

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

**DIPLOMSKO DELO**

**INFORMACIJSKO OBNAŠANJE SLOVENSКИH MALIH  
INVESTITORJEV**

Ljubljana, september 2002

MATJAŽ FILIPIČ

## **IZJAVA**

Študent Matjaž Filipič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Dušana Mramorja in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 28.08.2002.

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>1. UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>2. POJASNITEV NEKATERIH OSNOVNIH POJMOV.....</b>	<b>2</b>
<b>2.1. INFORMACIJE IN INFORMACIJSKE AKTIVNOSTI .....</b>	<b>2</b>
<b>2.2. DEJAVNIKI, KI PREDSTAVLJAJO OKVIR INFORMACIJSKEGA         OBNAŠANJA MALIH INVESTITORJEV .....</b>	<b>3</b>
<b>2.2.1. Mali investitor.....</b>	<b>3</b>
<b>2.2.2. Odločitev glede naložbe .....</b>	<b>3</b>
<i>2.2.2.1. Naložbeni cilji malih investorjev .....</i>	<i>4</i>
<i>2.2.2.2. Naložbene možnosti in kriteriji izbire .....</i>	<i>5</i>
<i>2.2.2.3. Vrste naložbenih odločitev .....</i>	<i>6</i>
<b>2.2.3. Informacijske aktivnosti .....</b>	<b>7</b>
<b>2.2.4. Za male investitorje značilni informacijski viri in njihova vsebina .....</b>	<b>7</b>
<i>2.2.4.1. Tiskani mediji.....</i>	<i>8</i>
<i>2.2.4.2. Internet .....</i>	<i>8</i>
<b>3. IZBRANE TEORETIČNE RAZLAGE INFORMACIJSKEGA     OBNAŠANJA MALIH INVESTITORJEV .....</b>	<b>9</b>
<b>3.1. RAZLAGA Z VIDIKA TVEGANJA .....</b>	<b>9</b>
<b>3.2. RAZLAGA Z VIDIKA VKLJUČEVANJA.....</b>	<b>10</b>
<b>3.3. RAZLAGA Z VIDIKA STROŠKOV IN KORISTI.....</b>	<b>11</b>
<b>3.4. RAZLAGA Z VIDIKA POSVOJITVE .....</b>	<b>12</b>
<b>4. RAZISKAVA O INFORMACIJSKEM OBNAŠANJU SLOVENSКИH     MALIH INVESTITORJEV .....</b>	<b>12</b>
<b>4.1. VIR PODATKOV.....</b>	<b>12</b>
<b>4.2. POSAMEZNE POVEZAVE MED OPAZOVANIMI DEJAVNIKI.....</b>	<b>13</b>
<b>4.2.1. Vpliv osebnih dejavnikov na stopnjo informacijskih aktivnosti.....</b>	<b>13</b>
<b>4.2.2. Povezava informacijskih aktivnosti z informacijskimi viri.....</b>	<b>15</b>
<b>4.2.3. Povezava med informacijskimi aktivnostmi in investicijsko izbiro.....</b>	<b>17</b>
<b>4.2.4. Povezava med informacijskimi aktivnostmi in naložbenimi cilji .....</b>	<b>18</b>

<b>4.3. OBLIKOVANJE DVEH SKUPIN MALIH INVESTITORJEV .....</b>	<b>20</b>
<b>4.4. PRIMERJAVA S TUJIMI RAZISKAVAMI .....</b>	<b>22</b>
<b>5. DEJAVNIKI PRIHODNJEGA RAZVOJA ODNOSA INVESTITORJEV DO NALOŽBENIH INFORMACIJ.....</b>	<b>22</b>
<b>5.1. PRIHODNJI RAZVOJ ŠTEVILA INVESTITORJEV IN NJIHOVEGA PREMOŽENJA .....</b>	<b>23</b>
<b>5.1.1. Naraščajoča skupina investorjev .....</b>	<b>23</b>
<b>5.1.2. Povečanje premoženja z dedovanjem.....</b>	<b>25</b>
<b>5.2. RAZVOJ SLOVENSKEGA TRGA KAPITALA .....</b>	<b>26</b>
<b>5.2.1. Zakaj mali investitorji ne vlagajo več v vrednostne papirje ? .....</b>	<b>26</b>
<b>5.2.2. Odziv malih investorjev na obdavčitev bančnih obresti in znižanje obdobja     obdavčitve kapitalskih dobičkov .....</b>	<b>28</b>
<b>5.3. RAZVOJ INFORMACIJSKIH VIROV .....</b>	<b>29</b>
<b>5.3.1. Vloga tiskanih medijev.....</b>	<b>29</b>
<b>5.3.2. Vloga interneta .....</b>	<b>29</b>
<b>5.3.3. Ponudba naložbenih informacij: internet proti tiskanim medijem.....</b>	<b>29</b>
<b>6. SKLEP .....</b>	<b>32</b>
<b>LITERATURA .....</b>	<b>34</b>
<b>VIRI .....</b>	<b>36</b>
<b>PRILOGE</b>	

