržnim tveganjem.
- **sklade denarnega trga:** So primerni za konzervativne vlagatelje, ker zagotavljajo visoko stabilnost glavnice z nizkimi do zmernimi donosi. V premoženju takšnih skladov najdemo visoko likvidne, kratkoročne obveznice in zadolžnice podjetij, bank, drugih finančnih ustanov ali države.
- **indeksne sklade:** Ti karseda natančno posnemajo gibanje izbranega borznega indeksa. Tako npr. poznamo sklade, ki posnemajo indeks S&P, Nasdaq, Dax in podobno. Cilj takšnega sklada ni izboljšati rezultate primerljivega indeksa, temveč se mu čimbolj približati. Ker so potrebe po upravljanju takšnega sklada manjše, so tudi upravljavski stroški nižji.

Pri vzajemnih skladih gre praviloma za dolgoročne investicije, tri leta ali več. Smiselno je izbirati uveljavljene, preskušene vzajemne sklade, za katerimi stojijo praviloma tudi večje finančne ustanove. Prav tako je smiselno izbrati več vzajemnih skladov različnih upravljavcev in tako še povečati varnost naložbe. Za čas in namen varčevanja je treba izbrati sklad s primerno naložbeno strategijo (Lubej, 2003, str. 63).

Prednosti vzajemnih skladov so različne, omenili bomo nekatere najpomembnejše. Z vlaganjem v vzajemne sklade se zmanjša investicijsko tveganje, saj je zlasti manjšim investitorjem omogočeno, da lahko s precej nižjimi stroški bolj razpršijo svoje premoženje, kot če bi vlagali neposredno v vrednostne papirje. Poleg tega njihovo premoženje upravljajo profesionalni upravljavci premoženja, kar daje večje možnosti za večji donos, hkrati pa vlagateljem prihranijo precej časa, ki je potreben za spremljanje in analiziranje borznega dogajanja. Slabosti vzajemnih skladov pa so, da mora investitor plačevati upravljavcu sklada vstopne in izstopne provizije, ki znašajo v Sloveniji do največ 3 odstotke, v tujini pa se gibljejo tudi od 2 do 8 odstotkov investiranega zneska. Poleg tega mora investitor plačevati tudi provizije za storitve upravljanja premoženja, ki se pri nas gibljejo do največ 2 odstotka povprečne čiste vrednosti premoženja letno, v ZDA pa denimo od 0,25 do 2 odstotka (Kleindienst, 2001, str. 443)

4.7.2 HEDGE SKLADI⁹

Prve oblike hedge skladov segajo v leto 1949, ko je bil ustanovljen prvi. Hedge skladi so kolektivna oblika nalaganja sredstev in so namenjeni predvsem zelo premožnim posameznikom kot dopolnilna investicijska možnost. Leta 1990 je bilo v svetu približno 600 hedge skladov. V začetku leta 2001 jih je bilo že približno 6000, ki so imeli v upravljanju 500 milijard ameriških dolarjev premoženja. Skoraj 90 odstotkov vseh teh sredstev so upravljali menedžerji s sedežem v ZDA. Leta 2003 pa so hedge skladi v ZDA upravljali že okoli 600 milijard ameriških dolarjev premoženja, v svetovnem merilu pa že 800 milijard ameriških dolarjev. Vseh skupaj je bilo v svetu že 6.300 hedge skladov¹⁰.

V običajne (neregistrirane) hedge sklade lahko investirajo le tisti vlagatelji, ki imajo več kot milijon ameriških dolarjev premoženja ali so imeli 200.000 ameriških dolarjev letnih dohodkov v zadnjih dveh letih. Če pa je sklad registriran pri ustrezni instituciji za nadzor, potem se minimalni potrebni kapital za pristop zniža na 2000 dolarjev. Hedge skladi, ki niso registrirani, niso dolžni dnevno vrednotiti svojega premoženja po tržnih cenah ob zaključku trgovalnega dne, kljub temu pa je veliko skladov takšno pravilo že sprejelo (Jesenek, 2003, str. 89).

Hedge skladi so vse vrste investicijskih skladov, podjetij ali komanditnih družb, ki investirajo v izvedene finančne instrumente (derivate), lahko uporabljajo kratko in dolgo tehniko investiranja in si izposojajo sredstva zaradi uporabe finančnega vzvoda. Za razliko od vzajemnih skladov ima izbira upravljavca¹¹ in naložbene strategije velik vpliv na rezultate hedge sklada. Če so v začetku uporabljali le nekaj strategij, bi danes lahko rekli, da je naložbenih strategij in tehnik vsaj toliko, kolikor je različnih upraviteljev skladov¹².

V svetu obstaja mnogo vrst hedge skladov, skupne pa so jim naslednje značilnosti¹³:

- da uporabljajo tvegane trgovalne tehnike, povezane z finančnim vzvodjem, ki upravljavcem vzajemnih skladov niso dovoljene,¹⁴
- da lahko vlagajo v mnoge izvedene finančne instrumente, v katere vzajemni skladi ne morejo,

⁹ V slovenskem jeziku ustreznega izraza za angleški izraz hedge fund še nimamo, zato se je v praksi uveljavil kar angleški izraz.

¹⁰ Povzeto reviji Forbes.

[URL: http://www.forbes.com/home_asia/free_forbes/20004/0524/110.html], 5.8.2004.

¹¹ v preteklosti so zaradi odhoda upravljavca sklade že likvidirali (kot npr. Sorosov Quantum sklad).

¹² Povzeto po spletni strani [URL: <http://www.i-svetovanje.com>], 5.2.2004.

¹³ Povzeto po spletni strani [URL: <http://www.vzajemci.com>], 5.6.2004

¹⁴ Upravljaec si izposodi vrednostni papir in ga nato proda v upanju, da bo cena padla in ga bo lahko nazaj kupil ceneje, ter vrnil lastniku.

- da je njihovo poslovanje netransparentno, saj niti svojih vlagateljev večinoma ne obveščajo o tem, kako so njihova sredstva naložena,
- da je njihovo gibanje pogosto nekorelirano z gibanji delniških trgov,
- da so vloge v njih bistveno manj likvidne kot vloge v vzajemnih skladih,
- da upravljavci vlagateljem zaračunavajo precej višje stroške kot pri vzajemnih skladih.

Hedge skladi se torej razlikujejo od klasičnih vzajemnih skladov. Tabela 4 prikazuje, katere so glavne razlike med Vzajemnimi skladi in Hedge skladi.

Tabela 4: **Primerjava značilnosti vzajemnih in t. i. hedge skladov**

Lastnost	vzajemni sklad	hedge sklad
Ali lahko uporabljajo tvegane trgovalne tehnike?	v glavnem ne	da
Ali lahko vlagajo v vse izvedene finančne instrumente?	ne	da
Ali je njihovo poslovanje pregledno za vlagatelje?	da	ne
Ali so pod nadzorom državnih inštitucij?	da	v glavnem ne
Ali lahko dosegajo dobičke tudi v času padajočih trendov na delniških in obvezniških trgih?	v glavnem ne	da
Ali so vloge vlagateljev likvidne?	da	v glavnem ne
Kakšni so stroški, ki jih upravljavci zaračunavajo vlagateljem?	nižji	višji
Kakšen je minimalni začetni vložek?	nizek	ponavadi visok
Ali so namenjeni širokemu trgu (množičen izdelek)?	da	Ne

Vir: Dopolnilna investicijska možnost za zelo premožne vlagatelje, 2004.

Izbrati pravi sklad ali celo več hedge skladov zahteva veliko znanja, podatkov in časa. Najprej je treba izbrati najboljše specializirane sklade, oceniti njihovo uspešnost v prihodnosti, na koncu pa še opredeliti ponderje za oblikovanje premoženja kombinacije skladov. Pri krovnih skladih je ta naloga preložena na upravljavca. Večina najbolj uspešnih hedge skladov sprejme le omejeno število investitorjev, kar pomeni, da je možen vstop v sklad le v primeru izstopa enega izmed lastnikov. V tem primeru imajo prednost pri vstopu večji investitorji (Bevc, 2003, str. 29).

4.7.3 INDEKSNE DELNICE (ANG. EXCHANGE TRADED FUNDS – ETF)

Indeksne delnice ali ETFji¹⁵ predstavljajo premoženje teh skladov. Premoženje ETF-ja je sestavljeno iz delnic, ki so vključene v izbrane indekse; lokalne, svetovne-globalne,

¹⁵ V slovenski finančni praksi se za te institucije uporablja kar okrajšava ETF, uveljavljenega slovenskega izraza zanje namreč še ni. Indeksna delnica ali kotirajoči indeksni sklad sta dva izraza, ki jih je občasno možno zaslediti v slovenskih medijih.

panožne, pa tudi iz indeksa obveznic. Z nakupom delnice ETF dobi investitor priložnost nakupa in prodaje celotnega premoženja, izraženega v eni sami delnici. Skladi niso aktivno upravljani. Njihova sestava se spremeni hkrati s sestavo pripadajočega indeksa. Od klasičnih vzajemnih skladov se ločijo po načinu izdaje in odkupa delnic ter po tem, kako se z njihovimi delnicami trguje.

ETF-je oblikujejo investicijske hiše, ki deponirajo določen sveženj delnic pri ETF družbi. V zameno za ta depozit dobijo fiksno število delnic, ki jih v celoti ali delno prodajo na borzi. Institucionalni investitorji lahko svoje deponirane delnice ponovno pridobijo, če vrnejo enako število delnic ETFja. Individualni investitorji te pravice nimajo. Delnic ETFjev ne morejo direktno kupovati oziroma prodajati pri ETF družbi. Vse transakcije za njih izvajajo borzni posredniki in z njimi se trguje na borzi.

Za razliko od navadnih vzajemnih skladov se z ETFji trguje v rednem času borznega poslovanja po tržnih cenah, odvisno od ponudbe in povpraševanja. To pomeni, da se njihova cena v času trgovanja nenehno spreminja. Zadnja vrednost izraža tudi vrednost valutnih sprememb. To v praksi pomeni, da se vrednost lahko spremeni na osnovi valutnih nihanj, ko je domače tržišče zaprto in se še trguje v New Yorku. Ob zaključku trgovalnega dne pa se za vsak sklad posebej izračuna uradna neto vrednost čistega premoženja (Jesenek, 2003, str. 100).

ETF-ji spremljajo splošne indekse (npr. S&P 500, Nasdaq 100, Dow Jones, Fortune 500, Rusell 1000, 2000, 3000 indeks ...), panožne indekse (nepremičninski, biotehnoški, telekomunikacijski, energetske sektor ...) ali indekse za skupine delnic z nekimi skupnimi značilnostmi (potrošno-ciklična skupina, potrošno-neciklična skupina, spletne delnice ipd.), mednarodne indekse, ki pokrivajo posamezno tržišče (npr. Nemčija, Avstralija, Tajska ipd.), regijo (npr. Evropa, Latinska Amerika, Pacifik) ali globalno področje (S&P Global 100).

ETF-ji imajo tako kot druge naložbe vrsto prednosti pa tudi pomanjkljivosti, med katerimi v nadaljevanju navajam nekatere najpogostejše. Prednosti ETF-jev so nižji stroški upravljanja, transparentnost (znana je sestava naložb v skladu) in možnost nakupa na kredit, pomanjkljivosti pa, da nekatere vrste ETFjev niso likvidne, poleg trgovalne provizije pa vlagatelj plača tudi razpon med prodajno in nakupno ceno. Pomanjkljivost je tudi, da se lahko upravitelj ETFja sam odloči, da ga bo zaprl. Nekateri ETFji imajo v portfelju tudi manjše število naložb, kar pomeni, da lahko sprememba vrednosti ene od njih povzroči veliko spremembo v vrednosti delnice ETF-ja (Jesenek, 2003, str. 101)

5 ANALIZA DEJAVNIKOV, KI VPLIVAJO NA CENE VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Za analizo delnic posameznih podjetij se uporabljajo različne metode. Najbolj poznani sta tehnična in temeljna analiza delnic. Finančni analitiki, ki jih nekateri imenujejo tudi »fundamentalisti«, uporabljajo temeljno analizo, ki se ozira v prihodnost, tehnični analitiki, ki uporabljajo za analiziranje delnic tehnično analizo, pa se ozirajo v preteklost. Fundamentalisti razmišljajo predvsem o bodočih zaslužkih in dividendah podjetja, medtem ko tehnični analitiki na osnovi različnih grafov, s pomočjo računalniških tehnologij ponavadi napovedujejo kratkoročno gibanja cen. Analitiki pravijo, da temeljna analiza odgovori na vprašanje, kaj kupiti, tehnična analiza pa, kdaj kupiti. Primerjava temeljne analize delnice s tehnično analizo delnice je precej težka, saj vsaka uporablja svoje metode, izračune ter projekcije za odgovor na isto vprašanje: v katero delnico in kdaj investirati kapital. Da bi se temu čimbolje približali, se je razvilo tudi nekaj metod, kot denimo moderna premoženjska teorija in načela ciljnega investiranja. V nadaljevanju tega poglavja si bomo pogledali vse omenjene metode.

5.1 TEHNIČNA ANALIZA

Tehnična analiza temelji na predpostavki, da se tečaji na trgih gibljejo v trendih. Pri tehnični analizi analitiki spremljajo predvsem gibanja tečajev v preteklosti na najrazličnejših grafih in primerjajo različne vrednosti delnic v odvisnosti od drugih primerjalnih podatkov, ki so izračunani na podlagi preteklih dogajanj na trgu vrednostnih papirjev s pomočjo moderne tehnologije. Po opravljeni tehnični analizi je tehnični analitik pripravljen oceniti, v katerem obdobju v prihodnosti naj vlagatelj kupi ali proda delnico. Za analitike tehnične analize velja enako kot za analitike temeljne analize. Pri napovedih prihaja vedno do kakšnih nepredvidljivih dogodkov in sprememb, kar pomeni, da so napovedi na podlagi tehničnih analiz pomanjkljive oziroma nezanesljive.

Tehnično analizo delnic je možno opisati tudi kot ugibanje prihodnjih gibanj cen delnic s pomočjo iskanja vzorcev v preteklih cenah delnic oziroma cenovnih trendih. Glavna orodja analize so grafi različnih vrst in matematično statistični kazalniki, ki so lahko preprosti ali pa močno sofisticirani. Logika analize je, da se vsi dejavniki poslovanja podjetij, ekonomskih gibanj, političnih dogodkov in podobno skoraj v trenutku prezrcalijo na ceno vrednostnih papirjev (Šimenc, 2003, str. 1).

Analiza s svojim bogatim instrumentarijem tehnično precej olajša spremljanje tečajev vrednostnih papirjev. Osnovna prednost je hitrost, s katero se lahko vlagatelji prilagajajo tržnim spremembam.

Zagovorniki tehnične metode sicer priznavajo vrednost informacij, ki zadevajo prihodnjo uspešnost poslovanja podjetja, njegovo tveganje in uspešnost gospodarstva, v katerem podjetje posluje, vendar trdijo, da te informacije za uspešno trgovanje z delnicami niso nujno potrebne. Menijo namreč, da se bo denimo na pomemben dogodek, ki utegne odločilno vplivati na prihodnjo uspešnost poslovanja podjetja, trg odzval počasi. Tehnična analiza torej na učinkovitem trgu kapitala, kjer se tečaji delnic novim informacijam v trenutku prilagodijo, ne dajejo možnosti za uspeh (Kleindienst, 2003, str. 200).

Zaradi izjemne informatizacije pa v razvitem svetu skorajda ni borze, kjer bi se trg na informacije odzival počasi. Večina trgov deluje z veliko odzivnostjo na vse pomembne pa tudi manj pomembne informacije. Zato raziskave tujih trgov kapitala kažejo, da celo profesionalni analitiki tehnični analizi delnic pripisujejo razmeroma majhen pomen pri odločanju.

Tehnična analiza namreč temelji na predpostavki, da se zgodovina ponavlja, vendarle pa analize dogajanja v preteklosti govorijo drugače. Pretekli dogodki na borzi so precej slab napovedovalec prihodnjih dogodkov. Poleg tega tehnična analiza zahteva dobro poznavanje matematičnih in statističnih modelov, kar pomeni, da je za neprofesionalne vlagatelje bolj ali manj neprimerna.

Tudi profesionalci se zaradi njenih pomanjkljivosti raje obračajo k drugim analizam. Tehnična analiza ima tako pri povprečnem ameriškem analitiku le okoli 10-odstotni pomen pri odločanju, medtem ko ima temeljna analiza preostali pomen. Analitiki, ki tehnično analizo že uporabljajo, jo razumejo predvsem kot pripomoček pri odločanju o tem, kdaj določen vrednostni papir kupiti in prodati, ne pa za izbiro posameznih vrednostnih papirjev (Kleindienst, 2001, str. 201).

Temeljna analiza se torej v praksi precej več uporablja, zato ji v nadaljevanju namenjam tudi več pozornosti.

5.2 TEMELJNA ANALIZA

Temeljna analiza je celovita analiza, ki skuša opredeliti, zajeti in povezati v neko celoto čim več dejavnikov, ki vplivajo na notranjo vrednost izbrane naložbe, največkrat delnice. Le taka popolna slika vlagateljem omogoča določiti notranjo vrednost delnice, ne da bi pri tem tvegali možnost prevelike napake pri oceni, ki bi

rezultat analize postavil na majave temelje in s tem zavrgel prvotno poslanstvo tovrstne analize.

Temeljna analiza je grajena na predpostavki, da ima vsaka delnica svojo notranjo vrednost, ki jo lahko določimo glede na temelje, kot so: finančna moč podjetja, podatki o preteklih izplačilih dividend, stopnja rasti celotnega prihodka podjetja v preteklosti, tržne možnosti v prihodnosti, značilnosti panoge podjetja, značilnosti njegove konkurence, splošno ekonomsko ter politično stanje v državi in svetu ter nekatere druge informacije (Mramor, 1993, str. 140). Na osnovi omenjenih temeljev se določi notranja vrednost delnice, ki se nato primerja s ceno, doseženo na trgu, in nadalje ugotavlja možno precenjenost oziroma podcenjenost delnice. Obstaja mnogo modelov, po katerih se ocenjuje notranja vrednost delnice.

Notranja vrednost delnice je enaka sedanji vrednosti vseh denarnih tokov, ki jih lastnik pričakuje v prihodnosti. Je izrazito subjektivna vrednost, saj je odvisna od sposobnosti, znanja in izkušenj analitika, ki jo ugotavlja (Šimon, 1996, str. 15).

Na podlagi te ugotovitve lahko vlagatelji na trgu ustvarijo dobiček kot razliko med notranjo in tržno vrednostjo delnice. Če je notranja vrednost delnice nižja od njene trenutne tržne vrednosti, je delnica precenjena in je čas za njeno prodajo. Če pa je notranja vrednost delnice višja od tržne, je delnica podcenjena in je čas za njen nakup. Pri temeljni analizi gre za dolgoročen pristop k investiranju.

Temeljna analiza torej odgovarja na vprašanja o delnici, da vlagatelj doseže smoter naložbe, dobiček in varnost. Po opravljeni tovrstni analizi investitor razpolaga s podatki o poslovanju podjetja – izkazih podjetja, podatkih, ki je iz njih mogoče napraviti približno projekcijo poslovanja podjetja v prihodnosti, in iz katerih lahko oceni dobiček in višino dividend v prihodnosti. Na podlagi prihodnjih projekcij pa poskuša napovedati ceno delnice v prihodnosti in s tem kapitalski dobiček z naslova vlagatelja.

Pri temeljni analizi pogosto sledimo pristopu od zgoraj navzdol, kar pomeni, da začnemo z analizo (medn.) gospodarskega okolja, nadaljujemo z analizo panoge in nazadnje opravimo (predvsem finančno) analizo podjetja. Cilj take analize oz. tudi takšnega pristopa je s pomočjo ustreznih modelov ugotoviti/oceniti notranjo vrednost delnice.

5.2.1 ANALIZA OKOLJA NA PODLAGI GOSPODARSKIH CIKLOV

Za razliko od tehničnih analitikov, ki trdijo, da se v grafih vidi vse, kar morajo vedeti o podjetju, se fundamentalni analitiki ukvarjajo s proučevanjem podjetij in njihovimi možnostmi nadaljnjega razvoja, in sicer tako na nivoju podjetij samih kot v povezavi s stanjem v gospodarstvu in panogi, iz katere izhajajo (Jesenek, 2003, str. 141).

Ekonomske razmere v gospodarstvih so se zmeraj spreminjale in z leti prehajale skozi različne faze, ki se imenujejo cikli. Ti cikli imajo na različna podjetja v različnih panogah raznolike vplive. Naloga fundamentalnih analitikov je, da v določenih gospodarskih razmerah oziroma ciklih najdejo tiste panoge oziroma podjetja, ki bodo v danih razmerah zagotavljala boljše poslovne rezultate oz. donosnost vlagateljem.

Preden se vlagatelj odloči za nakup ali prodajo določene delnice ali drugega vrednostnega papirja, mora zato natančno preučiti gospodarsko okolje, panogo in konkretno podjetje.

Prvi korak pri analizi podjetniškega okolja je analiza gospodarstva ter trga vrednostnih papirjev, ki pomaga pri odločitvi o alokaciji sredstev med delnice, obveznice in gotovino. Poleg tega je potrebno napraviti analizo trga vrednostnih papirjev, pri kateri gre za analizo obrestnih mer in vrednotenja trga vrednostnih papirjev. Naslednji korak je analiza panog, saj je donosnost posameznih panog zelo različna. Tako je za lažjo primerjavo uspešnosti podjetij potrebno razvrstiti podjetja v panoge, oceniti dobiček na delnico za panogo ter določiti multiplikator dobička za panogo. Zadnji korak je analiza podjetja in delnice (Šimon, 1996, str. 68).

Dobro vzdušje v gospodarstvu in ugodna mednarodna politična klima pomembno pripomoreta k rasti cen vrednostnih papirjev, predvsem delnic. Ti dejavniki so včasih celo bolj pomembni kot razne druge analize.

Borzni cikli so dolgoročno tesno povezani z gospodarskimi cikli. Gospodarstva so se skozi vso svojo zgodovino gibala iz stanja recesije v stanje ekspanzije ter obratno. Med omenjenima skrajnima točkama gospodarskega cikla pa nastopijo še situacije, ko ni izrazitih tendenc. Slednje je razumljivo, saj procesi ne potekajo premočrtno, temveč v valovih. Daljše kot je obdobje opazovanja, jasneje so izraženi trendi v gospodarstvu (Turković, 2003, str. 32).

Vlagatelji morajo vedeti, katere vrste naložb so v posameznih gospodarskih ciklih najdonosnejše. Pri tem pa je treba upoštevati tudi pričakovanja v prihodnje. Trenutno slabša gospodarska in politična situacija ni nujno, da slabo vpliva tudi na

borzne tečaje, če so pričakovanja borznih igralcev za prihodnost optimistična (Turković, 2003, str. 35). Ločimo lahko naslednje faze gospodarskih ciklov:

- začetek gospodarskega vzpona
- oživiljena gospodarska konjunktura
- polna gospodarska konjunktura
- začetek gospodarske recesije
- gospodarska kriza.

Poglejmo si podrobneje značilnosti posameznih faz gospodarskih ciklov:

- **Začetek gospodarskega vzpona**

Gospodarstvo je na začetku gospodarske konjunktore na dnu in gospodarska rast je minimalna. Najbolj značilen ukrep v takšnem stanju je, da centralna banka poskuša vzpodbuditi rast z znižanjem obrestnih mer. Zadolževanje postane cenejše, rezultat pa je večja količina denarja, ki povečuje povpraševanje na vseh področjih, denar pa vstopa tudi na borzo. Povpraševanje se začne počasi povečevati. Prvi znaki oživljanja se ponavadi kažejo v panogah, ki proizvajajo izdelke za široko potrošnjo, kot je denimo prehranska industrija. Poleg tega se v času oživljanja kot velik generator povpraševanja pojavlja tudi država preko javnih naročil. Država se mora v tem času zato zadolževati, saj so prihodki od davkov premajhni. Večje povpraševanje povzroči večje zaposlovanje, to pa generira plače in dodatno povpraševanje (Turković, 2003, str. 35).

Delnice so v tem obdobju na zelo nizkih vrednostih. Tveganja so ob nestabilnih razmerah in upehanem gospodarstvu prevelika, da bi ljudje masovno kupovali delnice, zato se na trgu pojavljajo le vlagatelji, ki so bolj podvrženi tveganju. Nasprotno od delnic pa so v času recesije rasle cene obveznic, saj so vlagatelji prodajali delnice in kupovali obveznice. Toda ob začetku gospodarske rasti se začne obratni proces. Začenja se selitev denarja iz dragih obveznic v cenejše delnice. Prvi začnejo kupovati delnice najpogumnejši vlagatelji. Tečaji delnic začnejo rasti, vendar na začetku ne pretirano. Možni so tudi posameznih popravki tečajev, tako da ti praviloma nikoli ne rastejo premočrtno, saj na rast delnic ne vpliva le trenutno gospodarsko stanje, temveč tudi drugi dejavniki, kot je denimo poslovanje posameznega podjetja in podobno. Kako dolgo traja takšno obdobje, je odvisno od tega, kako dolg in globok je bil padec gospodarstva, in od razloga, zakaj je do njega prišlo.

- **Oživiljena gospodarska konjunktura**

Če stopnja gospodarske rasti ne presega dveh odstotkov, to pomeni, da monetarna politika še vedno skrbi za nizke obrestne mere in za nadaljnje oživljanje gospodarstva. V tej fazi so obrestne mere še vedno precej nizke. Inflacija je še vedno nizka, saj povpraševanje ni tako visoko. Precej pa se začne zmanjševati brezposelnost, začne se povečevati odstotek izkoriščenosti proizvodnih zmogljivosti. Izkušnje kažejo, da je povprečna zasedenost zmogljivosti v recesiji 60 odstotkov, v tem obdobju pa naraste na 80 odstotkov. V ZDA in Nemčiji je pomemben kazalec Indeks poslovnega zaupanja, ki kaže na psihološko stanje porabnikov tako posameznikov kot tudi podjetij.

Obveznice se v tem času cenijo, delnice pa dražijo. Vlagatelji morajo nadaljevati z nakupi delnic. V tem trenutku so pomembni dejavniki pri kupovanju delnic tudi drugi dejavniki. Vlagatelji si pri kupovanju delnic pogosto pomagajo z razmerjem med tečajem in dobičkom delnice (Price/Earning – P/E), ki pove, v kolikih letih bi vlagatelj vloženi denar, ki bi ga porabil za nakup delnic, dobil nazaj preko dobička podjetja. Za to fazo je značilno, da je količnik srednje visok. Poleg tega dajejo analitiki velik pomen še enemu kazalcu, in sicer denarnemu toku podjetja (ang. cash flow), ki kaže obseg denarja, ki priteka na račun podjetja.

- **Polna gospodarska konjunktura**

Gospodarska rast v polni gospodarski konjunkturi ponavadi preseže tri odstotke. Gospodarstvo raste zaradi velikega povpraševanja. Izkoriščenost proizvodnih zmogljivosti je višja od 85 odstotkov. Izkušnje kažejo, da to pomeni začetek inflacije, ki lahko kasneje tudi v razvitih državah seže do kakih štirih odstotkov. Zaposlovanje se še dodatno povečuje, kar sproža še večje povpraševanje. Podjetja gradijo nove proizvodne zmogljivosti.

Borzni vlagatelj mora v tem obdobju postati previdnejši, saj delnice evforično rastejo. V tem obdobju lahko P/E ponekod doseže celo vrednost 100, kar pomeni, da bi moral vlagatelj čakati sto let, da se mu povrne vloženi znesek. Optimizem na borzi je nepopisen, na borzo začnejo vlagati celo največji nezaupljivci. Toda izkušnje kažejo, da se je dosedaj še vsaka rast ustavila. Povod za zasuk navzdol ponavadi povzroči nek dogodek. Bodisi kakšen politični dogodek, morebiti celo vojna ali pa denimo občutno povišanje obrestnih mer s strani centralne banke, kar zmanjša količino denarja v obtoku in tako vpliva tudi na ustavitev oziroma zniževanje inflacije. Čeprav večina ljudi delnice še vedno kupuje, pa najbolj večji vlagatelji začnejo delnice počasi prodajati in kupovati obveznice, ki so v tem času podcenjene, saj je ponudba obveznic precej višja od povpraševanja.

- **Začetek gospodarske recesije**

Prvi znaki recesije se začnejo z zasičenostjo trga z izdelki, zato začne prodaja podjetij upadati. Podjetja so v tem času tudi precej zadolžena, toda posojil ne morejo več odplačevati. Njihove zmogljivosti postanejo prevelike, imajo preveč zaposlenih, zato začnejo počasi odpuščati. Povpraševanje se posledično začne zmanjševati, cene se začnejo zniževati, ljudje začnejo varčevati. V tem obdobju so možni tudi krajši popravki navzgor, centralna banka lahko tudi nekoliko zniža obrestne mere, pojavi se lahko občutek, da so težave že minile, toda trend je začrtan navzdol.

Na borzi je začetek takega obdobja najugodnejši čas za prodajo delnic. Tečaji so še vedno dokaj visoko, masovna panika pa še ni prisotna, zato je likvidnost še vedno visoka. Namesto delnic pa je to najugodnejši trenutek za nakup obveznic. V obveznice se začnejo počasi seliti tudi bančne vloge, saj začnejo obrestne mere počasi padati.

- **Gospodarska kriza**

Najvidnejši znak gospodarske krize je odpuščanje in posledično večja brezposelnost. Kupna moč se bistveno zmanjša. Podjetja ne vlagajo, posamezniki imajo slabe plače ali jih sploh nimajo, zato malo trošijo.

Na borznem trgu nastopi panika, zato tečaji bliskovito padajo. Vlagatelji morajo presoditi, ali gre za dolgoročno ali kratkoročno krizo. Najboljša naložba so obveznice. Inflacija se znižuje, kar pomeni, da se njihov realni donos povečuje. Paziti je treba pri podjetniških obveznicah, saj marsikatero podjetje v tem času lahko propade. Pojavi se recesija in začetek novega cikla.

Gospodarski cikli torej veliko povedo o tem, kateri vrednostni papirji so v določenem ciklu bolj donosni in kateri manj. Prav tako določen gospodarski cikel pomembno vpliva tudi na posamezno panogo in konkretno na podjetja v teh panogah oz. vrednost njihovih delnic.

5.2.2 ANALIZA PANOGE IN PODJETJA

Že sama analiza gospodarskega okolja veliko pove o dogajanjih in pričakovanjih v posameznih panogah. Posamezne panoge so v različnih ciklih različno privlačne, oziroma donosne in tvegane. Perspektivnost in tveganje panoge, v kateri deluje podjetje, bosta v veliki meri opredelila tudi pričakovano donosnost in tveganje njegove delnice, zato naj investitor izbiri panog, v katere bo posredno z nakupom delnic razporedil svoje prihranke, nameni še posebej veliko pozornost (Kleindienst, 2001, str. 255).

Investitor naj bi v osnovno premoženje izbral delnice podjetij, ki delujejo v najpomembnejših gospodarskih panogah, hkrati pa naj bi poskrbel, da bodo te panoge med seboj dovolj raznolike. Smiselno je, da vlagatelj približno tretjino osnovnega premoženja oblikuje z delnicami podjetij, ki delujejo v hitro rastočih panogah, tretjino z delnicami podjetij iz zmerno rastočih panog in tretjino z delnicami podjetij iz zrelih panog. Podatki iz borznega trga namreč kažejo, da večja, kot je stopnja povezave med dvema paroma panog, nižja je stopnja zmanjšanja tveganja, ki ga bo investitor dosegel z razpršitvijo premoženja na ti dve panogi.

Ker na podjetja znotraj določene panoge vplivajo zelo podobni dejavniki, je smiselno pričakovati, da bodo gibanja tečajev njihovih delnic v povprečju med seboj močnejše povezana, kot bodo povezana z gibanji tečajev delnic podjetij iz drugih panog. Celotno tveganje premoženja bo zato najučinkoviteje zmanjšal investitor, ki bo prihranke razporedil v delnice podjetij iz različnih panog.

Ker povprečni slovenski zasebni investitor nima možnosti, da bi svoje prihranke razporedil v prav vse panoge, ki so zastopane na borzi, bo zadoščalo, če vsako izmed delnic, ki jih vključi v osnovno premoženje, izbere iz druge panoge. Investitor, ki v osnovno premoženje vključi deset delnic različnih podjetij, naj bi tako izbral podjetja iz desetih različnih panog (Kleindienst, 2001, str. 256).

Temeljna analiza se potem, ko se prouči trenutno gospodarsko stanje in uspešnost posameznih panog v določenem okolju, v zadnjem koraku osredotoči še na konkretna podjetja. Fundamentalni analitiki ugotavljajo, kakšen je položaj določenega podjetja v primerjavi s konkurenčnimi podjetji, kakšne so njegove možnosti za nadaljnjo rast, njegovi pritoki denarja, finančna uspešnost in podobno. Zanje so pomembni tudi podatki o dosedanji uspešnosti vodstvene ekipe, saj na podlagi njihovih dosedanjih rezultatov lahko vlečejo smernice o tem, kako uspešni so lahko v prihodnje. Vse zbrane podatke analitiki potem primerjajo s podatki iz preteklosti pa tudi s konkurenti iz panoge ter jih dopolnijo s pridobljenimi podatki pri svojih poslovnih partnerjih.

Za podrobne analize je potrebno dobro poznavanje različnih računovoskih metod in drugih metod vrednotenja podjetij. Poleg tega je treba biti vseskozi pozoren za poslovanje podjetji, njihova sporočila za javnost, razne skupščine in pomembne prelomnice v poslovanju.

Temeljna analiza, ki je na prvi pogled manj zahtevna od tehnične analize, torej prav tako zahteva izjemno veliko znanja in številne informacije za uspešno odločanje o nakupu določenih vrednostnih papirjev.

5.3 MODERNA PREMOŽENJSKA TEORIJA

Edina skupna lastnost tehnične in temeljne analize je, da ne na podlagi ene ne druge ni moč stooostotno odgovoriti na vprašanje, v katero delnico in kdaj vložiti denar. Zato so se razvile tudi nekatere druge analize, ki se poskušajo čimbolj približati realnemu stanju na kapitalskih trgih.

Ena izmed teh je moderna teorija premoženja, ki je bližja temeljni analizi in poskuša odgovoriti na vprašanje, kakšna je optimalna sestava premoženja vrednostnih papirjev. Temeljna in tehnična analiza se ukvarjata predvsem z ocenjevanjem posameznega vrednostnega papirja in pripadajočim tveganjem in donosom, ta pa išče najboljšo kombinacijo vrednostnih papirjev. Ob določenem donosu poskuša oblikovati najmanj tvegano premoženje, oziroma ob določenem tveganju išče najdonosnejše premoženje (Šimenc, 2003, str. 1).

5.4 NAČELA CILJNEGA INVESTIRANJA

Druga bolj sodobna oblika pa je uporaba načel ciljnega investiranja. Predstavniki te nove teorije, med katerimi je najbolj znan uspešni ameriški vlagatelj Warren E. Buffet, trdijo, da njihovi uspehi niso naključni in da je na dolgi rok mogoče premagovati trg prav z uporabo načel ciljnega investiranja.

Po Buffetovem mnenju je najpravilnejše vrednotenje podjetij z oceno diskontiranih prihodnjih denarnih tokov. Vrednost podjetja se tako določa z dvema spremenljivkama; s prihodnjim denarnim tokom in primerno obrestno mero. V skladu z načelom enostavnosti in razumljivosti ter načelom dolgoročnih ugodnih možnosti je računanje prihodnjih denarnih tokov enostavno (Hagstrom, 1995, str. 95).

V primeru, da se ne da določiti prihodnjih zaslužkov podjetja, pa Buffett niti ne poskuša ocenjevati vrednostni podjetja in se naložbi odpove. Za obrestno mero uporablja obrestno mero državnih obveznic, kar je najbližje netvegani obrestni meri. Buffet tej obrestni meri ne dodaja premije za tveganje, ker se tveganju na splošno rad izogiba. Izloči tudi finančno tveganje, tako da se podjetjem z visoko stopnjo dolžniškega financiranja izogiba, izloča pa tudi poslovno tveganje, tako da se osredotoči le na podjetja z doslednimi in predvidljivimi donosi.

V praksi sta se razvila dva pogleda na naložbe, s tem pa dva tipa vlagateljev. Prvi, ki iščejo naložbe z nizkimi P/E (razmerje med tržno ceno delnice in dobičkom na delnico), nizkimi P/B in visoko dividendno donosnostjo in drugi, ki iščejo rastoča

podjetja z visokimi P/E koeficienti in nizkimi dividendnimi donosi, oziroma uporabljajo pristop iskanja rastočih podjetij (Graham, 1973, str. 76).

Po Buffetovem mnenju je rast le eden izmed izračunov, ki pomagajo ocenjevati vrednost. Pravi, da je edina prava investicija samo tista, ki se na podlagi diskontiranega prostega denarnega toka izkaže za najcenejšo, ne glede na to ali podjetja raste ali ne, ali so razmerja P/E, P/B visoka ali nizka (Hagstrom, 1995, str. 95).

Za analiziranje vrednostnih papirjev se torej uporabljajo različne metode. Med analitiki je najbolj priljubljena temeljna analiza. Nekateri to analizo dopolnjujejo še s tehnično analizo, uporabljajo pa se še druge metode, kot sta med drugim moderna premoženjska teorija ali načela ciljnega investiranja. Čeprav so vse metode dobri pripomočki za napovedovanje cen vrednostnih papirjev v prihodnje, pa nobena med njimi ni povsem zanesljiva.

6 UVOD V RAZISKAVO

Cilj raziskave, ki predstavlja osrednji del pričujočega magistrskega dela, je bil ugotoviti stanje slovenskih vlagateljev na tujih borznih trgih. V ta namen je bila opravljena raziskava med dvema skupinama anketirancev. Prva skupina je zajemala slovenske borznoposredniške hiše (v nadaljevanju BPH) in banke, preko katerih slovenski vlagatelji vlagajo v tujino, druga pa samostojne vlagatelje, ki trgujejo neposredno preko tujih spletnih borznih posrednikov. Obe skupini odgovorov dajeta celotno sliko o vlaganju slovenskih vlagateljev na tuje kapitalske trge.