# 1. UVOD

Od začetka 90-ih let, ko so se začele spremembe na slovenskem finančnem trgu, pa do danes, ko postajamo vedno bolj odprti tudi za tuje investitorje, se možnosti finančnih naložb neprestano povečujejo. Pod vplivom pozitivnega gospodarskega stanja zadnjih let, se povečuje število vlaganj v vrednostne papirje, nepremičnine in bančne vloge. Vzporedno se tako povečujeta tudi ponudba in povpraševanje po naložbenih informacijah.

Hipoteza učinkovitih trgov temelji na informacijski učinkovitosti. To pomeni, da so vse nove informacije že izražene v cenah in so si investitorji med seboj enaki v tem, da nihče na dolgi rok ne more dosegati nadpovprečnih donosnosti (Aver, Petrič, Zupančič, 2001, str. 306). Tako naj bi za vsakega malega investitorja, kot tudi za vse ostale udeležence finančnega trga, veljalo, da je iskanje dodatnih informacij neracionalno dejanje. Ker finančni trgi v resnici niso tako učinkoviti, so zato uspešnejši tisti investitorji, ki imajo informacije prvi.

Z napredovanjem informacijske tehnologije in z nastajanjem novih elektronskih medijev, se je spremenilo tudi posredovanje informacij malim investitorjem. Omogočen jim je dostop do velikega števila informacij, vendar se zastavlja vprašanje, kakšna je dejanska informiranost malih investitorjev, preden se odločijo za naložbo. Kaj je dobra oziroma prava naložba, je glede na preference med likvidnostjo, donosnostjo in varnostjo naložbe odvisno od vsakega malega investitorja posebej. V diplomski nalogi izhajam iz predpostavke, da bolj kot je investitor informiran, boljše bodo njegove odločitve z vidika uresničevanja svojih naložbenih želja. Moj cilj je zato ugotoviti, koliko in kako slovenski investitorji iščejo informacije o finančnih naložbah in kateri dejavniki v največji meri vplivajo na njihove informacijske aktivnosti.

Večina dosedanjih raziskav se je ukvarjala z odnosom malih investitorjev do finančnih naložb, medtem ko je informiranost in odnos malih investitorjev do naložbenih informacij le delno raziskan. Avtorji so poizkušali rešiti predvsem dve vprašanji: kakšen vpliv ima finančno znanje in informiranost na izbiro naložb in kakšni so vzroki za iskanje finančnih informacij, ki potem vplivajo na izbiro naložb. King in Leape (1987), Haliassos in Bertaut (1995) ter Bertaut (1998) so opazovali vpliv starosti in izobrazbe, kot dejavnika finančne informiranosti, na izbor tveganih naložb. Guiso in Jappelli (2000) ter Vissing-Jørgensen (1999) pa so ugotavljali odvisnost odločitve za neko finančno investicijo, od transakcijskih stroškov in stroškov iskanja dodatnih informacij (Eymann, 2000, str. 2).

Zdi se, da mali investitorji s premoženjem vedno ravnajo racionalno, vendar prav nasprotno kaže pogosto omenjana izjava finančnega stratega Peter Lynch-a. »Kadar se mali investitorji odločajo za nakup pralnega stroja v vrednosti 1000 \$, si poiščejo informacije pri prijateljih, sodelavcih in berejo strokovne revije, ko pa se investitorji odločijo investirati v vrednostne papirje v vrednosti 10.000 \$, se največkrat odločijo kar spontano, brez posebne informacijske podlage.« (<http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/shows/betting/pros/lynch.html>). Poleg

ugotavljanja stopnje informiranosti slovenskih malih investitorjev, sem analiziral tudi kakšen pomen pripisujejo svojim naložbam in naložbenim ciljem ter kako se bo pod vplivom določenih dejavnikov, razvijalo informacijsko obnašanje investitorjev v prihodnje.