Rezultati ankete naj bi pokazali, kakšen je trend vstopanja slovenskih vlagateljev v tujino, koliko in kako slovenski vlagatelji že vlagajo na tuje borze ter kakšne so njihove naložbene navade na teh trgih. Anketni vprašalniki zajemajo različne vrste vprašanj, od tega, kdaj so vlagatelji začeli vlagati na tuje borzne trge, zakaj se odločajo za vlaganje preko domačih in zakaj neposredno preko tujih borznih posrednikov, koliko denarja imajo naloženega v tujini, kakšna so njihova premoženja, za katere kapitalske trge se odločajo ter razlogi za izbiro teh trgov, kateri dejavniki so pri odločanju o nakupu in prodaji vrednostnih papirjev zanje najpomembnejši, kje pridobivajo informacije za nakup tujih vrednostnih papirjev in kakšno donosnost so ustvarili lani na tujih kapitalskih trgih. Poleg tega je v magistrskem delu prikazano tudi, koliko slovenskih BPH in bank že ponuja storitve vlaganja na tuje trge in v kakšni razvojni fazi so pri oblikovanju svojih oddelkov za vlaganje na tuje trge.

6.1 VZOREC IN METODOLOGIJA

Prvo skupino anketirancev so sestavljale v Sloveniji pooblašene ustanove za opravljanje storitev posredovanja trgovanja z vrednostnimi papirji – BPH in banke. Vzorec je zajemal celotno populacijo omenjenih ustanov. V začetku izvajanja raziskave¹⁶ je bilo na slovenskem ozemlju 27 članic Ljubljanske borze, med njimi je posredovanje na tujih trgih omogočalo 17 BPH in bank. Med vsemi pooblaščenimi posredniki sta sodelovanje v raziskavi zavrnila 2 ustanovi, tako da je na anketni vprašalnik odgovorilo 15 BPH oziroma bank. Na vprašalnik so odgovarjali vodje oddelkov za trgovanje na tujih trgih.

Predstavniki BPH in bank so odgovarjali na vprašanja o premoženju, ki ga njihove stranke preko njih vlagajo na tuje kapitalske trge, in o premoženju, ki ga BPH in banke v tujini upravljajo same.

Drugo skupino anketirancev so sestavljali samostojni vlagatelji, ki kupujejo in prodajajo tuje vrednostne papirje neposredno preko tujih spletnih posrednikov. V raziskavi je sodelovalo 25 neposrednih vlagateljev. Ker baza podatkov o slovenskih neposrednih vlagateljih na tujih trgih ni znana, je temu prirejena tudi metodologija vzorčenja. Metodologija temelji na slučajnostnem vzorčenju in sicer na t. i. kepanju (ang. snowball sampling). Pri tej metodologiji je potrebno najti nekaj primernih kandidatov, ki izpolnjujejo zahtevane pogoje in so primerni za anketiranje (v našem primeru so to slovenski neposredni vlagatelji na tujih trgih). Ti kasneje sami predlagajo in imenujejo nove ustrezne kandidate za anketiranje. S tem se število anketirancev oziroma slučajno izbran vzorec povečuje podobno kot snežna kepa (Fink, 1995, str. 19).

Pred začetkom anketiranja je bilo opravljenih pet poskusnih anket med BPH in bankami ter pet med neposrednimi vlagatelji. Na podlagi odgovorov in pripomb sta bila oba vprašalnika vsebinsko popravljena tako, da v končnih vprašalnikih raziskave ni bilo dvomljivih vprašanj.

Anketiranje obeh skupin anketirancev je potekalo od 5. do 31. januarja 2004 po elektronski pošti in preko telefona. Najprej so bili vodje oddelkov za vlaganje na tuje trge in neposredni vlagatelji poklicani po telefonu in naprošeni, da odgovorijo na anketni vprašalnik, ki jim je bil nato bodisi poslan po elektronski pošti ali pa so nanj odgovarjali neposredno po telefonu. Izpolnjeni anketni vprašalniki so bili obdelani z računalniškim programom SPSS.

¹⁶ 5.1.2004

6.2 PREDNOSTI IN SLABOSTI OZ. OMEJITVE IZBRANE METODOLOGIJE VZORČENJA

Ko je celotna populacija majhna (kot pri slovenskih BPH in bankah), lahko v vzorec zajamemo celotno populacijo – govorimo o t. i. popisni raziskavi (ang. Census Study). Podatki so namreč zbrani od vseh članov populacije. Takšno vzorčenje je bilo uporabljeno pri anketiranju prve skupine anketirance, tj. BPH in bank. To pomeni, da so rezultati raziskave vzorca tudi rezultati celotne populacije in popolnoma reprezentativni ter povsem odraz dejanskega stanja.

V večini primerov pa je populacija prevelika, da bi lahko vse zajeli v vzorec. Takrat je nujen manjši, a previdno izbran vzorec, ki predstavlja celotno populacijo. Ta mora temeljiti na istih značilnostih, kot jih ima populacija. Pri tem pa ločimo verjetnostne in slučajnostne vzorce. Pri verjetnostnem vzorcu je vsaka oseba izbrana po vnaprej znani verjetnostni, ključu, vrstnem redu, itd. Pri slučajnostnem vzorcu pa so osebe izbrane naključno brez zaporedja in brez znane verjetnosti. Eno izmed takih vzorčenj je tudi kepanje (ang. snowballing), ki je bilo uporabljeno pri anketiranju neposrednih vlagateljev. Pri anketiranju neposrednih vlagateljev namreč populacija ni znana, ker neposredni vlagatelji niso nikjer evidentirani.

Prednosti slučajnostnega vzorčenja so, da sploh lahko izvedeš raziskavo. Metoda je bolj uporabna pri pridobivanju opisnih informacij, ko nas ne zanima toliko, kolikšen delež anketirancev je nekaj odgovarjal, temveč kaj so odgovarjali. Prednost metode so tudi nizki stroški.

Pomanjklivosti slučajnostnega vzorčenja so, da ne moreš predvideti vzorčne napake, tj. v kolikšni meri se vzorec razlikuje od populacije. Druga pomembna slabost je, da je pri izbiri vzorčnih enot prisotna pristranskost. V konkretni raziskavi med neposrednimi vlagatelji pa velja še dodatno opozoriti, da gre za sorazmerno majhen vzorec 25 neposrednih vlagateljev, pri čemer je populacija najbrž precej večja, in da posamezni anketiranec kar občutno vpliva na rezultate. Te pomanjklivosti je zato potrebno upoštevati pri interpretaciji rezultatov. Kljub nekaterim neizbežnim pomanjklivostim pa rezultati ankete med neposrednimi vlagatelji kažejo homogeno skupino. Precej je namreč lastnosti ter odgovorov, ki so si zelo podobni, zato lahko na podlagi tega sklepamo, da izkazujejo podobne lastnosti najbrž tudi drugi neposredni vlagatelji.

7 REZULTATI RAZISKAVE

Rezultati raziskave, ki jih predstavljamo v tem poglavju, so primerjalno obdelani. To pomeni, da hkrati predstavljamo in primerjamo odgovore anketirancev, ki vlagajo preko BPH in bank ter odgovore anketirancev, ki vlagajo neposredno. Takšna predstavitev nam omogoča preprostejšo primerjavo in bolj pregledno ugotavljanje razlik med enimi in drugimi vlagatelji.

7.1 LASTNOSTI ANKETIRANCEV

Iz vprašanj v uvodnem delu ankete smo poskusili izluščiti lastnosti obeh skupin anketirancev, tj. BPH in bank ter neposrednih vlagateljev, in sicer z vidika začetka vlaganja v tujino, časa, ki ga posvečajo tem opravilu, števila zaposlenih v BPH, ki se ukvarjajo s posredovanjem in podobno.

V predstavitvi rezultatov zaradi preglednosti pred posamezno interpretacijo rezultatov navajamo tudi vprašanje iz ankete. Vprašanja za BPH in banke se od vprašanj za neposredne vlagatelje razlikujejo po zvezdici, ki je dodana vprašanjem neposrednim vlagateljem.

7.1.1 BORZNOPOSREDNIŠKE HIŠE IN BANKE

V prvi anketi med BPH in bankami je sodelovalo 27 borzno-posredniških hiš in bank, ki so članice Ljubljanske borze. Vse med njimi za zdaj še ne ponujajo svojim strankam možnosti trgovanja v tujini. Trgovanje v tujini ponuja 11 BPH in 6 bank. Dve BPH odgovorov nista podali, kar pomeni, da je ankete o vlaganjih na tuje trge tako rešilo skupaj 15 pooblaščenih udeležencev trga vrednostnih papirjev. Deset BPH hiš oziroma bank, ki sicer omogočajo trgovanje na Ljubljanski borzi, pa še ne ponuja svojih storitev posredovanja v tujini. Seznam sodelujočih v anketi je podan skupaj z njihovimi odgovori na prvo anketno vprašanje v tabeli 5.

Vprašanje 1: Kdaj so slovenski vlagatelji preko vaše BPH začeli vlagati na tuje borze?

Tabela 5: **Seznam borznoposredniških hiš in bank ter leto začetka njihovega posredovanja na tujih trgih**

	Leto začetka posredovanja na tujih trgih
Na anketo so odgovorili:	
1. FACTOR BANKA	1999
2. NOVA LJUBLJANSKA BANKA	1999
3. POTEZA	1999
4. SKB BANKA	1999
5. GBD GORENJSKA borzno posredniška družba	2000
6. ILIRIKA BPH	2001
7. MARIBORSKA borzno posredniška hiša	2001
8. ABANKA	2002
9. MEDVESEK PUSNIK BPH	2002
10. VERITAS B.H.	2002
11. AC borzno posredniška hiša	2003
12. BANK AUSTRIA CREDITANSTALT	2003
13. MOJA DELNICA BPH	2003
14. PERSPEKTIVA	2003
15. REIFFEISEN KREKOVA BANKA	2003
Na anketo niso odgovorili:	
1. PM & A BPD	–
2. PUBLIKUM borzno posredovanje	–
Še ne omogočajo vlaganja v tujino:	
1. ARGONOS borzno posredniška hiša	–
2. BANKA KOPER	–
3. BPH	–
4. CELJSKA borzno posredniška hiša	–
5. CERTIUS BPH	–
6. COGITO bis B.H. borzno posredovanje	–
7. GORENJSKA BANKA	–
8. Primorski finančni center INTERFIN	–
9. PROBANKA	–
10. SLOVENSKA ZADRUŽNA KMETIJSKA BANKA	–

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Rezultati ankete med BPH in bankami kažejo, da so BPH in banke prvič posredovale pri vlaganju v tujino leta 1999. Za ta korak so se takrat odločile štiri BPH oziroma banke. Največja rast novih ponudnikov posredovanja v tujini pa je bila v letu 2003, ko je to storitev na novo omogočilo kar pet BPH oziroma bank. To je razvidno tudi iz tabele 6.

Tabela 6: **Število BPH in bank, ki so ponujale posredovanje v tujini v posameznih letih obdobja od 1999 do 2003**

Začetek	Število
1999	4
2000	1
2001	2
2002	3
2003	5
Skupaj	15

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Vprašanje 2: Koliko zaposlenih se v vaši BPH ukvarja izključno s tujimi trgi vrednostnih papirjev?

Pri vlaganju na tuje trge je zelo pomembno, da se BPH in banke za to ustrezno kadrovske usposobijo. Večina med njimi se tega zaveda, zato krepi kadre na tem področju. Število zaposlenih izključno za posredovanje na tujih trgih prikazuje tabela 7.

Tabela 7: **Število zaposlenih, ki so se v času anketiranja ukvarjali izključno z vlaganji na tuje trge**

Število	Delež BPH in bank (v %)
0	13,3
1	20,0
2	6,7
3	46,7
4	13,3

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Za vlaganje izključno na tuje trge ima po podatkih iz ankete največ, skoraj 47 odstotkov BPH oziroma bank, v povprečju zaposlene tri ljudi. Noben ponudnik pa za zdaj še nima več kot štirih zaposlenih, ki bi bili izključno specializirani za tuje trge.

Vprašanje 3: Ali svojim strankam, ki vlagajo v tujino, tudi svetujete?

Z večanjem števila zaposlenih se povečuje tudi raven storitev, ki jih BPH in banke ponujajo svojim strankam. Med 15 anketiranimi BPH in bankami jih je 14 odgovorilo, da poleg storitev posredovanja svojim strankam ponujajo tudi svetovanje pri vlaganjih. Le eden izmed anketiranih svetovanja ne ponuja.

Vprašanje 4: Kolikšen delež (vrednostno) predstavljajo posli posredovanja na tujih trgih glede na vaše celotno posredovanje?

Rezultati ankete kažejo, da je delež posredovanja BPH in bank na tujih trgih v njihovem celotnem posredovanju v povprečju okoli 22 odstotkov. To kaže, da imajo borznoposredniške hiše in banke, glede na velikost slovenskega in svetovnega trga, še veliko rezerve pri povečevanju deleža v tujini. Sicer pa je bil najvišji delež, ki ga je imela posamezna BPH oziroma banka, kar 72 odstotkov. Najnižji delež pa je bil 1 odstotek.

7.1.2 NEPOSREDNI VLAGATELJI

V drugi anketi, ki je potekala med vlagatelji, ki sami in neposredno preko tujih borznoposredniških hiš in bank (t. i. diskontnih posrednikov) preko spleta vlagajo v tujino, je bilo opravljenih 25 anket. Uradnega seznama oziroma evidence o tem, koliko je teh vlagateljev, v Sloveniji ni. Kljub temu pa je mogoče sklepati, da rezultati ankete kažejo določene trende pri vlaganju slovenskih neposrednih vlagateljev v tujino.

Rezultati ankete kažejo, da se z vlaganjem na tuje trge ukvarjajo predvsem moški, saj med 25 odgovori ni bilo niti ene ženske. To je lahko rezultat tudi kakšnih drugih dejavnikov, denimo naključnega izbora anketirancev. Rezultati ankete tudi kažejo, da se s to dejavnostjo ukvarjajo predvsem mlajši, kar se da povezati s tem, da so mlajši ljudje tudi večji uporabniki spleta. Najmlajši med 25 anketiranimi je star le 22 let, najstarejši pa 43 let. Kar 80 odstotkov vprašanih je mlajših od 32 let. Največ neposrednih vlagateljev pa je starih 27 let.

Vprašanje 1*: Kdaj ste začeli vlagati na tuje borze?

Neposredni vlagatelji so preko spleta oziroma preko tujih diskontnih posrednikov začeli na tuje trge vlagati prej, kot so to začeli vlagatelji preko BPH in bank. Eden izmed 25 anketirancev je s to dejavnostjo začel ukvarjati že leta 1994, največ pa jih je začelo v tujino vlagati leta 2003, kar prikazuje tudi tabela 8.

Tabela 8: **Število anketiranih neposrednih vlagateljev na tuje borzne trge po posameznih letih**

Leto	Število neposrednih vlagateljev
1994	1
1998	1
1999	3
2000	1
2001	1
2002	5
2003	11
Skupaj	25

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Tabeli 6 in 8 kažeta rast števila slovenskih BPH in bank, ki poslujejo na tujih trgih, in rast števila neposrednih vlagateljev na tujih borzah. Še posebej je bila rast visoka leta 2003. To leto je bilo za slovenske vlagatelje na tujih trgih očitno prelomno, saj je število enih in drugih naraščalo precej hitreje kot prejšnja leta. Razlog za to je tudi v prilagojeni zakonodaji, ki nima več nobenih ovir za tovrstna vlaganja in v visoki vrednosti delnic na slovenskem kapitalskem trgu. Glede na trenutne razmere je pričakovati, da se bo takšen trend nadaljeval tudi v prihodnje.

Vprašanje 2*: **Koliko ur na dan se povprečno ukvarjate z vlaganjem v tuje vrednostne papirje?**

Kot prikazuje tabela 9, vlagatelji dnevno porabijo za vlaganje na tuje trge različno veliko časa. Največ med njimi se jih z analiziranjem in vlaganji na tuje trge ukvarja od ene do štirih ure na dan. 16 odstotkov anketiranih pa se z vlaganji na tuje borze ukvarja profesionalno, kar pomeni, da je to njihov glavni vir zaslužka.

Tabela 9: **Čas, ki ga vlagatelji dnevno porabijo za vlaganje na tuje trge**

Čas	Delež anketiranih (v %)
Manj kot 1 ura	12
1–4 ure	60
4–8 ur	12
Profesionalno	16

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

7.2 RAZLOGI ZA VLAGANJE V TUJE VREDNOSTNE PAPIRJE

Razlogi za vstopanje na tuje kapitalske trge so lahko zelo različni, kljub temu pa imajo nekatere skupne točke, ki jih je magistrsko delo ugotavljalo v nadaljevanju ankete. V tem poglavju BPH in banke odgovarjajo na vprašanje, zakaj so se odločili za razširitev svojih storitev na tuje trge, neposredni vlagatelji pa, zakaj so svoje trgovanje razširili tudi na tuje trge.

7.2.1 BORZNOPOSREDNIŠKE HIŠE IN BANKE

Bankam in BPH je bilo pri odgovarjanju na naslednje vprašanje ponujenih nekaj konkretnih odgovorov, katerih pomembnost so ocenjevali z ocenami od 1 do 5, pri čemer je ocena ena pomenila, da se sploh ne strinjajo, pet pa, da se popolnoma strinjajo.

Vprašanje 5: **Zakaj ste se odločili, da boste svojim strankam omogočili vlaganje na tuje borze?**

Kot je razvidno iz tabele 10, se je največ BPH in bank za širitev na tuje trge odločilo zato, da bi povečali ponudbo svojih storitev za slovenske vlagatelje in ker lahko svojim strankam v tujini ponudijo večjo izbiro vrednostnih papirjev, nikakor pa ne zato, ker so v tujini manjša tveganja kot v Sloveniji.

Tabela 10: **Povprečne ocene posameznih razlogov za selitev storitev BPH in bank v tujino**

Razlog	Povprečna ocena
Povečanje ponudbe naših storitev.	4,7
Večja izbira vrednostnih papirjev.	4,7
To so zahtevale naše stranke.	3,5
V tujini so višji donosi kot v Sloveniji.	2,8
Delnice v Sloveniji so precenjene.	2,7
V tujini so manjša tveganja kot doma.	1,8

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Podrobnejši odgovori iz raziskave pokažejo, da se približno polovica BPH in bank strinja, da je eden izmed razlogov za širitev v tujino zahteva njihovih strank, ki so povpraševali po teh storitvah. 87 odstotkov vprašanih se strinja, da so se širili zato, da bi svojim strankam povečali ponudbo. Štiri petine jih meni, da so razširili ponudbo

zato, ker je v tujini večja izbira vrednostnih papirjev. Ne strinjajo pa se s tem, da se v tujino širijo zato, ker bi bila tam manjša tveganja kot pri nas. Več kot polovica to odločno zanika in nikogar ni, ki bi menil drugače.

Zelo različni pa so odgovori na vprašanje, ali so razširili svojo dejavnost na tuje trge zaradi pričakovanih višjih donosov kot na slovenskem trgu. Okoli 26 odstotkov BPH in bank se strinja, da so se širili zato, ker so donosi v tujini višji kot pri nas, 40 odstotkov pa jih pravi, da se niso širili zaradi višjih donosov v tujini kot doma. Drugi se niso opredelili ne za eno ne za drugo. 53 odstotkov vprašanih zanika, da bi se selili, ker bi bile delnice v Sloveniji že precenjene. Nekateri anketiranci so dodali še druge razloge za širitev svoje dejavnosti v tujino. Tako recimo pravijo, da v Sloveniji ni mogoče najti zanimivih delnic za svetovanje, da večjim strankam z vstopom na tuje trge lažje razpršijo njihovo premoženje in da je v tujini boljša likvidnost vrednostnih papirjev.

7.2.2 NEPOSREDNI VLAGATELJI

Neposredni vlagatelji so podobno kot BPH in banke navajali razloge, zakaj so se odločili za vlaganje na tuje trge. Enako kot BPH in bankam so bili tudi neposrednim vlagateljem podani konkretni odgovori, ki so jih ocenjevali z ocenami od 1 do 5, pri čemer je oceba ena pomenila, da se sploh ne strinjajo, pet pa, da se popolnoma strinjajo.

Vprašanje 3*: **Zakaj ste se odločili, da začnete vlagati na tuje borze vrednostnih papirjev?**

Glavni razlog za selitev denarja na tuje kapitalske trge je po podatkih anket večja izbira vrednostnih papirjev in neobdavčenje kapitalskih dobičkov, najmanj pa je na povečanje naložb v tujini vplivalo morebitno manjše tveganje kot v Sloveniji, kar kaže tudi tabela 11.

Tabela 11: **Povprečne ocene posameznih razlogov za vlaganje na tuje borze z vidika neposrednih vlagateljev**

Razlog	Povprečna ocena
Večja izbira vrednostnih papirjev	4,4
Kapitalski dobički niso obdavčeni.	4,3
Delnice v Sloveniji so precenjene.	2,8
V tujini so višji donosi kot v Sloveniji.	2,7
Spremenil se je zakon.	2,2
V tujini so manjša tveganja kot doma.	2,1

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Podrobnejši podatki raziskave povedo, da so pri individualnih, neposrednih vlagateljih razlogi za selitev na tuje trge nekoliko drugačni kot pri vlagateljih preko pooblaščenih slovenskih institucij. Zanimivo je, da se jih 60 odstotkov ne strinja s tem, da so začeli vlagati v tujino zato, ker jim je to leta 2003 začel omogočati Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU). Zakonodaja očitno ni bila posebna ovira. 90 odstotkov vprašanih se strinja s tem, da so se za tujino odločili zato, ker je tam večja ponudba vrednostnih papirjev kot pri nas. Večinoma pa se ne strinjajo s tem, da bi se za tujino odločili zato, ker bi bila tam manjša tveganja.

Prav tako se v tujino niso selili zaradi višjih donosov. 44 odstotkov vprašanih se ne strinja, da bi jih privabili višji donosi v tujini, le 24 odstotkov pa se s tem strinja. Drugi so nevtralni. Prav tako se večina ne strinja s tem, da se selijo v tujino zaradi precenjenih delnic v Sloveniji. Velika večina pa se strinja, da je pomemben razlog za selitev na tuje borze ta, da ustvarjeni kapitalski dobički v tujini za zdaj za slovenske vlagatelje še niso obdavčeni.

Nekateri posamezniki so podali tudi druge razloge, zaradi katerih so se odločili za vlaganja na tuje trge: novi izzivi, več informacij o podjetjih in trgih, večja volatilitet, nižje provizije, globji in učinkovitejši trg ter likvidnejše borze.

Iz odgovorov neposrednih vlagateljev in BPH oziroma bank je moč podati skupno oceno, da je bil glavni razlog za selitev na tuje borzne trge predvsem večja ponudba vrednostnih papirjev kot pri nas. Za BPH in banke je zelo pomembno tudi, da so s tem povečali ponudbo svojih storitev, za individualne vlagatelje pa, da kapitalski dobički v tujini še niso obdavčeni.

7.3 RAZLOGI ZA NEPOSREDNO VLAGANJE V TUJINO

V Sloveniji je kar nekaj vlagateljev, ki na tuje borzne trge vlagajo neposredno preko tujih borznih posrednikov in ne preko slovenskih borzoposredniških hiš oziroma bank. V medijih je pogosto moč prebrati, da so slovenske borzoposredniške hiše dražje od tujih posrednikov. Strokovnjaki so si enotni, da so provizije, ki jih zaračunavajo naši borzni posredniki za trgovanje na tujih borzah v primerjavi s tujimi previsoke, in odvrčajo investitorje od morebitnega bolj aktivnega trgovanja (Jesenek, 2003a, str. 15).

Da bi v magistrskem delu izvedeli prave razloge, zakaj se neposredni vlagatelji pri vlaganju v tujino raje odločajo za tuje posrednike kot za slovenske, je anketa o tem v nadaljevanju spraševala tako neposredne vlagatelje kot tudi slovenske posrednike.

7.3.1 BORZNOPOSREDNIŠKE HIŠE IN BANKE

Bankam in BPH so bili podani konkretni odgovori, ki so jih ocenjevali z ocenami od 1 do 5, pri čemer je ocena ena pomenila, da se sploh ne strinjajo, pet pa, da se popolnoma strinjajo z navedenimi odgovori.

Vprašanje 6: **Zakaj je po vašem mnenju v Sloveniji precej vlagateljev, ki raje vlagajo neposredno in ne preko slovenskih borznoposredniških hiš ali bank?**

Borznoposredniške hiše in banke se le deloma strinjajo, da so razlog za neuporabo njihovih storitev previsoki stroški. Vseeno pa je nekoliko več tistih, ki priznavajo, da so predragi. Srednje se strinjajo tudi s tem, da individualni vlagatelji preko tujih posrednikov storitev opravijo prej kot pri njih. Odločno pa zanikajo, da jim neposredni vlagatelji ne bi zaupali, oziroma da bi bila njihova ponudba premajhna. Te rezultate ankete prikazuje tabela 12.

7.3.2 NEPOSREDNI VLAGATELJI

Borznoposredniške hiše in banke imajo torej svoje videnje, zakaj se nekateri vlagatelji odločajo za samostojno vlaganje brez koriščenja njihovih storitev. Toda za celovito sliko je bilo treba vprašati tudi drugo stran oziroma neposredne vlagatelje.

Vprašanje 4*: **Zakaj na tuje borze ne vlagate preko slovenskih borznoposredniških hiš ali bank?**

Enako kot BPH in bankam so bili tudi neposrednim vlagateljem podani konkretni odgovori, ki so jih ocenjevali z ocenami od 1 do 5, pri čemer je ocena ena pomenila, da se sploh ne strinjajo, pet pa, da se popolnoma strinjajo s podanimi odgovori.

Tabela 12 prikazuje, da se samostojni vlagatelji v večini primerov zelo strinjajo s tem, da so stroški slovenskih BPH in bank previsoki. Prav tako menijo, da posel prej opravijo sami preko diskontnih posrednikov v tujini kakor preko domačih BPH in bank. Moti jih tudi njihova premajhna ponudba. Zaupanje v slovenske BPH in banke pri posredovanju v tujini po mnenju anketiranih ni problematično.

Tabela 12: **Primerjava povprečnih ocen razlogov za neposredno vlaganje v tujino s strani BPH oziroma bank in neposrednih vlagateljev**

Razlog	Povprečna ocena	
	BPH in banke	Neposredni vlagatelji
Stroški posredovanja so previsoki.	3,2	4,6
Nakup oz. prodajo prej opravijo sami.	2,9	4,5
Ni zaupanja v slovenske BPH in banke.	1,7	1,4
Premajhna ponudba storitev BPH in bank.	2,3	3,2

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Tako BPH oziroma banke kot tudi neposredni vlagatelji se torej strinjajo, da je pomemben razlog za neposredno vlaganje v tujino previsok strošek domačih BPH in bank. Prav tako se strinjajo v tem, da zaupanje ni problematično. Bolj problematična pa je odzivnost oziroma hitrost, s katero slovenske BPH in banke opravijo storitev posredovanja.

7.4 VREDNOSTI IN RAZPRŠITEV PREMOŽENJA

BPH in bankam je bilo v nadaljevanju postavljeno vprašanje, koliko denarja imajo naloženega njihove stranke v tujini preko njihove BPH in banke, oziroma koliko jim ga upravljajo in kako je razpršeno med različne vrednostne papirje. Neposrednim vlagateljem pa je bilo zastavljeno vprašanje, koliko denarja imajo v tujih vrednostnih papirjih in kako je sestavljeno njihovo premoženje.

7.4.1 BORZNOPOSREDNIŠKE HIŠE IN BANKE

Vrednost denarja, ki ga imajo slovenski vlagatelji naloženega na tujih borznih trgih, se po podatkih Banke Slovenije povečuje. Vse BPH in banke niso želele izdati podatka o skupni vsoti denarja, ki ga imajo njihove stranke preko njih naloženega v tujini. Od 15 BPH in bank jih je odgovore posredovalo devet.

Vprašanje 7: **Koliko denarja imajo vaše stranke (tiste, ki zgolj trgujejo preko vaše BPH, in tiste, ki jim upravljate premoženje) skupaj naloženega v tujih vrednostnih papirjih?**

Rezultati ankete kažejo, da je bilo v času anketiranja preko slovenskih BPH oziroma bank v tujino naloženih povprečno 6,365 milijarde tolarjev na posamezno BPH ali

banko. Sicer pa so razlike med posameznimi BPH in bankami precejšnje. Preko največje BPH oziroma banke je šlo v tujino kar 38 milijard tolarjev, preko v tujini najmanj zastopane pa le milijon tolarjev. Kar osem od devetih BPH oziroma bank pa ima za svoje stranke v tujini naloženih manj kot 8 milijard tolarjev. Omenjene podatke prikazuje tabela 13.

Vprašanje 8: Ocenite delež posameznih vrednostnih papirjev, ki ga imajo vaše stranke v tujini?

Pri vprašanju 8 so bili BPH in bankam ponujeni štirje odgovori, in sicer delnice, obveznice, skladi in drugo. Njihovi odgovori so povzeti v tabeli 13.

Tabela 13: Vrednost naložb strank slovenskih BPH in bank v tujih vrednostnih papirjih in deleži posameznih vrednostnih papirjev januarja 2004

Banka oziroma BPH	Vrednost naložb (v mio SIT)	Delež delnic (v %)	Delež obveznic (v %)	Delež skladov (v %)	Drugo (v %)
Nova ljubljanska banka	38.000	NP	NP	NP	NP
Medvešek Pušnik BPH	7.500	100	0	0	0
Perspektiva BPH	7.100	5	94	1	0
Abanka	2.000	NP	NP	NP	NP
GBP Gorenjska BPH	1.264	80	10	10	0
Poteza	700	70	10	20	0
Moja delnica BPH	420	90	0	0	10
AC BPH	300	60	40	0	0
Factor banka	1	90	10	0	0
Reiffeisen Krekova banka	NP ¹⁷	75	10	10	5
Veritas B. H.	NP	98	0	0	2
Ilirika BPH	NP	100	0	0	0
Mariborska BPH	NP	100	0	0	0
SKB banka	NP	35	60	5	0
BankAustria Creditanstalt	NP	60	25	10	5
Povprečje	6.365	74	18	6	2

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Premoženje, ki ga imajo preko slovenskih BPH in bank v tujini naloženi domači vlagatelji, je bilo v času anketiranja v povprečju sestavljeno iz 74 odstotkov delnic, 18 odstotkov obveznic, 6 odstotkov skladov in 2 odstotkov drugih naložb. Pri tem je treba opozoriti, da se struktura premoženja lahko hitro spreminja tudi glede na

¹⁷ 'NP' v tej in vseh naslednjih tabelah pomeni, da ni podatka

ciklus, v katerem se nahaja borza, in glede na druge dejavnike, ki vplivajo na zanimivost med dolžniškimi in lastniškimi vrednostnimi papirji.

7.4.2 NEPOSREDNI VLAGATELJI

Neposredni vlagatelji imajo v tujini praviloma naloženega manj denarja, kot se ga vlaga preko BPH in bank, kar kaže tudi tabela 14.

Vprašanje 5*: **Koliko denarja imate naloženega v tujih vrednostnih papirjih?**

Tabela 14: **Porazdelitev analiziranih vlagateljev glede na vrednost premoženja v tujini**

Vrednost (v EUR)	Delež (v %)
Manj kot 10.000	12
10.001–25.000	28
25.001–50.000	24
50.001–100.000	24
100.001–500.000	12
500.001–1.000.000	0
Več kot 1.000.000	0

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

12 odstotkov vprašanih ima v tujih vrednostnih papirjih manj kot 10.000 evrov premoženja. Večina, to je 88 odstotkov anketiranih, ima na tujih borznih trgih vloženi manj kot 100.000 evrov. Nihče od anketiranih nima v tujini naloženih več kot 500.000 evrov. Največji delež vprašanih, 76 odstotkov, ima v tujini vrednost premoženja med 10.001 in 100.000 evri.

Vprašanje 6*: **Kolikšen delež vaših finančnih naložb predstavljajo tuji vrednostni papirji?**

Rezultati ankete kažejo, da imajo anketirani neposredni vlagatelji v tujih vrednostnih papirjih v povprečju nekoliko manj kot polovico svojega celotnega finančnega premoženja, saj imajo povprečno 55 odstotkov denarja še vedno v vrednostnih papirjih v Sloveniji. Nikogar pa ni, ki bi imel manj kot 5 ali več kot 90 odstotkov svojega celotnega premoženja v tujih vrednostnih papirjih.

Vprašanje 7*: Ocenite delež posameznih vrednostnih papirjev v vašem premoženju v tujini!

Tudi neposrednim vlagateljem so bili pri vprašanju 7 ponujeni štiri različni odgovori: delnice, obveznice, skladi in drugo. Odgovori anketiranih kažejo, da imajo neposredni vlagatelji večino svojega denarja v tujini naloženega v delnicah. Premoženje 25 anketirancev je v povprečju zgrajeno iz 87 odstotkov delnic, 4 odstotkov različnih skladov in 8 odstotkov drugih vrednostnih papirjev. Zanimivo je, da v njihovem premoženju ni obveznic. Vsa premoženja razen enega so zgrajena iz najmanj 50 odstotkov delnic, kar 60 odstotkov vlagateljev pa ima le delnice.

7.5 RAZPRŠITEV PREMOŽENJA PO DRŽAVAH

Vlagatelji imajo pri vlaganju na tuje trge veliko možnosti za razpršitev svojega premoženja. Lahko izbirajo med različnimi vrstami vrednostnih papirjev, prav tako pa lahko izbirajo med različnimi trgi oziroma borzami vrednostnih papirjev različnih držav.

7.5.1 BORZNOPOSREDNIŠKE HIŠE IN BANKE

Pri izbiri trgov je naložbena politika v veliki meri odvisna od trenutnega stanja posameznih gospodarstev. Pomembno je, v katerem ciklu se nahaja gospodarstvo: rast, recesija ali nekje vmes. Anketirancem je bilo pri vprašanju 9 podanih 6 možnih odgovorov, oziroma 6 borz, za katere se predvideva, da vanje vlagajo svoj denar. To so Nemčija, ZDA, trgi nekdanje Jugoslavije, Velika Britanija, Francija in Japonska.

Vprašanje 9: Kakšni so deleži denarja, ki ga imajo vaše stranke naloženega po različnih trgih v tujini?

Kot kažejo rezultati ankete med BPH in bankami (glej tabelo 15), imajo slovenski vlagatelji, ki se poslužujejo teh posrednikov, največji delež svojega premoženja, to je okoli 54 odstotkov, naloženega v Nemčiji. Približno četrtnina denarja je na ameriških borzah, osmina na trgih nekdanje Jugoslavije in manj kot 10 odstotkov na trgih Velike Britanije, Francije in Japonske skupaj.

7.5.2 NEPOSREDNI VLAGATELJI

Tudi neposrednim vlagateljem je bilo pri vprašanju 8 podanih šest možnih odgovorov, oziroma šest borz, za katere se predvideva, da vanje vlagajo svoj denar. To so Nemčija, ZDA, trgi nekdanje Jugoslavije, Velika Britanija, Francija in Japonska.

Vprašanje 8*: **Kakšni so deleži vašega premoženja po različnih trgih v tujini?**

Neposredni vlagatelji za razliko od BPH in bank bolj kot na Nemčijo prisegajo na borze v ZDA, kjer imajo naloženega skoraj polovico svojega denarja. Več pa vlagajo tudi na trge nekdanje Jugoslavije, kar je razvidno iz tabele 15, v kateri smo polkrepko zapisali podatek za tisto državo, kjer imajo BPH oziroma banke in neposredni vlagatelji največji delež svojega premoženja.

Tabela 15: **Geografska razpršitev premoženja vlagateljev, ki v tujino vlagajo preko slovenskih BPH in bank, ter premoženje neposrednih vlagateljev**

Države	Delež preko BPH in bank (v %)	Delež neposrednih vlagateljev (v %)
Nemčija	54	31
ZDA	25	49
Nekdanja Jugoslavija	12	16,6
Francija	4	2
Velika Britanija	3	0,4
Japonska	0,4	1
Drugo	1,6	0
Skupaj	100	100

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

7.6 RAZLOGI ZA VLAGANJE NA DOLOČENE TRGE

BPH oziroma banke ter neposredne vlagatelje anketa v nadaljevanju podrobneje sprašuje po razlogih, zaradi katerih se odločajo za vlaganje na določen trg in zakaj se ne odločajo za kak drug trg. Vsak je ocenjeval tiste trge, kjer ima naloženega največ denarja oziroma tiste trge, kjer ima najmanj denarja.

V tem poglavju so rezultati predstavljeni skupaj za BPH oziroma banke in neposredne vlagatelje, saj bi bili v nasprotnem primeru podani rezultati preveč razdrobljeni in nepregledni.

7.6.1 TRGI Z NAJVEČJO PRISOTNOSTJO SLOVENSКИH VLAGATELJEV

Med borznoposredniškimi hišami oziroma bankami jih je deset navedlo, da imajo njihove stranke največ denarja naloženega v Nemčiji, trije so navedli ZDA, eden trge nekdanje Jugoslavije, v eni od njih pa tega ne vedo.

Med neposrednimi vlagatelji jih je 11 navedlo, da imajo največ denarja naloženega na ameriških borznih trgih, devet v Nemčiji, trije v nekdanji Jugoslaviji in eden v Franciji. V nadaljevanju si bomo po omenjenih državah pogledali, kateri so razlogi, zakaj se slovenski vlagatelji odločajo za določene kapitalske trge.

Vprašanje 10: **Za trg, kjer imajo vaše stranke naloženega največ denarja, napišite razloge, zakaj se po vašem mnenju odločajo predvsem za ta trg?**

Vprašanje 9*: **Za trg, kjer imate naložen največji del vašega premoženja, napišite razloge, zakaj ste se odločili predvsem za ta trg?**

Nemčija

Deset BPH oziroma bank, katerih stranke imajo največ denarja na nemškem trgu, je odgovorilo, da je najpomembnejši razlog za vlaganje na nemški trg pričakovani donos, sledita pa boljše poznavanje trga in več informacij, kar kaže tabela 16.

Med neposrednimi vlagatelji jih je devet navedlo, da imajo največji delež svojega denarja naloženega v Nemčiji. Razlogi za takšno naložbeno politiko so različni, najbolj pa prevladujejo pričakovani višji donosi in boljše poznavanje borze, ne pa manjše nihanje delnic in lažje odprtje trgovalnega računa (glej tabelo 16).