V prvem delu bom opredelil teoretična izhodišča. Poudarek bo na razlagi posebnih pojmov, na ugotavljanju okvirov informacijskih aktivnosti ter na določanju osnovnih dejavnikov ravnanja z naložbenimi informacijami. V tem delu bodo predstavljeni tudi izbrani teoretični pristopi, ki obravnavajo informacijsko obnašanje malih investitorjev in razloge zanje. V drugem delu sem s pomočjo vprašalnika izvedel anketo, s katero želim preveriti teoretične ugotovitve. Tretji del bo namenjen podajanju napovedi o razvoju informacijskega in naložbenega obnašanja malih investitorjev v prihodnosti. Podprto s statističnimi podatki in strokovnimi mnenji, želim prikazati tudi vpliv nadaljnjega razvoja premoženja malih investitorjev, njihovega števila, slovenskega trga kapitala in informacijskih virov na informacijske aktivnosti investitorjev.

## **2. POJASNITEV NEKATERIH OSNOVNIH POJMOV**

Na začetku so opredeljeni osnovni pojmi in izhodišča, ki predstavljajo okvir diplomske naloge. V nadaljevanju bodo predstavljeni nekateri izbrani teoretični pristopi, ki iščejo razloge za informacijske aktivnosti malih investitorjev, sledila pa bo analiza rezultatov raziskave.

### **2.1. INFORMACIJE IN INFORMACIJSKE AKTIVNOSTI**

Investitorji prejemaajo iz okolja več vrst informacij, pri tem pa se na njih različno odzivajo. Pred obravnavo odnosa malih investitorjev do informacij, se je potrebno vprašati, kaj sploh je informacija.

»Informacijska teorija definira informacijo kot znanje, ki zmanjša negotovost, povezano s pojavom določenega dogodka iz končne množice možnih dogodkov. Je razlika med koncepcijami, pridobljenimi z interpretacijo sporočila, ter znanjem prejemnika pred prejetjem sporočila« (Mohorič, 1999, str. 447). Informacije so podpora pri odločanju malih investitorjev, zato morajo biti zanesljive in smiselne. Informacija je smiselna, če jo investitor lahko uporabi pri odločitvah glede naložb, in je zanesljiva, če njena vsebina res predstavlja, kar naj bi predstavljala (Rutherford, 2000, str. 32-33). Sklepamo lahko, da več kot imajo mali investitorji točnejših informacij o nekem problemu in višja je stopnja znanja o neki stvari, boljše in kvalitetnejše odločitve lahko sprejemajo. »Informacija postane znanje, ko je relevantno povezana z nekim vedenjem o tem, kako in zakaj« (Pečar, 2001, str. 7). Vsebinski pomen izrazov, *stopnja znanja o naložbah* in *količina točnih informacij*, lahko poenotimo in razumemo kot »stopnja naložbene informiranosti«. Izraz bo v tem smislu uporabljen tudi v nadaljevanju. Preneseno na investitorje to pomeni, da večje kot je njihovo poznavanje naložbenih možnosti, kvalitetnejše bodo njihove odločitve.

Obnašanje in odziv malih investorjev glede na informacije, ki jih prejema iz okolja, je odvisen od različnih dejavnikov. Pri iskanju teh dejavnikov je potrebno odgovoriti na naslednja vprašanja: kdo in kako se informira, kaj je vsebina informacij, kje, s kakšnim uspehom in zakaj mali investitorji iščejo informacije.

Odgovori predstavljajo osnovne dejavnike informacijskega obnašanja investorjev in hkrati postavljajo okvir kasnejši analizi informacijskih aktivnosti. Po informacijah povprašuje mali investitor ali homogena skupina malih investorjev, ki izvaja različne aktivnosti z namenom pridobiti želene informacije. Vsebinsko oziroma namen informacij je poenostavitev odločanja med možnimi finančnimi naložbami. Informacijske vire predstavljajo vsi dostopni ponudniki informacij.

## **2.2. DEJAVNIKI, KI PREDSTAVLJAJO OKVIR INFORMACIJSKEGA OBNAŠANJA MALIH INVESTITORJEV**

Dejavnikov, ki vplivajo na informacijsko obnašanje je veliko, vendar je glede na vprašanja iz prejšnje točke možno izpostaviti najpomembnejše. Pri tem je upoštevan njihov vpliv na odločanje investitorja glede naložbe, na izbiro informacijskih virov, na naložbene cilje in kakšne so zaradi njih informacijske aktivnosti.