Tabela 16: Razlogi za vlaganje na nemški trg

Razlog	Povprečna ocena BPH in banke	Povprečna ocena neposredni vlagatelji
Pričakovani višji donosi	3,8	4,7
Boljše poznavanje borze	3,4	3,7
Več informacij	3,4	3,6
Manjše tveganje	2,8	3,1
Nižji stroški	2,5	3,0
Manjše nihanje delnic	1,8	2,1
Lažje odprtje trgovalnega računa	–	1,9

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

ZDA

Tri BPH oziroma banke, katerih stranke imajo največ denarja na ameriškem trgu, se za ta trg odločajo zaradi pričakovanih višjih donosov in več informacij. Nobeden od vprašanih pa se ne strinja, da bi bila razloga za vlaganje na ameriškem trgu manjše tveganje oziroma manjše nihanje delnic, kar kaže tabela 13.

Največ, 11 neposrednih vlagateljev je navedlo, da ima največji delež svojega denarja naloženega v ZDA. Glavna razloga za to sta več informacij in boljše poznavanje borze, nikakor pa ne manjše tveganje ali manjše nihanje delnic (glej tabelo 17).

Tabela 17: Razlogi za trgovanje na ameriškem trgu

Razlog	Povprečna ocena BPH in banke	Povprečna ocena neposredni vlagatelji
Pričakovani višji donosi	4,3	3,4
Več informacij	2,7	4,6
Nižji stroški	1,7	3,6
Boljše poznavanje borze	1,3	4,1
Manjše tveganje	1,0	2,2
Manjše nihanje delnic	1,0	1,5
Lažje odprtje trgovalnega računa	–	3,2

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Trgi nekdanje Jugoslavije

Ena BPH oziroma banka ima največji delež premoženja svojih strank na trgih nekdanje Jugoslavije. Kot pravi anketiranec, predvsem zaradi višjih donosov, dobrega poznavanja borze, nikakor pa ne zaradi manjšega tveganja, manjšega nihanja delnic, več informacij ali nižjih stroškov (tabela 18).

Trije neposredni vlagatelji imajo največji delež svojega denarja na trgih nekdanje Jugoslavije. Razlogi za takšno naložbeno politiko so različni, prevladujeta pa pričakovani višji donosi in boljše poznavanje borze, nikakor pa ne manjše tveganje, ali lažje odpiranje trgovalnega računa, kar kaže tabela 18.

Tabela 18: **Razlogi za trgovanje na trgih nekdanje Jugoslavije**

Razlog	Povprečna ocena
Pričakovani višji donosi	5,0
Boljše poznavanje borze	4,0
Več informacij	3,3
Nižji stroški	1,3
Manjše nihanje delnic	1,3
Manjše tveganje	1,0
Lažje odprtje trgovalnega računa	1,0

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

7.6.2 TRGI Z NAJNIŽJIM DELEŽEM PREMOŽENJA

Med BPH oziroma bankami jih je šest navedlo, da imajo njihove stranke najmanj denarja naloženega na Japonskem, trije so navedli trge nekdanje Jugoslavije, dva ameriški trg in po eden Francijo in Veliko Britanijo.

Med neposrednimi vlagatelji jih je največ, tj. sedem, navedlo, da imajo najmanj denarja naloženega v ZDA, trije so navedli trge nekdanje Jugoslavije, dva Japonsko in eden Francijo.

Vprašanje 11: **Za trg, kjer imajo vaše stranke naloženega najmanj denarja, napišite razloge, zakaj se po vašem mnenju ne odločajo za ta trg?**

Vprašanje 10*: **Za trg, kjer imate najmanjši delež vašega portfelja, navedite razloge, zakaj na ta trg vlagate tako malo sredstev?**

Japonska

Šest BPH oziroma bank, katerih stranke imajo najmanj denarja na japonskem trgu, kot najpomembnejši razlog za takšno naložbeno politiko navajajo slabo poznavanje borze in pomanjkanje informacij (glej tabelo 19).

Dva neposredna vlagatelja sta navedla, da imata najmanjši delež svojega denarja naloženega na japonskem trgu. Glavna razloga sta slabše poznavanje borze in višji stroški, kar prikazuje tudi tabela 19.

Tabela 19: **Razlogi za majhen delež premoženja na japonskem trgu**

Razlog	Povprečna ocena BPH in banke	Povprečna ocena
Slabše poznavanje borze	4,5	5,0
Pomanjkanje informacij	3,8	3,5
Višji stroški	3,5	5,0
Večje tveganje	3,2	3,5
Večje nihanje delnic	2,3	3,0
Pričakovani nižji donosi	2,2	3,0
Težje odpiranje trgovalnega računa	–	3,0

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Nekdanja Jugoslavija

Tri BPH oziroma banke, katerih stranke imajo najmanj denarja na trgih nekdanje Jugoslavije, so se za takšno naložbeno politiko odločile zaradi pomanjkanja informacij, ne pa pričakovanih nižji donosov (glej tabelo 20).

Trije neposredni vlagatelji so navedli, da imajo najmanjši delež svojega denarja naloženega na trgih nekdanje Jugoslavije. Glavna razloga pa sta pomanjkanje informacij in večje tveganje, kar kaže tabela 20.

Tabela 20: **Razlogi za majhen delež premoženja na trgih nekdanje Jugoslavije**

Razlog	Povprečna ocena BPH in banke	Povprečna ocena
Pomanjkanje informacij	5,0	4,0
Slabše poznavanje borze	4,7	2,7
Višji stroški	4,0	3,3
Večje tveganje	4,3	4,0
Večje nihanje delnic	3,0	1,3
Pričakovani nižji donosi	2,0	2,3
Težje odpiranje trgovalnega računa	–	3,0

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

ZDA

Dve BPH oziroma banki, katerih stranke imajo najmanj denarja na ameriških trgih, sta se za takšno naložbeno politiko odločili predvsem zaradi visokih stroškov (glej tabelo 21).

Največ, sedem neposrednih vlagateljev je navedlo, da ima najmanjši delež svojega denarja naloženega v ZDA. Razlogi za takšno naložbeno politiko so različni, nobeden med njimi pa ni posebej izrazil, saj so ocene dokaj nizke. Glavna razloga pa sta večje tveganje in višji stroški, nikakor pa težje odpiranje trgovalnega računa, kar kaže tabela 21.

Tabela 21: **Razlogi za majhen delež premoženja na trgih ZDA**

Razlog	Povprečna ocena BPH in banke	Povprečna ocena
Višji stroški	5,0	2,9
Slabše poznavanje borze	3,5	2,3
Pomanjkanje informacij	2,5	2,0
Večje tveganje	2,0	3,1
Večje nihanje delnic	2,0	2,7
Pričakovani nižji donosi	2,0	2,7
Težje odpiranje trgovalnega računa	–	1,3

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Francija in Velika Britanija

Po ena BPH oziroma banka imata najnižji delež premoženja svojih strank na trgu Francije oziroma Velike Britanije. Tako anketiranec s francoskega trga kot tudi anketiranec s trga Velike Britanije se za ta dva trga manj odločata zaradi slabšega poznavanja borze, pomanjkanja informacij in visokih stroškov, ne pa zaradi večjega nihanja delnic ali pričakovanih nižjih donosov.

Le eden neposredni vlagatelj pa ima najnižji delež svojega premoženja na francoskem trgu. To pa predvsem zaradi visokih stroškov in slabšega poznavanja borze, nikakor pa ne zaradi večjega nihanja delnic.

7.7 POSREDNIKI NA TUJIH TRGIH

Slovenske BPH oziroma banke, prav tako pa tudi neposredni vlagatelji ne morejo samostojno trgovati na tujih borzah, saj niso njihovi člani. Zato morajo uporabljati storitve tamkajšnjih borznih posrednikov. Teh ponudnikov je v tujini veliko in so različni. Zato so v nadaljevanju predstavljena imena posrednikov, ki so jih vprašani navedli v obeh anketah. Ob tem je treba opozoriti, da vsi anketiranci na to vprašanje niso odgovorili, zato je število odgovorov manjše. Kljub temu je že sama omemba imena posrednika lahko koristna informacija.

Vprašanja 11 in 12*: **Napišite imena posrednikov (ang. discount brokers), preko katerih trgujete na posameznih borzah.**

BPH in banke ter neposredni vlagatelji so tukaj prosto navajali posrednike, s katerimi trgujejo na posameznih trgih.

7.7.1 POSREDNIKI ZA NEMŠKI TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Slovenske BPH oziroma banke so največkrat med borznimi posredniki na nemškem trgu omenile Commerzbank, Bank Austrio AG in HornBlower. Neposredni vlagatelji pa, sodeč po odgovorih iz ankete, največ trgujejo preko Consorsa. Njihovi celoviti odgovori so zbrani v tabeli 22.

Tabela 22: **Število slovenskih BPH oziroma bank in neposrednih vlagateljev, ki uporabljajo storitve različnih borznih posrednikov na nemškem trgu**

Posrednik ¹⁸	Število BPH in bank	Število neposrednih vlagateljev
Stocknet	NP	1
Commerzbank	2	1
Consors	NP	4
Etrade	NP	1
Bank Austria AG	2	NP
HornBlower, Fischer/Easyposrednik	2	NP
AKJ Oslo	1	NP
DAB Banka	1	NP
Reiffeisen Banka	1	NP
ING Barings	1	NP
SKUPAJ	10	7

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

7.7.2 POSREDNIKI NA AMERIŠKEM TRGU

Slovenske BPH oziroma banke na ameriškem trgu med borznimi posredniki največkrat omenjajo HornBlower, neposredni vlagatelji pa Ameritrade, kar kaže tabela 23.

¹⁸ vsi anketiranci niso navedli svojih posrednikov

Tabela 23: **Število slovenskih BPH oziroma bank in neposrednih vlagateljev, ki uporabljajo storitve različnih borznih posrednikov na ameriškem trgu**

Posrednik ¹⁹	Število BPH in bank	Število neposrednih vlagateljev
Stocknet	–	1
Commerzbank	1	–
Ameritrade	–	12
Etrade	–	1
Firsttrade	–	1
Datek	–	1
Bank Austria AG	1	–
HornBlower, Fischer/Easyposrednik	2	–
AKJ Oslo	1	–
ING Barings	1	–
MorganStanley	1	–
Goldman Sacks	1	–
SKUPAJ	8	16

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

7.7.3 POSREDNIKI NA BRITANSKEM TRGU

Na britanskem trgu je slika nekoliko drugačna. Domače BPH oziroma banke na tem kapitalskem trgu med borznimi posredniki največkrat omenjajo AKJ Oslo, neposredni vlagatelj pa je omenil Commerzbank (glej tabelo 24).

Tabela 24: **Število slovenskih BPH oziroma bank in neposrednih vlagateljev, ki uporabljajo storitve različnih borznih posrednikov na britanskem trgu**

Posrednik ³	Število BPH in bank	Število neposrednih vlagateljev
Commerzbank	1	1
Bank Austria AG	1	NP
HornBlower, Fischer/Easyposrednik	1	NP
AKJ Oslo	2	NP
ING Barings	1	NP
SKUPAJ	6	1

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

¹⁹ vsi anketiranci niso navedli svojih posrednikov

7.7.4 POSREDNIKI NA FRANCOSKEM TRGU

Na francoskem trgu slovenske BPH oziroma banke med borznimi posredniki največkrat omenjajo HornBlower, neposredni vlagatelj pa je omenil Commerzbank (tabela 25).

Tabela 25: **Število slovenskih BPH oziroma bank in neposrednih vlagateljev, ki uporabljajo storitve različnih borznih posrednikov na francoskem trgu**

Posrednik ²⁰	Število BPH in bank	Število neposrednih vlagateljev
Commerzbank	1	1
Bank Austria AG	1	NP
HornBlower, Fischer/Easyposrednik	2	NP
AKJ Oslo	1	NP
ING Barings	1	NP
SKUPAJ	6	1

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

7.7.5 POSREDNIKI NA JAPONSKEM TRGU IN NA TRGIH NEKDANJE JUGOSLAVIJE

Slovenske BPH oziroma banke na japonskem trgu med borznimi posredniki po enkrat omenjajo HornBlower in AKJ Oslo, dva neposredna vlagatelja pa sta omenila Ameritrade in Saxobank.

Na trgih nekdanje Jugoslavije so naše BPH in banke pogosto prisotne s svojimi podružnicami, ki so članice tamkajšnjih borz, zato njihove stranke vlagajo preko njih. Prav tako preko njih trguje tudi večina slovenskih neposrednih vlagateljev. Eni in drugi so na tem trgu za svoje posrednike omenili naslednje: AC BPH Beograd, SKB, Iliriko, Medvešek Pušnik, Beopublikum. Med tujimi pa BS Posrednik (BiH), Senzal (Jug), HornBlower, Credos (Hr), BS Posrednik (Bih), HB Posrednik (Makedonija).

²⁰ vsi anketiranci niso navedli svojih posrednikov

7.8 VPLIVI NA NAKUP DELNIC

Vlagatelji imajo lahko pri nakupu delnic različne strategije: od bolj tveganih in bolj donosnih do manj tveganih in praviloma manj donosnih. Da bi se čim bolj izognili tveganju in čim več zaslužili, morajo pri nakupu ali prodaji delnic upoštevati različne vplive na rast ali padec tečajev delnic. Čeprav gre za iste vplive, pa posamezni vlagatelji različno vrednotijo njihovo pomembnost pri trgovanju z vrednostnimi papirji.

7.8.1 BORZNOPOSREDNIŠKE HIŠE IN BANKE

Poznavanje posameznih dejavnikov, ki vplivajo na borzo, je torej pri odločanju o nakupu ali prodaji vrednostnih papirjev zelo pomembno, saj lahko boljše poučeni vlagatelji in tisti, ki znajo upoštevati prave vplive v določenem obdobju, zmanjšujejo tveganje in hkrati dosežajo večje donosnosti. Zato anketa v nadaljevanju ugotavlja, kakšni so vedenjski vzorci slovenskih vlagateljev na tujih trgih.

Vprašanje 13: **Kako pogosto se pri nakupu ali prodaji vrednostnih papirjev odločate na podlagi naslednjih dejavnikov?**

Anketirancem je bilo na podlagi strokovne literature podanih 17 različnih dejavnikov, ki vplivajo na cene vrednostnih papirjev. Za vsak dejavnik posebej je bilo zastavljeno vprašanje, kako pogosto ga upoštevajo pri trgovanju z vrednostnimi papirji v tujini.

Tabela 26: **Pomembnost posameznih dejavnikov pri nakupu ali prodaji tujih delnic za BPH oziroma banke**

Dejavnik	Vedno (v %)	Pogosto (v %)	Včasih (v %)	Nikoli (v %)
Trend borznih trgov	50	43	7	0
Pričakovani dobički podjetja	43	57	0	0
Panoga	43	57	0	0
Likvidnost papirja	43	43	14	0
Podcenjenost delnic	43	36	21	0
Gospodarska rast	36	57	7	0
Politične razmere	21	36	43	0
Obrestne mere	21	36	36	7
Ugled podjetja	21	29	43	7
Pričakovani prevzem podjetja	14	21	43	21
Vrednost USD	0	43	50	7
Mnenje borznih analitikov	0	36	64	0
Brezposelnost v državi izdajateljici VP	0	36	57	7
Mnenje poslovnega tiska	0	29	71	0
Izkoriščenost proizvodnih zmogljivosti	0	21	79	0
Cena nafte	0	21	71	7
Razcvet gradbeništva	0	14	43	43

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Rezultati ankete med BPH in bankami, ki so prikazani v tabeli 26, kažejo, da je najpomembnejši dejavnik pred nakupom ali prodajo delnic po mnenju vodij oddelkov za trgovanje na tujih trgih v slovenskih BPH in bankah trend na borznih trgih. Natančno polovica vprašanih pravi, da se pri nakupu ali prodaji delnic vedno odloča na podlagi tržnega trenda, 43 odstotkov vprašanih pogosto, sedem odstotkov jih pravi, da včasih, nikogar pa ni, ki tega ne naredi nikoli. Naslednji najpomembnejši dejavnik pri trgovanju z delnicami je pričakovani dobiček podjetja, sledijo pa dogajanje v panogi, likvidnost papirja in podcenjenost delnic. Med manj pomembne dejavnike sodijo izkoriščenost proizvodnih zmogljivosti, cena nafte in razcvet gradbeništva.

Vprašanje 14: Ocenite pomembnost naštetih dejavnikov za vaše odločitve o nakupu ali prodaji delnic?

Anketiranci so ocenjevali tudi pomembnost posameznih dejavnikov na nakupno ali prodajno odločitev, ki so povezane s konkretnim podjetjem oziroma delnico. BPH in banke so sedem vnaprej podanih dejavnikov ocenjevale na lestvici od 1 (nepomemben dejavnik za odločitev o nakupu ali prodaji delnic) do 5 (zelo pomemben dejavnik pri nakupu ali prodaji delnic). Odgovori so povzeti v tabeli 27.

Tabela 27: **Ocena pomembnosti posameznega dejavnika izdajatelja delnic na nakupno ali prodajno odločitev pri BPH in bankah**

Dejavnik	Povprečna ocena
Rast dobička	4,4
Dobiček na delnico (P/E)	4,2
Rast prihodkov	4,2
Denarni tok	3,9
Donosnost last. kapitala (ROE)	3,7
Tečaj/knjižna vrednost (M/B)	3,7
Dolg/prihodki	3,6

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Odgovori anketiranih kažejo, da BPH oziroma banke pri odločitvah o nakupu delnic največkrat upoštevajo rast dobička in prihodkov ter količnik med ceno delnice in dobičkom. To ni presenetljivo, saj so vsi trije kazalci dobri pokazatelji uspešnosti poslovanja podjetja. Njihovi dolgoletni trendi pa tudi kažejo na to, ali gre za stabilne rasti podjetja.

7.8.2 NEPOSREDNI VLAGATELJI

Tudi neposredni vlagatelji se pri odločanju o nakupu ali prodaji vrednostnih papirjev odločajo na podlagi različnih dejavnikov. Vplivov je veliko, od posameznega vlagatelja pa je odvisno, kako jih vrednoti pri svoji odločitvah.

Vprašanje 12*: **Kako pogosto se pri nakupu ali prodaji vrednostnih papirjev odločate na podlagi naslednjih dejavnikov?**

Anketirancem je bilo na podlagi strokovne literature podanih 17 različnih dejavnikov, ki vplivajo na cene vrednostnih papirjev. Za vsak dejavnik posebej je bilo zastavljeno vprašanje, kako pogosto ga upoštevajo pri trgovanju z vrednostnimi papirji. Rezultati so predstavljeni v tabeli 28.

Tabela 28: **Pomembnost posameznih dejavnikov pri nakupu ali prodaji delnic za neposredne vlagatelje**

Dejavnik	Vedno (v %)	Pogosto (v %)	Včasih (v %)	Nikoli (v %)
Podcenjenost delnic	60	32	4	4
Pričakovani dobički podjetja	44	36	16	4
Likvidnost papirja	32	28	28	12
Panoga	28	56	16	0
Trend borznih trgov	24	48	24	4
Mnenje borznih analitikov	16	4	52	28
Gospodarska rast	12	64	20	4
Politične razmere	8	48	36	8
Izkoriščenost proizvodnih zmogljivosti	8	28	24	40
Pričakovani prevzem podjetja	8	20	48	24
Mnenje poslovnega tiska	8	12	56	24
Obrestne mere	4	24	52	20
Brezposelnost v državi izdajateljici	4	24	36	36
Ugled podjetja	4	12	56	24
Vrednost USD	0	24	64	12
Cena nafte	0	24	40	36
Razcvet gradbeništva	0	8	40	52

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Rezultati ankete med 25 neposrednimi vlagatelji kažejo, da je najpomembnejši dejavnik pri nakupu ali prodaji delnic podcenjenost delnic. Natančno 60 odstotkov vprašanih jih pravi, da se pri trgovanju z delnicami odločajo vedno na podlagi podcenjenosti delnic, oziroma delnic, za katere sami ocenjujejo, da bodo v prihodnje več vredne glede na poslovanje podjetja. Sledijo pa pričakovani dobički podjetja, likvidnost papirja in dogajanje v panogi. Manj pomembni pa so pri njihovih odločitvah vrednost dolarja, cena nafte in razcvet gradbeništva. Neposredni vlagatelji se torej bolj osredotočajo na konkretno poslovanje podjetja in njihove rezultate primerjajo z vrednostjo delnic na trgu. Manj pa jih zanimajo zunanji dejavniki, ki tudi vplivajo na cene delnic, vendarle pa so z njihovo vrednostjo posredno povezani.

Za primerjavo med navadami slovenskih vlagateljev na tujih trgih je v nadaljevanju priložena še raziskava med 2000 nizozemskimi vlagatelji (glej tabelo 29), ki je pokazala nekoliko drugačne rezultate vpliva posameznih dejavnikov na nakup ali prodajo delnic kot pri slovenskih vlagateljih. Na anketo, ki je bila opravljena leta 1999, je odgovorilo 906 vprašanih. Povprečna starost je bila 47 let. Povprečna vrednost premoženja vprašanih vlagateljev pa je bila okoli 135.000 evrov.

Tabela 29: **Vplivi različnih dejavnikov pri odločitvah o nakupu ali prodaji delnic izbranih individualnih nizozemskih vlagateljev v letu 1999**

Dejavniki	Vedno (v %)	Redno (v %)	Redko (v %)	Nikoli (v %)	Neodgovorjeno (v %)
Ugled podjetja	24,8	43,7	22,0	7,0	2,5
Diverzifikacija premoženja	19,5	39,0	26,9	11,6	3,0
Kakovost vodstva podjetja	15,8	27,1	30,2	23,8	3,1
Pričakovani dobički podjetja	14,8	36,3	33,3	12,3	3,3
Preteklo gibanje delnice (1 mesec)	13,9	33,2	42,6	6,9	3,4
Preteklo gibanje delnice (daljše obdobje)	12,5	30,9	34,2	19,6	2,9
Osební fiskalni pogoji vlagatelja	9,6	14,3	24,0	48,2	3,9
Obrestne mere	9,4	23,6	30,8	33,0	3,3
Pričakovani prevzem podjetja	8,0	20,8	48,8	19,2	3,2
Inflacija	5,5	14,7	26,3	49,6	3,8
Pričakovana dividenda	4,2	14,4	36,9	39,8	4,6
Tečaj dolarja	3,0	14,6	39,8	38,8	3,8
Mnenje finančnih svetovalcev	1,2	13,7	57,3	24,7	3,1
Mnenje finančnega tiska	1,0	23,7	59,3	13,2	2,9
Mnenje prijatelja	0,1	4,6	34,6	56,9	3,8

Vir: Jacobsen, 2000, str. 43.

Raziskava med 2000 vlagatelji posamezniki na Nizozemskem je pokazala, da imata največji vpliv pri odločitvah o nakupu in prodaji delnic ugled podjetja in kakovost vodstva podjetja. Najpomembnejši makroekonomski dejavnik, ki ima pomemben vpliv na cene delnic, pa so obrestne mere (Jacobsen, 2000, str. 43). To pomeni, da nizozemski vlagatelji drugače vrednotijo določene vplive na ceno delnic; slovenski vlagatelji namesto mehkih dejavnikov, kot so ugled in vodstvo podjetja, večjo pomembnost pri nakupu delnic pripisujejo bolj trdim in lažje izračunljivim podatkom, kot so podcenjenost delnic, pričakovani dobički podjetja in podobno.

Vprašanje 13*: Ocenite pomembnost naštetih dejavnikov za vaše odločitve o nakupu ali prodaji delnic posameznega podjetja?

Anketiranci so pri vprašanju 13 ocenjevali pomembnost posameznih dejavnikov, ki so povezani s konkretnim podjetjem oziroma delnico, na nakupno ali prodajno odločitev. Sedem dejavnikov so BPH in banke ocenjevale na lestvici ocen od 1 do 5, pri čemer je:

- 1 – nepomembno za odločitev o nakupu ali prodaji delnic
- 5 – zelo pomemben dejavnik pri nakupu ali prodaji delnic.

Rezultate prikazujemo v tabeli 30.

Tabela 30: **Ocena pomembnosti posameznega dejavnika na nakupno ali prodajno odločitev pri neposrednih vlagateljih**

Dejavnik	Povprečna ocena
Rast prihodkov	4,0
Rast dobička	3,8
Denarni tok	3,6
Dobiček na delnico (P/E)	3,5
Dolg/prihodki	3,5
Donosnost lastniškega kapitala (ROE)	3,4
Tečaj/knjižna vrednost (M/B)	2,8

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Neposredni vlagatelji pri odločitvah o nakupu ali prodaji delnic konkretnega podjetja največkrat upoštevajo rast prihodkov in dobička. Med manj pomembne pa štejejo donosnost kapitala ter razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo podjetja. Neposredni vlagatelji torej razmišljajo podobno kot BPH in banke, iz česar lahko sklepamo, da sta pri slovenskih vlagateljih prihodek in dobiček podatka, ki odločilno vplivata na odločitev o nakupu ali prodaji delnic.

7.9 VIRI INFORMACIJ

Za odločanje o trgovanju z vrednostnimi papirji je zelo pomembno, da investitorji pridobijo ustrezne in zanesljive ter pravočasne informacije. Zato je bilo v nadaljevanju BPH in bankam ter neposrednim vlagateljem zastavljeno vprašanje, kje in kako pridobivajo te informacije.

7.9.1 BORZNOPOSREDNIŠKE HIŠE IN BANKE

V tujini je zelo veliko različnih virov informacij, tako da je pogosto težava, katere izbrati, da bodo odločitve o nakupu ali prodaji vrednostnih papirjev čim manj tvegane.

Vprašanje 15: **Kateri so vaši viri informacij za spremljanje dogajanja na posameznih borzah?**

Anketirancem so bili podani na voljo štirje odgovori: splet, borzni posredniki, časopisi in revije ter drugo. Lahko pa so se odločili za več odgovorov, kar prikazuje tabela 31.

Tabela 31: **Viri informacij in delež BPH in bank, ki jih uporabljajo pri odločanju o nakupu in prodaji vrednostnih papirjev**

Viri informacij	Delež BPH in bank (v %)
Splet	86
Tuji borzni posrednik	79
Časopisi in revije	57
Pregledi trga	7
Seminarji	7
Televizija	7
Forumi na spletu	7
Tuje analize	7

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

BPH in banke uporabljajo pri svojem odločanju različne vire informacij. Največ se jih poslužuje informacij na spletu, nasvetov tujih borznih posrednikov in informacij iz tujih časopisov in revij. Omenjajo pa še razne analize pregledov trga, seminarje, sejme, televizijo in razne forume na spletu.

Vprašanje 16: **Ocene katerih analitičnih hiš so po vašem mnenju najbolj zanesljive in objektivne?**

Anketirancem je bilo pri vprašanju 16 ponujenih pet odgovorov: Bloomberg, Reuters, Morningstar, Yahoo finance in drugo, pri čemer so lahko obkrožili več odgovorov (tabela 32).

Tabela 32: **Najbolj zanesljivi viri informacij in delež BPH ter bank, ki jim najbolj zaupajo pri odločanju o nakupu in prodaji vrednostnih papirjev**

Analitične hiše	Delež BPH in bank (v %)
Bloomberg	85
Yahoo Finance	39
Reuters	31
Morningstar	8
Valueline Nasdaq	8
IGES Nielsen	8

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Med najbolj zanesljive vire informacij BPH in banke štejejo Bloomberg, Yahoo Finance in Reuters. Zaradi visokega odstotka anketirancev, ki zaupajo tem analitičnim hišam, lahko sklepamo, da gre dejansko za zanesljive in verodostojne analitične ustanove. Podatek, katere ustanove so zanesljive, je pomemben zato, ker je namreč

kar precej analitičnih hiš, ki so pristranske in v javnost pošiljajo informacije, ki so zavajajoče, z namenom, da bi za svoje stranke ustvarjali čim večje donose.

7.9.2 NEPOSREDNI VLAGATELJI

Neposredni vlagatelji imajo tako kot BPH in banke različne možnosti pridobivanja informacij za odločanje pri trgovanju z vrednostnimi papirji v tujini.

Vprašanje 14*: **Kateri so vaši viri informacij za spremljanje dogajanja na posameznih borzah?**

Anketirancem so bili podani štirje odgovori: splet, borzni posredniki, časopisi in revije in drugo. Lahko so obkrožili več odgovorov.

Tabela 33: **Viri informacij in delež neposrednih vlagateljev, ki jih uporabljajo pri odločanju o nakupu in prodaji vrednostnih papirjev**

Viri informacij	Delež neposrednih vlagateljev (v %)
Splet	100
Časopisi in revije	56
Tuji borzni posrednik	28
Dobri prijatelji	8
Televizija	4

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Neposredni vlagatelji se, kot kaže tabela 33, pri svojem odločanju o trgovanju z vrednostnimi papirji poslužujejo informacij na spletu, več kot polovica jih bere tuje časopise in revije, dobra četrtina pa se jih poslužuje nasvetov tujih borznih posrednikov. Omenjajo pa še dobre prijatelje in televizijo. Ti rezultati so pričakovani, saj je na spletu daleč največ različnih borznih informacij, ki so tudi najbolj ažurne. Poleg tega splet omogoča tudi aktivno spremljanje dogajanj na borznem parketu in možnost takojšnjega odzivanja na poslovne dogodke. Na spletu so tudi vsi najpomembnejši časopisi in revije.

Vprašanje 15*: **Ocene katerih analitičnih hiš so po vašem mnenju najbolj zanesljive in objektivne?**

Anketirancem je bilo pri vprašanju 15 ponujenih pet odgovorov: Bloomberg, Reuters, Morningstar, Yahoo finance in drugo, pri čemer so lahko obkrožili več odgovorov. Rezultate ankete prikazuje tabela 34.

Tabela 34: **Viri informacij, ki jim neposredni vlagatelji najbolj zaupajo pri odločanju o nakupu in prodaji vrednostnih papirjev**

Analitične hiše	Delež neposrednih vlagateljev (v %)
Bloomberg	50
Yahoo Finance	33
Morningstar	28
Reuters	11
CNBC	6
Financial Times	6
Thompson Financial	6
CNN	6
CBS	6
Market Watch	6
Lastna presoja	6

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Neposredni vlagatelji torej podobno kot BPH in banke vrednotijo posamezne analitične hiše. Med najzanesljivejše vire informacij štejejo Bloomberg, Yahoo Finance in Morningstar. Iz tega je razvidno, da je Bloomberg dejansko najpomembnejši vir informacij, saj mu zaupa daleč največ slovenskih vlagateljev, ki investirajo na tujih trgih.

7.10 DONOSNOST NALOŽB V LETU 2003

Pri vlaganju na tuje trge je tako kot pri vseh vlaganji pomembno, koliko vlagatelji zaslužijo. BPH in bankam ter neposrednim vlagateljem smo v nadaljevanju zastavili vprašanje, kakšno donosnost so dosegli na tujih trgih v letu 2003. To vprašanje smo zastavili predvsem zato, da bi ugotovili, kako uspešni so slovenski borzni pionirji na tujih trgih. Tuji kapitalski trgi so namreč zaradi svoje velikosti, odzivnosti in številnih drugih razlik v primerjavi s slovenskim trgom za vlagatelje veliko bolj zahtevni. Odgovori bodo povedali, ali so bili tudi bolj donosni. Donosnost najpomembnejšega indeksa na Ljubljanski borzi SBI je bila v letu 2003 za primerjavo 17,8-odstotna.

Vprašanje 17: **Kakšno donosnost so v povprečju ustvarile vaše stranke na tujih borzah leta 2003?**

Tabela 35: **Povprečna letna donosnost strank, ki so vlagale preko BPH in bank v letu 2003**

Dosežena donosnost (v %)	Število
15	2
20	1
25	6
40	4
SKUPAJ	13

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Največ, šest BPH in bank, je navedlo, da so njihove stranke dosegle 25-odstotno donosnost v letu 2003, kar kaže tabela 35.

Podrobnejši rezultati ankete kažejo, da so vlagatelji, ki so vlagali preko BPH oziroma bank, dosegli v letu 2003 v povprečju 28-odstotno donosnost. Najvišja dosežena donosnost je bila 40-odstotna, najnižja pa 15-odstotna. Nihče v povprečju pa lani ni realiziral izgube.

Vprašanje 16*: **Kakšno donosnost ste na tujih borzah ustvarili leta 2003?**

Tudi neposredni vlagatelji so leta 2003 dosegli pozitiven donos iz svojih naložb v tujini.

Tabela 36: **Povprečna donosnost neposrednih vlagateljev na tujih borzah v letu 2003**

Donosnost	Delež (v %)
Izguba	4
0–10 %	4
Od 10–20 %	12
Od 20–30 %	16
Od 30–50 %	40
Od 50–100 %	16
Več kot 100 %	8

Vir: Lastna raziskava, januar 2004.

Tabela 36 prikazuje, da jih je med neposrednimi vlagatelji lani največ, to je 40 odstotkov vprašanih, doseglo donosnost med 30 in 50 odstotki. Več kot 100-odstotno

donosnost sta med 25 vprašanimi vlagatelji dosegla dva vlagatelja, eden pa je realiziral izgubo.

To pomeni, da je bilo leto 2003 uspešno za večino slovenskih vlagateljev na tujih trgih, tako za tiste, ki so na tuje borzne trge vlagali preko slovenskih BPH in bank, kot tudi za neposredne vlagatelje. Na tujih trgih so namreč dosegli zelo visoko donosnost, višjo kot denimo najpomembnejši slovenski borzni indeks SBI. Prav tako so presegli skupno dolgoletno povprečje donosnosti na tujih borzah, ki znaša okoli 12 do 15 odstotkov.

8 POVZETEK REZULTATOV RAZISKAVE

Cilj empirične raziskave, ki je bila izdelana v okviru magistrskega dela, je bilo ugotoviti celovito in trenutno stanje slovenskih vlagateljev na tujih borznih trgih. Opravljeni sta bili dve vrsti anket. Ena med slovenskimi BPH in bankami ter druga neposredno med vlagatelji, ki neposredno vlagajo na tuje borze preko tujih spletnih borznih posrednikov. V raziskavi, ki je bila opravljena januarja 2004, je na anketo odgovorilo 15 BPH in bank ter 25 neposrednih vlagateljev. V nadaljevanju povzemam najpomembnejše ugotovitve empirične raziskave.

BPH in banke na tujih trgih povprečno ustvarijo 22 odstotkov svojega celotnega borznega poslovanja. Skoraj polovica vprašanih BPH in bank ima za poslovanje na tujih trgih v povprečju 3 zaposlene, nobena pa več kot 4. Skoraj vse BPH in banke poleg posredovanja ponujajo tudi naložbeno svetovanje. Vlagatelji, ki so vlagali preko BPH oziroma bank, so v letu 2003 v povprečju dosegli 28-odstotno donosnost.

Z neposrednim vlaganjem v tujino se ukvarjajo predvsem moški, njihova povprečna starost je 27 let.²¹ Največ jih je začelo v tujino vlagati leta 2003. 60 odstotkov se jih z analiziranjem in vlaganjem na tuje trge ukvarja od ene do 4 ure na dan. Med neposrednimi vlagatelji je lani največ, to je 40 odstotkov vprašanih, doseglo od 30- do 50-odstotno donosnost.

Iz odgovorov BPH in bank ter neposrednih vlagateljev je moč sklepati, da je bila glavni razlog za selitev na tuje borzne trge predvsem večja ponudba vrednostnih papirjev kot pri nas. Za BPH in banke je pomembno tudi, da so s tem povečali ponudbo svojih storitev, za individualne vlagatelje pa, da kapitalski dobički v tujini še niso obdavčeni.

²¹ Raziskava varčevalne navade in mnenja slovenskih investorjev - 2001 je pokazala, da je tipični slovenski vlagatelj na slovenskem kapitalskem trgu moški, star od 30 do 60 let, razpolaga z vsaj višješolsko izobrazbo in biva v izrazito najpremožnejših gospodinjstvih.

Tako BPH oziroma banke kot tudi neposredni vlagatelji se dokaj strinjajo, da je pomemben razlog za neposredno vlaganje v tujino preko tujih spletnih posrednikov previsok strošek domačih BPH in bank. Prav tako se precej strinjajo v tem, da zaupanje v domače BPH in banke ni problematično. Bolj problematična pa je za neposredne vlagatelje odzivnost oziroma hitrost, s katero slovenske BPH in banke opravijo storitev posredovanja v tujini.

Premoženje, ki ga imajo preko slovenskih BPH in bank v tujini naloženi domači vlagatelji, je v povprečju sestavljeno iz 74 odstotkov delnic, 18 odstotkov obveznic, šest odstotkov skladov in iz dveh odstotkov drugih naložb. Med naložbami neposrednih vlagateljev v tujini je v povprečju 87 odstotkov delnic, štiri odstotke različnih skladov in osem odstotkov drugih vrednostnih papirjev. Zanimivo je, da v njihovih naložbah ni obveznic.

Med neposrednimi vlagatelji ima večina, to je 88 odstotkov anketiranih, v tujini manj kot za 100.000 evrov naložb. Največji delež vprašanih ima vrednost premoženja v višini od 10.000 do 100.000 evrov. Sicer pa imajo neposredni vlagatelji v povprečju še vedno 55 odstotkov svojega premoženja na slovenskem trgu kapitala.

Med borznoposredniškimi hišami oziroma bankami jih je deset navedlo, da imajo njihove stranke največ denarja naloženega v Nemčiji, trije so navedli ZDA, eden trge nekdanje Jugoslavije. Za nemški trg se odločajo predvsem zaradi višjih pričakovanih donosov, sledita boljše poznavanje trga in več informacij. Med borznoposredniškimi hišami oziroma bankami jih je šest navedlo, da imajo njihove stranke najmanj denarja naloženega na Japonskem. Najpomembnejša razloga sta slabo poznavanje borze in pomanjkanje informacij.

Med neposrednimi vlagatelji jih je 11 napisalo, da imajo največ denarja naloženega na ameriških borznih trgih, in kot razlog navedlo več informacij in boljše poznavanje borze. Zanimivo pa je, da jih je tudi kar sedem navedlo, da imajo najmanj denarja naloženega v ZDA. Glavna razloga pa sta večje tveganje in višji stroški.

Slovenske BPH oziroma banke so na nemškem trgu največkrat med borznimi posredniki omenile Commerzbank, Bank Austrio AG in HornBlower. Neposredni vlagatelji pa največ trgujejo preko Consorsa. Slovenske BPH oziroma banke na ameriškem trgu med borznimi posredniki največkrat omenjajo HornBlower, skoraj polovica neposrednih vlagateljev pa Ameritrade. Na trgih nekdanje Jugoslavije pa BPH in banke ter neposredni vlagatelji navajajo naslednje posrednike: AC BPH Beograd, SKB, Iliriko, Medvešek Pušnik, Beopublikum, BS Posrednik (BiH), Senzal (Jug), HornBlower, Credos (Hr), BS Posrednik (Bih), HB Posrednik (Makedonija).