### **2.2.1. Mali investitor**

Investitor je lahko pravna ali fizična oseba, ki se odloči, da bo v sedanosti, svoje premoženje vložil v finančne naložbe. Njegov cilj je enkrat v prihodnosti realizirati dobiček. Ker investitor sam sprejema odločitve, tudi sam nosi vse negativne in pozitivne posledice investiranja (Baletič, 1995, str. 337).

V diplomski nalogi bodo obravnavani le tisti investitorji, ki se glede svojega privatnega premoženja sami odločajo o možnostih investiranja ali pa svoje odločitve narekujejo tretjim osebam.<sup>1</sup> Ljudje, ki le izvršujejo tuje odločitve o naložbah ali pa le, upravljajo tuje premoženje, kot to na primer počnejo borzni posredniki ali upravljavci premoženja, bodo izključeni iz mojega opazovanja.

### **2.2.2. Odločitev glede naložbe**

Tako mali, kot tudi ostali investitorji, sprejemajo odločitve vsak dan, pa naj gre za zasebno ali poslovno odločanje. Vsem investitorjem je skupno, da si želijo oziroma je njihov cilj sprejeti pravo odločitev še pred ostalimi investitorji (Rutherford, 2000, str. 18). Odločanje je del splošnega reševanja problemov in se dogaja kot miselna aktivnost na vseh področjih našega delovanja. Kaj neka oseba napravi oziroma kako ravna v primerih, ko je potrebno sprejeti

---

<sup>1</sup> Na tem mestu bi tudi rad omenil, da je morda primernejše opazovati investitorja kot predstavnika gospodinjstva in potem skozi ta pogled obravnavati njegovo premoženje tudi kot premoženje gospodinjstva. Mali investitor bo v nadaljevanju pomenil investitorja v finančno premoženje.

odločitev, je glede na teorijo odločitev, odvisno od ciljev osebe, ki se odloča, od vrste in števila možnosti in od kriterijev odločanja, ki so namenjeni ocenjevanju možnih odločitev (Bohanec, Rajkovič, 1995, str. 427). Sklepamo lahko, da je odločitev malega investitorja za neko naložbo odvisna od njegovih naložbenih ciljev, od možnih naložb in od kriterijev, ki so investitorju v pomoč pri ovrednotenju naložbenih možnosti.

### **2.2.2.1. Naložbeni cilji malih investitorjev**

Narejenih je bilo že veliko analiz ciljev, ki jih zasledujejo investitorji. Predvsem zaradi različnih pristopov, tako teoretičnih kot praktičnih, obstajajo različne delitve. Sodobna premoženjska teorija, pravi, da cilje investitorja zaznamuje njegov odnos do pričakovane donosnosti in tveganja, ki je povezano z njo. Trije najpogosteje omenjeni cilji, ki hkrati sestavljajo tako imenovani »magični trikotnik« (Allianz AG, 2000, str. 130) so:

- maksimiranje donosnosti<sup>2</sup>,
- maksimiranje varnosti<sup>3</sup> in
- maksimiranje likvidnosti<sup>4</sup>.

Poleg omenjenih treh lahko opazujemo naložbeno obnašanje tudi širše, ki pa ni vezano le na odločitve investitorjev glede denarnih naložb, čeprav so v ozadju donosnost, varnost in likvidnost. Kot primere lahko omenimo: nezgodno zavarovanje, varčevanje za starost oziroma za pokojnino, za počitnice, za tekočo potrošnjo, investiranje v nepremičnine in podobno. Tudi ti cilji imajo skupne lastnosti in jih lahko razvrstimo v tri skupine (Kleindienst, 2001a, str. 23-24) :

- cilji povezani z varnostjo,
- cilji povezani s potrošnjo in
- cilji, ki vplivajo na velikost premoženja.