Rezultati ankete med BPH in bankami kažejo, da je najpomembnejši dejavnik pred nakupom ali prodajo delnic po njihovem mnenju trenutni trend na borznih trgih,

sledijo pa pričakovani dobički podjetij in likvidnost papirja. Med manj pomembne sodijo izkoriščenost proizvodnih zmogljivosti, cena nafte in razcvet gradbeništva. Sicer pa BPH oziroma banke pri odločitvah o nakupu in prodaji delnic največkrat upoštevajo rast dobička in prihodkov ter količnik med ceno delnice in dobičkom.

Med neposrednimi vlagatelji 60 odstotkov vprašanih pravi, da se pri trgovanju z delnicami odločajo vedno na podlagi podcenjenosti delnic. Sledijo pričakovani dobički podjetja, likvidnost papirja in dogajanje v panogi. Manj pomembni dejavniki pri njihovih odločitvah pa so vrednost ameriškega dolarja, cena nafte in razcvet gradbeništva. Neposredni vlagatelji pri odločitvah o nakupu in prodaji delnic največkrat upoštevajo rast prihodkov in dobička.

BPH in banke se pri svojem odločanju o trgovanju na tujih trgih v največji meri poslužujejo informacij na spletu, nasvetov tujih borznih posrednikov in informacij iz tujih časopisov in revij. Omenjajo pa še razne analize pregledov trga, seminarje, sejme, televizijo in razne forume na spletu. Med najbolj zanesljive vire informacij štejejo Bloomberg, Yahoo Finance in Reuters.

Neposredni vlagatelji pri svojem odločanju prav tako uporabljajo različne vire informacij. Vsi se poslužujejo informacij na spletu, več kot polovica tujih časopisov in revij in dobra četrtina nasvetov tujih borznih posrednikov. Omenjajo pa še dobre prijatelje in televizijo. Med najbolj zanesljive vire informacij štejejo Bloomberg, Yahoo Finance in Morningstar.

Rezultati raziskave so precej pričakovani. Slovenski vlagatelji so na tujih trgih sicer že prisotni, vendarle pa še v manjšem obsegu. Za tuje trge se za zdaj najbrž odločajo predvsem najbolj izkušeni vlagatelji, kar se lahko kaže tudi iz njihove donosnosti, ki je precej visoka. V prihodnje je pričakovati, da bo pogumnih vlagateljev čedalje več, toda po mojem mnenju se jih bo večina vendarle odločila, da v tujino ne bodo vlagali neposredno, temveč predvsem preko domačih vzajemnih skladov. Takšni so tudi trendi v tujini, saj so vzajemni skladi še vedno ena od najbolj priljubljenih oblik varčevanja. Tuji kapitalski trgi namreč zahtevajo veliko profesionalnega znanja in pa predvsem časa, potrebnega za spremljanje pomembnejših dogodkov, ki vplivajo na vrednosti VP. Tako bodo v prihodnje slovenske BPH in banke, ki se bodo znale vključiti v mednarodne tokove, še pridobile na veljavi. Pri tem velja opomniti, da po vstopu v EU domači ponudniki že počasi dobivajo konkurenco tujih borznih posrednikov in skladov. Ti so za zdaj zaradi večjega obsega prometa cenovno ugodnejši, toda prednost domačih je predvsem zaupanje, ki ga uživajo med slovenskimi vlagatelji. Z rastjo njihovega prometa in povezovanjem s tujimi ponudniki pa je pričakovati tudi padeč cen njihovih storitev. Zadeve se po mojem mnenju odvijajo po pričakovanjih. Potrjujejo jih tudi rezultati raziskave.

9 SKLEP

Slovenija se čedalje intenzivneje vključuje v različne mednarodne integracije in tokove. Tako je tudi na področju borzništva. Slovenska borza formalno sicer še ni povezana z nobeno tujo borzo, toda vlagatelji kljub temu čedalje več svojega premoženja vlagajo na tuje kapitalske trge. Magistrsko delo v teoretičnem delu prikazuje različne vidike vlaganja na tuje kapitalske trge s strani slovenskih vlagateljev. Na začetku ugotavlja, da so slovenski vlagatelji precej konzervativni, saj še vedno večino svojega premoženja ohranjajo v varnejših naložbah, manj pa varčujejo v vrednostnih papirjih. Toda varčevanje v delnicah in drugih vrednostnih papirjih se v razvitem svetu povečuje, zato je podobne trende pričakovati tudi pri nas. Magistrsko delo ugotavlja, da so se ti procesi v Sloveniji že začeli odvijati, saj je denarja, ki želi na borzo, čedalje več. Razlogi so predvsem v selitvi iz bančnega varčevanja v vzajemne sklade, saj se pasivne obrestne mere občutno znižujejo. Vrednost premoženja v vzajemnih skladih se je v prvi polovici leta 2004 povečala za dobrih 90 milijard tolarjev na več kot 150 milijard tolarjev.

Magistrsko delo nadalje ugotavlja razloge, zakaj se povpraševanje s strani slovenskih vlagateljev po tujih vrednostnih papirjih povečuje. Eden glavnih razlogov je v tem, da se je v zadnjih letih spremenila zakonodaja, ki dopušča vlaganje tako slovenskim pravnim kot tudi fizičnim osebam na tuje kapitalske trge. Drug pomemben razlog je, da se ponudba delnic na Ljubljanski borzi manjša, razpoložljivega denarja, ki povprašuje po vrednostnih papirjih, pa je čedalje več. Število vrednostnih papirjev se je na Ljubljanski borzi iz leta 2001, ko jih je bilo skupaj 271, zmanjšalo konec leta 2003 na 254.

Posledice se kažejo v izjemni rasti vseh treh glavnih borznih indeksov in v doseganju njihovih rekordnih vrednosti. Toda zgodovinske izkušnje in statistika kažejo, da se na borzi vedno izmenjujejo vzponi in padci, zato najizkušenejši vlagatelji že iščejo alternative v tujini. Poleg tega pa vlagatelji z investiranjem v tuje vrednostne papirje tudi pomembno diverzificirajo svoje premoženje in tako zmanjšujejo tveganje.

Nadalje magistrsko delo predstavlja različne vrste tujih borz, kamor se lahko usmerjajo slovenski vlagatelji. Z vidika domačih investitorjev so najzanimivejše nemška in ameriške borze, kjer imajo slovenski vlagatelji po podatkih Banke Slovenije naloženega največ premoženja. Magistrsko delo predstavlja načine, kako trgovati na teh trgih. V grobem imajo slovenski vlagatelji dve možnosti vlaganja v tujino preko slovenskih borznoposredniških hiš in bank ali preko tujih spletnih borznih posrednikov. Slednji so cenejši, vendarle pa strokovnjaki opozarjajo, da cena ni vedno najpomembnejša. Pomembna je tudi ponudba oziroma obseg storitev za določeno ceno in varnost. Zato se veliko vlagateljev še vedno odloča za vlaganje preko slovenskih BPH in bank.

V nadaljevanju magistrsko delo predstavlja različne oblike vrednostnih papirjev, ki jih ponujajo najrazvitejši trgi kapitala v tujini. Nekatere oblike so za slovenske vlagatelje povsem nove, saj je bilo za domači trg kapitala značilno predvsem trgovanje z delnicami in obveznicami, manj pa z drugimi vrstami vrednostnih papirjev.

Za vsakega vlagatelja, ki namerava vlagati v tujino, je tudi zelo pomembno, da natančno ve, kateri so tisti dejavniki, ki najbolj vplivajo na cene vrednostnih papirjev. Vplivov na vrednostne papirje je na tujih borzah precej več, kot so jih bili vajeni slovenski vlagatelji na Ljubljanski borzi. Zato magistrsko delo predstavlja najpomembnejše dejavnike, ki jih mora poznati vlagatelj, preden se odloči za vstop na kapitalske trge. Zelo pomembno je natančno proučiti, v katerem ciklu se nahaja celotno gospodarstvo, kaj to pomeni za posamezno panogo in kako vse skupaj vpliva na posamezno podjetje. Na koncu mora vsak vlagatelj tudi natančno analizirati poslovanje podjetja v vseh obdobjih; preteklem, sedanjem in prihodnjem.

Magistrsko delo v drugem delu podaja rezultate empirične raziskave, ki je bila narejena v okviru magistrskega dela. Ugotovitve raziskave se ujemajo s podatki Banke Slovenije, da se povečuje obseg vlaganja slovenskih vlagateljev v tujino. Raziskava je pokazala, da se povečuje število domačih BPH in bank, ki ponujajo storitve posredovanja za vlaganje na tuje trge. Prav tako se povečuje delež poslovanja in posredovanja v tujini v njihovem celotnem poslovanju. V porastu je tudi število vlagateljev, ki neposredno vlagajo na tuje trge vrednostnih papirjev preko spleta, oziroma preko tujih spletnih borznih posrednikov. Z neposrednim vlaganjem se ukvarjajo predvsem mlajši vlagatelji, kar pa očitno ni trend tudi v drugih evropskih državah. Če primerjamo rezultate raziskave z rezultati raziskave, ki je bila narejena leta 1999 med vlagatelji posamezniki na Nizozemskem, se vidi, da so nizozemski vlagatelji starejši. Njihova povprečna starost je bila 47 let, povprečna starost slovenskih neposrednih vlagateljev pa 27 let.

Slovenski vlagatelji so bili leta 2003 na tujih trgih večinoma uspešni, saj so dosegali visoke donosnosti, praviloma višje od 25 odstotkov. Dolgoletne statistike pa kažejo, da je povprečna donosnost na borzah, če jo opazujemo na daljši rok, približno 12 do 15 odstotkov. Najpomembnejša tuja trga za slovenske vlagatelje sta nemški in ameriški. Slovenski vlagatelji se v tujini večinoma odločajo za nakupe delnic, manj pa za druge oblike investiranja, kar pomeni, da so pri izbiri premoženja pripravljene prevzemati večja tveganja. Treba pa je opozoriti, da je to najbrž posledica tudi trenutnih trendov na tujih trgih, ki so bili v času anketiranja ugodni za vlaganje v delnice.

Slovenski vlagatelji se za nakupe najpogosteje odločajo na podlagi trenutnih trendov na borznih trgih. Pri analizi posameznih delnic najpogosteje upoštevajo rast dobička in prihodkov ter količnik med ceno delnice in dobičkom. Nizozemskimi investitorji za razliko od slovenskih najpomembnejšo vlogo pri nakupu ali prodaji delnic dajejo ugledu podjetja in kakovosti vodstva podjetja.

Glede hitrosti vključevanja na tuje trge pa se slovenski vlagatelji obnašajo po pričakovanjih. Rast aktivnosti in obsega poslovanja na tujih trgih sicer narašča, toda previdno. BPH in banke počasi povečujejo število zaposlenih, ki se ukvarjajo predvsem z vlaganji v tujino. Tudi neposredni vlagatelji glede na zneske denarja, ki jih imajo naložene v tujino, ne pretiravajo, saj gre večino za vrednosti do največ 100.000 evrov. Nizozemski vlagatelji so imeli leta 1999 v tujini povprečno naloženega 135.000 evrov premoženja.

Magistrsko delo torej potrjuje hipotezo, ki je bila zastavljena v uvodu. Ponudba in povpraševanje na Ljubljanski borzi sta v zadnjih letih precej neusklajena, kar je poleg spremenjene zakonodaje, ki po novem omogoča vlaganje v tuje vrednostne papirje, eden glavnih razlogov za povečevanje vlaganje slovenskih vlagateljev na tuje borze. Ta proces se odvija zelo hitro, v prihodnje pa je pričakovati še večji odliv slovenskega denarja na tuje kapitalske trge.

10 LITERATURA

1. Amon Samo: Ameriška borza vrednostnih papirjev. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 43 str.
2. Bevc Miranda: Hedge skladi kot alternativna oblika naložbe. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 53 str.
3. Burk James: Values in the Marketplace. New York: John Wiley & Sons, 1998. 207 str.
4. Clark Francis Jack: Handbook of Equity Derivates. Chichago: Irwin, 1995. 686 str.
5. Čas Miloš, Jamnik Simona: Borzno pravo. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 325 str.
6. Doles Jernej: Terminski posli v več različicah. Bančni vestnik, Ljubljana, 1998, 4, str. 26–28.
7. Elder Aleksander: Come into my Trading Room: a complete guide to trading. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2002. 313 str.
8. Fabozzi Frank J., Modigliani Franco: Capital Markets. New Jersey: Englewood Cliffs, 1992. 726 str.
9. Ficko Slavko: Futures – nepogojevani terminski posel: Futures and Options. Kapital, Maribor, 1993, 45, str. 23.
10. Ficko Slavko: Long Call in Short Call Strategy: Futures and options. Kapital, Maribor, 1993, 49, str. 19.
11. Ficko Slavko: Opcija – pogojevani terminski posel: Futures and options. Kapital, Maribor, 1993, 46, str. 19.
12. Fink Arlene: How to Sample in Surveys. California: Sage Publications. Inc., 1995. 73 str.
13. Gabrijelčič Lidija: Kako, kdaj in kaj kupiti na borzi. Kapital, Maribor, 1993, 56/57, str. 13–14.
14. Gabrijelčič Lidija: Pregled glavnih tujih borz. Maribor: Kapital, 1993, 58, str. 14–15.
15. Gantar Matjaž: Abeceda borzništva. Maribor: Kapital, 1992. 39 str.
16. Golob Matej M.: Borzni indeksi in povprečja. Bančni vestnik, Ljubljana, 1994, 9, str. 21–25.
17. Goodman David A., Peavy John W.: Hyper- Profits. New York: Douleday & Company, Inc. Garden City, 1985. 217 str.
18. Graham Benjamin: The Intilligent Investor. New York: Harper & Row, Publishers, 1973. 340 str.
19. Hagstrom G. Robert: The Warren Buffett Portfolio – Mastering the Power of the Focus Investment Strategy. New York: John Wiley & Sons, 1999. 246 str.
20. Hočevar Borut, Petavs Stane, Frankl Peter: Kaj morate vedeti o denarju in borzi. Ljubljana: Založba Finance, 1993. 200 str.

21. Jacobsen Ben: Does Irrational Trading Matter? Faculty of Economics and Econometrics, University of Amsterdam, Amsterdam, 1999, str. 40.
22. Jacobsen Ben: Movies for Trade of Active Individual Investors. Faculty of Economics and Econometrics, University of Amsterdam, Amsterdam, 2000, str. 43.
23. Jesenek Mateja: Niso vsi enaki. Kapital, Maribor, 2003a, 1, str. 15.
24. Jesenek Mateja: Vodnik za preračunljivo investiranje. Velenje: Pozoj, 2003. 160 str.
25. Kačič Matej: V tujini desetina sredstev v skladih. Finance, Ljubljana, 2004, 9, str. 20.
26. Kanduti Darja: Borza – kaj, kako in zakaj? Denar, Ljubljana, 1992, 16, str. 18–19.
27. Kleindienst Robert: Svetovni borzni indeks naj bi zrasel za deset do 20 odstotkov. Finance, Ljubljana, 47, str. 26.
28. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah: najboljša pot za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev. Ljubljana, GV Založba, 2001. 542 str.
29. Kleindienst Robert: Varčevalne navade in mnenja slovenskih investorjev – 2001. Ljubljana: Časnik Finance, 2001a. 100 str.
30. Krajnik Robert: Trg vrednostnih papirjev v ZDA. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1992. 60 str.
31. Lebar Simona: Trg kapitala in percepcija varčevanja v vrednostnih papirjih v Sloveniji. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 103 str.
32. Leckey Andrew: The Morningstar Approach to Investing. New York: Warner Books, Inc., 1997. 250 str.
33. Lubej Samo: Kako izbrati vzajemni sklad?, Manager, Ljubljana, 2003, 9, str. 62.
34. Majc Robert: Elektronsko borzno posredništvo. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 42 str.
35. Malkiel Burton G.: A Random Walk Down Wall Street. Toronto: George J. McLeod Limited, 1973. 285 str.
36. Mikuž Jure: Se odpravljate na tuje borze?. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2004, 12, str. 53.
37. Miš Svolfšak Irena: Modro upravljam s svojim denarjem ali Kako ravnati z osebniimi financami in premoženjem. Izola: Desk, 2001. 170 str.
38. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
39. Nidorfer Matjaž: Mimo borze, Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2004, 20, str. 12–13.
40. Pavlič Miran: Opcije-hit borze!? Kapital, Maribor, 1991, 11, str. 3.
41. Petrič Tine: Denarja se ne da vsakomur. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2004, 20, str. 18–19.
42. Pinterič Jan: Ceneje po spletu. Manager, Ljubljana, 2004, 3, str. 60–63.

43. Pinterič Jan: So delnice precenjene? *Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 2003, 47, str. 26.
44. Pretnar Stojan: Oris primerjalnega trgovinskega prava, I. del. Ljubljana: Pravna fakulteta. str. 247.
45. Ribnikar Ivan: Izvedeni finančni instrumenti. *Bančni vestnik*, Ljubljana, 1996, 7/8, str. 52–54.
46. Rotar Tomaž: *Borzni slovar*. Maribor: Kapital, 1992, str. 38.
47. Stone Dan G.: *How to Invest in the Market*. New York: Madison Publishing Associates, 1990. 264 str.
48. Stonham Paul: *Global Stock Market Reforms*. Brookefield: Aldershot, 1987. 175 str.
49. Svilan Sibil: *Vrednostni papirji*. Ljubljana: *Gospodarski vestnik*, 1990. 213 str.
50. Šimenc Matija: *Ciljno investiranje*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 43 str.
51. Šimon Aleksander: *Metode za analizo vrednostnih papirjev*. Ljubljana: Samozal., 1996. 125 str.
52. Štravs Aleksander Sašo: *Borza vrednostnih papirjev*. Ljubljana: Novi Forum, 1995. 103 str.
53. Tewels Richard J., Bradley Edward S.: *The Stock Market*. New York: John Wiley & Sons, 1992. 566 str.
54. Tičar Bojan: *Borza – Organizacija in poslovanje*. Ljubljana: Amalietti, 1991. 112 str.
55. Tominc Polona: *Borzni indeksi in njihov izračun*. *Naše gospodarstvo*, Ljubljana, 1995, 172, str. 77–82.
56. Townley Helen M.: *Thesaurus – Making: Grow Your Own Word Stock*. London: Andre Deutsch, 1980. 206 str.
57. Turković Zlatko: *To je borza*. Ljubljana: Soleco, 2003. 225. str.
58. Urbas Andrej: *Borza in njihova organiziranost*. *Obzornik*, Ljubljana, 1993, 1/2, str. 8–11.
59. Usenik Boštjan: *Donosen skok slovenskih naložb na tujih borzah*. *Finance*, Ljubljana, 1, 2004, str. 8.
60. Valant Stanislav, Veselinovič Draško, et al.: *Borzni priročnik Ljubljanske borze*. Ljubljana: *Gospodarski vestnik*, 1991. 296 str.
61. Veselinovič Draško: *Borzni priročnik*. Ljubljana: *Gospodarski vestnik*, 1995. 571 str.
62. Veselinovič Draško: *Značilnost finančnega trga v svetu in v razmerah naše gospodarske reforme*. *Ekonomska revija*, Ljubljana, 1990, 3/4, str. 239–247.
63. Wachtel Howart M.: *Stret of Dreams– Boulevard of Broken Harts: Wall Streets First Century*. London: Plutopress, 2003. 239 str.
64. Warfield Gerald: *The Investors Guide to Stock Quatations*. New York: Harper & Row Publishers, Inc., 1990. 254 str.
65. Zorman Gašper: *Lani precej dobro*. *Družinski delničar*, Ljubljana, 1, 2004, str. 25.

11 VIRI

1. Agencije za trg vrednostnih papirjev ATVP.
[URL: (<http://www.a-tvp.si/povezava2.htm>), 15. 4. 2004.
2. Banka Slovenije, Bilten, marec 2004, str. 132.
3. Borznoposredniška hiša Publikum
[URL: <http://www.publikum.si/slo/mala-sola/odlocitev/>], 5. 3. 2004.
4. Celjska borznoposredniška hiša.
[URL: <http://www.cbh.si/default.asp?link=66&neon=6&barva=3>], 5. 2. 2004.
5. Cenik BPH Ilirika, maj 2004.
6. Cenik Gorenjske BPH, maj 2004.
7. Dopolnilna investicijska možnost za zelo premožne vlagatelje.
[URL: <http://www.vzajemci.com/text.php?id=3532>], 5. 6. 2004.
8. Finančna statistika, Banka Slovenije, september 2003. 84 str.
9. Forbes.
[URL:http://www.forbes.com/home_asia/free_forbes/20004/0524/110.html],
5. 8. 2004.
10. I-svetovanje.
[URL: <http://www.i-svetovanje.com>], 5. 2. 2004.
11. Ljubljanska borza.
[URL: <http://www.ljse.si>], 5. 5. 2004.
12. Prikaz stanja sredstev vzajemnih skladov po letih.
[URL: http://www.vzajemci.com/vsi_mesecni.php], 7. 7. 2004.
13. Slovenska tiskovna agencija, STA.
[URL: <http://www.sta.si/vest.php?id=796347>], 5. 3. 2004.
14. Scottrade.
[URL: http://www.posrednikcomparison.com/online_posredniks.html], 28. 3.
2004.
15. Vzajemci [URL: <http://www.skladi.com/skladi.php>], 5.6.2004.
16. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU)
(Ur. l. RS, št. 110/2002, 73/2003, 32/2004, 42/2004).

PRILOGA

Priloga 1: SLOVAR TUJIH IZRAZOV

Cash (ang.) – denar, nakup z gotovino

Cash flow (ang.) – finančni pritok

Census Study (ang.) – popisna raziskava

Discount brokers (ang.) – diskontni posrednik

Exchange – Traded Funds , ETF (ang.) – indeksne delnice

Good-Till-Cancelled (ang.) – GTC naročilo, velja do izvršitve posla ali do prekolica

Long transaction (ang.) – dolga transakcija

Margin (ang.) – nakup z denarjem, ki ga nimamo oziroma nakup s posojilom, ki ga odobri borzni posrednik

Market maker (ang.) – vzdrževalec trga

Order flow (ang.) – poslano naročilo

Short transaction (ang.) – kratka transakcija

Snowball sampling (ang.) – slučajnostno vzorčenje, kepanje

Priloga 2: IZBRANE SVETOVNE BORZE, NJIHOVE DRZAVE IN SPLETNI NASLOVI

American Stock Exchange	ZDA	http://www.amex.com/
Amsterdam Exchanges	Nizozemska	http://www.aex.nl
Athens Stock Exchange	Grčija	http://www.ase.gr/
Australian Stock Exchange	Avstralija	http://www.asx.com.au
Belgrade Stock Exchange	Srbija in ČG	http://www.belex.co.yu
Borsa Italiana	Italija	http://www.borsaitalia.it
Bratislava Stock Exchange	Slovaška	http://www.bsse.sk
Brussels Stock Exchange	Belgija	http://www.bourse.be
Bucharest Stock Exchange	Romunija	http://www.delos.ro/bse/
Budapest Stock Exchange	Madžarska	http://www.fornax.hu/fmon/index.html
Bulgarian Stock Exchange	Bolgarija	http://www.online.bg.bse
Czech Capital Market	Češkoslovaška	http://stock.eunet.cz/index_e.html
Deutsche Boerse	Nemčija	http://www.exchange.de
Helsinki Exchanges	Finska	http://www.hex.fi
Iceland Stock Exchange	Islandija	http://www.vi.is
Irish Stock Exchange	Irska	http://www.ise.ie
Lisbon Stock Exchange	Portugalska	http://www.bvl.pt
Ljubljana Stock Exchange	Slovenija	http://www.ljse.si
London Stock Exchange	Velika Britanija	http://www.londonstockex.co.uk
Luxembourg Stock Exchange	Luxemburg	http://www.bourse.lu
Macedonian Stock Exchange	Makedonija	http://www.mse.org.mk
Madrid Stock Exchange	Španija	http://www.bolsamadrid.es
MONEP	Francija	http://www.monep.fr
Nagoya Stock Exchange	Japonska	http://www.nse.or.jp
NASDAQ-AMEX	ZDA	http://www.nasdaq.com
New York Stock Exchange	ZDA	http://www.nyse.com
Oslo Stock Exchange	Norveška	http://www.ose.no
ParisBourse	Francija	http://www.bourse-de-paris.fr/
Russian Exchange	Rusija	http://www.re.ru
Stock Exchange of Hong Kong	Hong Kong	http://www.sehk.com.hk/
Stockholm Stock Exchange	Švedska	http://www.xsse.se
Swiss Exchange	Švica	http://www.bourse.ch
Tokyo Stock Exchange	Japonska	http://www.tse.or.jp
Toronto Stock Exchange	Kanada	http://www.tse.com/
Vienna Stock Exchange	Avstrija	http://www.wbag.at
Warsaw Stock Exchange	Poljska	http://www.gpw.com.pl
Zagreb Stock Exchange	Hrvaška	http://www.zse.hr/

Vir: (URL: <http://www.a-tvp.si>) 15. 4. 2004

Priloga 3: ANKETNI VPRAŠALNIK ZA BORZNOPOSREDNIŠKE HIŠE IN BANKE

1. Kdaj so slovenski vlagatelji preko vaše BPH začeli vlagati na tuje borze?

_____ leta

2. Koliko zaposlenih se v vaši BPH ukvarja izključno s tujimi trgi vrednostnih papirjev?

_____ zaposlenih

3. Ali svojim strankam, ki vlagajo v tujino tudi svetujete?

Da Ne

4. Kolikšen delež (vrednostno) predstavljajo posli posredovanja na tujih trgih glede na vaše celotno posredovanje?

_____ %

5. Zakaj ste se odločili, da boste svojim strankam omogočili vlaganje na tuje borze?

Ocenite naslednje trditve od 1–5 (1 – sploh se ne strinjam, 5 – popolnoma se strinjam)

Ker so to zahtevale naše stranke	1	2	3	4	5
Zato, da bi povečali ponudbo svojih storitev	1	2	3	4	5
Ker je v tujini večja izbira vrednostnih papirjev	1	2	3	4	5
Ker so v tujini manjša tveganja kot pri nas	1	2	3	4	5
Ker so v tujini donosi delnic praviloma višji kot pri nas	1	2	3	4	5
Ker so v Sloveniji delnice že precenjene	1	2	3	4	5
Drugo _____	1	2	3	4	5

6. Zakaj je po vašem mnenju v Sloveniji precej vlagateljev, ki raje vlagajo neposredno in ne preko slovenskih borznoposredniških hiš ali bank?

Ocenite naslednje trditve od 1–5 (1 – sploh se ne strinjam, 5 – popolnoma se strinjam)

Ker so stroški slovenskih BPH previsoki	1	2	3	4	5
Ker nakup ali prodajo hitreje opravijo sami	1	2	3	4	5
Ker slovenskim BPH ne zaupajo	1	2	3	4	5
Ker je ponudba storitev BPH še premajhna	1	2	3	4	5

7. Koliko denarja imajo vaše stranke (tiste, ki zgolj trgujejo preko vaše BPH, + tiste, ki jim upravljate premoženje) skupaj naloženega v tujih vrednostnih papirjih?

_____ SIT.

8. Ocenite delež posameznih vrednostnih papirjev, ki ga imajo vaše stranke v tujini:

Delnice _____	%
Obveznice _____	%
Skladi _____	%
Drugo _____	%

9. Kakšni so deleži denarja, ki ga imajo vaše stranke naloženega po različnih trgih v tujini?

Nemčija _____	%
ZDA _____	%
Trgi nekdanje YU _____	%
Velika Britanija _____	%
Francija _____	%
Japonska _____	%

10. Za trg, kjer imajo vaše stranke naloženega največ denarja napišite razloge, zakaj se po vašem mnenju odločajo predvsem za ta trg? Ime trga _____

Razloge ocenite od 1–5 (1 – sploh se ne strinjam, 5 – popolnoma se strinjam)

Zaradi manjšega tveganja	1	2	3	4	5
Zaradi pričakovanih višjih donosov	1	2	3	4	5
Zaradi boljšega poznavanja borze	1	2	3	4	5
Zaradi manjšega nihanja delnic	1	2	3	4	5
Zaradi več informacij	1	2	3	4	5
Zaradi nižjih stroškov	1	2	3	4	5

11. Za trg, kjer imajo vaše stranke naloženega najmanj denarja napišite razloge, zakaj se po vašem mnenju ne odločajo za ta trg? Ime trga _____

Razloge ocenite od 1–5 (1 – sploh se ne strinjam, 5 – popolnoma se strinjam)

Zaradi večjega tveganja	1	2	3	4	5
Zaradi pričakovanih nižjih donosov	1	2	3	4	5
Zaradi slabšega poznavanja borze	1	2	3	4	5
Zaradi večjega nihanja delnic	1	2	3	4	5
Zaradi pomanjkanja informacij	1	2	3	4	5
Zaradi nižjih stroškov	1	2	3	4	5

12. Napišite imena posrednikov, preko katerih trguje vaša BPH na posameznih borzah in banko, kjer imate za posamezne trge odprti trgovalni račun?

	Posrednik	Banka (trgovalni račun)
Nemčija		
ZDA		
Nekdanja YU		
Velika Britanija		
Francija		
Japonska		

13. Kako pogosto se pri svetovanju vašim strankam o nakupu ali prodaji vrednostnih papirjev odločate na podlagi naslednjih dejavnikov? (obkrožite enega izmed odgovorov)

	Vedno	Pogosto	Včasih	Nikoli
Politične razmere	0	0	0	0
Gospodarska rast	0	0	0	0
Panoga	0	0	0	0
Podcenjenost delnic	0	0	0	0
Trend borznih trgov	0	0	0	0
Likvidnost papirja	0	0	0	0
Pričakovani dobički podjetja	0	0	0	0
Pričakovani prevzem podjetja	0	0	0	0
Ugled podjetja	0	0	0	0
Mnenje poslovnega tiska	0	0	0	0
Mnenje borznih analitikov	0	0	0	0
Obrestne mere	0	0	0	0
Vrednost dolarja	0	0	0	0
Cena nafte	0	0	0	0
Brezposelnost	0	0	0	0
Izkoriščenost proizvodnih zmog.	0	0	0	0
Razcvet gradbeništva	0	0	0	0

14. Ocenite, kako pomembni so našeti dejavnik pri svetovanju vašim strankam pri nakupu ali prodaji delnic? (1 – nepomemben dejavnik, 5 – zelo pomemben dejavnik)

Dobiček na delnico (P/E)	1	2	3	4	5
Tečaj/knjižna vrednost (M/B)	1	2	3	4	5
Denarni tok	1	2	3	4	5
Rast dobička	1	2	3	4	5
Rast prihodkov	1	2	3	4	5
Dolg/prihodki	1	2	3	4	5
Donosnost last. kapitala (ROE)	1	2	3	4	5

15. Kateri so vaši viri informacij za spremljanje dogajanja na tujih borzah?

- a) Splet
- b) Borzni posredniki v tujini
- c) Časopisi in revije
- d) Drugo: _____

16. Ocene katerih analitičnih hiš so po vašem mnenju najbolj zanesljive in objektivne?

- a) Bloomberg
- b) Reuters
- c) Morningstar
- d) Yahoo finance
- e) Drugo _____

17. Kakšno donosnost so v povprečju ustvarile vaše stranke na tujih borzah leta 2003?

- a) Imajo izgubo
- b) Do 10 %
- c) Od 10 do 20 %
- d) Od 20 do 30 %
- e) Od 30 do 50 %
- f) Od 50 do 100 %
- g) Več kot 100 %

Priloga 4: ANKETNI VPRAŠALNIK ZA NEPOSREDNE VLAGATELJE

1. Kdaj ste začeli vlagati na tuje borze? _____ leta

2. Koliko ur na dan se povprečno ukvarjate z vlaganjem v tuje vrednostne papirje?

- a) Manj kot eno uro
- b) 1–4 ure
- c) 4–8 ur
- d) S tem se ukvarjam profesionalno

3. Zakaj ste se odločili, da začnete vlagati na tuje borze vrednostnih papirjev?

Ocenite naslednje trditve od 1–5 (1 – sploh se ne strinjam, 5 – popolnoma se strinjam)

Ker se je spremenil zakon, ki mi to omogoča	1	2	3	4	5
Ker je v tujini večja izbira vrednostnih papirjev	1	2	3	4	5
Ker so v tujini manjša tveganja kot pri nas	1	2	3	4	5
Ker so v tujini donosi delnic praviloma višji kot pri nas	1	2	3	4	5
Ker so v Sloveniji delnice že precenjene	1	2	3	4	5
Ker kapitalski dobički za tuje VP niso obdavčeni	1	2	3	4	5
Drugo _____	1	2	3	4	5

4. Zakaj na tuje borze ne vlagate prekoo slovenskih borznoposredniških hiš ali bank?

Ocenite naslednje trditve od 1–5 (1 – sploh se ne strinjam, 5 – popolnoma se strinjam)

Ker so stroški njihovega posredovanja previsoki	1	2	3	4	5
Ker nakup ali prodajo hitreje opravim sam	1	2	3	4	5
Ker slovenskim BPH ne zaupam	1	2	3	4	5
Ker je ponudba storitev slovenskih BPH premajhna	1	2	3	4	5

5. Koliko denarja imate naloženega v tujih vrednostnih papirjih?

- a) manj kot 10.000 evrov
- b) od 10.000 do 25.000 evrov
- c) od 25.000 do 50.000 evrov
- d) od 50.000 do 100.000 evrov
- e) od 100.000 do 500.000 evrov
- f) od 500.000 do milijon evrov
- e) več kot milijon evrov

6. Kolikšen delež vaših finančnih naložb predstavljajo tuji vrednostni papirji?

_____ %

7. Ocenite delež posameznih vrednostnih papirjev v vašem portfelju v tujini:

Delnice	_____	%
Obveznice	_____	%
Skladi	_____	%
Drugo	_____	%

8. Kakšni so deleži vašega premoženja po različnih trgih v tujini?

Nemčija	_____	%
ZDA	_____	%
Trgi nekdanje YU	_____	%
Velika Britanija	_____	%
Francija	_____	%
Japonska	_____	%

9. Za trg, kjer imate naložen največji del vašega premoženja napišite razloge, zakaj ste se odločili predvsem za ta trg? Ime trga _____

Razloge ocenite od 1–5 (1 – sploh se ne strinjam, 5 – popolnoma se strinjam)

Zaradi manjšega tveganja	1	2	3	4	5
Zaradi lažjega odprtja trgovalnega računa	1	2	3	4	5
Zaradi pričakovanih višjih donosov	1	2	3	4	5
Zaradi boljšega poznavanja borze	1	2	3	4	5
Zaradi manjšega nihanja delnic	1	2	3	4	5
Zaradi več informacij	1	2	3	4	5
Zaradi nižjih stroškov	1	2	3	4	5

10. Za trg, kjer imate najmanjši delež vašega portfelja navedite razloge, zakaj na ta trg vlagate tako malo sredstev? Ime trga _____

Razloge ocenite od 1–5 (1 – sploh se ne strinjam, 5 – popolnoma se strinjam)

Zaradi večjega tveganja	1	2	3	4	5
Zaradi težjega odprtja trgovalnega računa	1	2	3	4	5
Zaradi pričakovanih nižjih donosov	1	2	3	4	5
Zaradi slabšega poznavanja borze	1	2	3	4	5
Zaradi večjega nihanja delnic	1	2	3	4	5
Zaradi pomanjkanja informacij	1	2	3	4	5
Zaradi nižjih stroškov	1	2	3	4	5

11. Imena posrednikov (discount posrednik), preko katerih trgujete na posameznih borzah, stroški transakcije in banka, kjer imate odprti trgovalni račun?

	Posrednik	Strošek transakcije	Banka (trgovalni račun)
Nemčija			
ZDA			
Nekdanja YU			
Velika Britanija			
Francija			
Japonska			

12. Kako pogosto se pri nakupu ali prodaji vrednostnih papirjev odločate na podlagi naslednjih dejavnikov? (obkrožite enega izmed odgovorov)

	Vedno	Pogosto	Včasih	Nikoli
Politične razmere	0	0	0	0
Gospodarska rast	0	0	0	0
Panoga	0	0	0	0
Podcenjenost delnic	0	0	0	0
Trend borznih trgov	0	0	0	0
Likvidnost papirja	0	0	0	0
Pričakovani dobički podjetja	0	0	0	0
Pričakovani prevzem podjetja	0	0	0	0
Ugled podjetja	0	0	0	0
Mnenje poslovnega tiska	0	0	0	0
Mnenje borznih analitikov	0	0	0	0
Obrestne mere	0	0	0	0
Vrednost dolarja	0	0	0	0
Cena nafte	0	0	0	0
Brezposelnost	0	0	0	0
Izkoriščenost proizvodnih zmog.	0	0	0	0
Razcvet gradbeništva	0	0	0	0

13. Ocenite pomembnost naštetih dejavnikov za vaše odločitve o nakupu ali prodaji delnic? (1 – nepomemben dejavnik, 5 – zelo pomemben dejavnik)

Dobiček na delnico (P/E)	1	2	3	4	5
Tečaj/knjižna vrednost (M/B)	1	2	3	4	5
Denarni tok	1	2	3	4	5
Rast dobička	1	2	3	4	5
Rast prihodkov	1	2	3	4	5
Dolg/prihodki	1	2	3	4	5
Donosnost lastniškega kapitala (ROE)	1	2	3	4	5

14. Kateri so vaši viri informacij za spremljanje dogajanja na posameznih borzah?

- a) Splet
- b) Borzni posredniki v tujini
- c) Časopisi in revije
- d) Drugo_____

15. Ocene katerih analitičnih hiš so po vašem mnenju najbolj zanesljive in objektivne?

- a) Bloomberg
- b) Reurters
- c) Morningstar
- d) Yahoo finance
- e) Drugo_____

16. Kakšno donosnost ste na tujih borzah ustvarili leta 2003?

- a) Imam izgubo
- b) Do 10 %
- c) Od 10 do 20 %
- d) Od 20 do 30 %
- e) Od 30 do 50 %
- f) Od 50 do 100 %
- g) Več kot 100 %

17. Vaša starost: _____ let

18. Spol: M Ž