Glede na svoje želje, se investitor odloči za naložbo, ki najbolje ustreza njegovim želenim ciljem. Cilji institucionalnih in posamičnih investitorjev so v veliki meri pogojeni z naravo obveznosti, ki jih želijo v prihodnosti financirati s svojim zbranim finančnim premoženjem (Kleindienst, 1996, str. 8). V primeru ciljev povezanih z varnostjo, naraste pomen vidika varnosti naložbe in se investitor na primer raje odloči za pokojninsko ali življenjsko zavarovanje kot za delnice, če je najpomembnejša potrošnja, potem igra posebno vlogo likvidnost, ko pa želi investitor vplivati na velikost premoženja, bo zaradi s tem povečanega tveganja poudaril donosnost naložb.

---

<sup>2</sup> *Donos* kot pojem označuje število denarnih enot, ki jih prejme investitor v določenem obdobju nad vsoto dospela naložba, pri čemer z »dospela naložba« mislimo na tisti del začetne naložbe, ki v določenem obdobju dospe. Donosnost je delež donosa v naložbi in se v praksi običajno izraža v odstotkih (Mramor, 2000, str. 73).

<sup>3</sup> *Varnost* kot nasprotje tveganja. Torej tveganje ne obstaja in je zato nadzor dogodkov možen. Kar pomeni, da bi bili rezultati prihodnjega toka dogodkov enaki načrtovanim (Mramor, 1999, str. 82).

<sup>4</sup> *Likvidnost* je lastnost, ki opisuje, kako hitro je moč naložbo spremeniti v denar brez večje izgube njene vrednosti (Mramor, 1999, str. 41).



### 2.2.2.2. Naložbene možnosti in kriteriji izbire

Paleta naložbenih možnosti, ki je investitorjem na voljo na finančnih trgih, pri bankah, zavarovalnicah in drugih, je zelo široka. V nadaljnji obravnavi se bom ukvarjal le s finančnim premoženjem malih investitorjev, med katere sodijo tudi vloge na vpogled, varčevalne vloge, delnice, naložbe v investicijske sklade in obveznice. Sem uvrščam tudi investiranje v pokojninsko in življenjsko zavarovanje, čeprav v okviru te obravnave predstavljata posebno vrsto finančnega premoženja, ker je poleg osnovnega vidika naložbe, kar je povečevanje ali pa vsaj ohranjanje finančnega premoženja, upoštevan tudi vidik zavarovanja.

Predpogoj za odločanje med vsemi možnimi oblikami finančnih naložb in njihovimi podzvrstmi, je ocenitev naložbenih možnosti na podlagi primernih kriterijev. V okviru investitorjevih naložbenih ciljev je torej smiselno obravnavati kriterije, ki so povezani z donosnostjo, varnostjo in likvidnostjo naložb.

V naslednji tabeli so našteve nekatere možne oblike naložb, poleg njih pa so naštet še nekateri najpomembnejši kriteriji, s pomočjo katerih je moč določiti stopnjo donosnosti, varnosti in likvidnosti naložbenih oblik.

Tabela 1: Oblike finančnih naložb in kriteriji za določitev donosnosti, varnosti in likvidnosti

<i>Oblike naložb</i>	<i>Donosnost</i>	<i>Varnost</i>	<i>Likvidnost</i>
Varčevalne vloge, vloge na vpogled	<ul style="list-style-type: none"><li>• obrestna mera</li><li>• upravljavski stroški</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• boniteta banke</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• čas vezave</li><li>• odpovedni pogoji</li></ul>
Delnice	<ul style="list-style-type: none"><li>• dividende</li><li>• kazalniki, na primer: P/E, M/B<sup>5</sup></li><li>• kapitalski dobiček</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• izgledi za prihodnost podjetja, dejavnosti</li><li>• dogajanje na borzi</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• tržna kapitalizacija podjetja</li><li>• dnevni, mesečni promet</li><li>• omejitve pri prodaji</li></ul>
Obveznice	<ul style="list-style-type: none"><li>• nominalna obrestna mera</li><li>• efektivna obrestna mera</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• boniteta dolžnika</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• dnevni, mesečni promet</li><li>• čas do zapadlosti</li></ul>
Investicijski skladi	<ul style="list-style-type: none"><li>• donosnost v zadnjih letih</li><li>• stalnost uspešnosti</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• boniteta sklada</li><li>• boniteta ustanovitelja</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• razpon med prodajno in nakupno ceno</li><li>• promet na borzi</li></ul>

Vir: Samuelson, Nordhaus, 1998, str. 465-492; Antunović, 1999, str. 51-79.

<sup>5</sup> P/E je multiplikator dobička (razmerje med ceno in dobičkom na delnico), M/B je razmerje med tržno in knjižno vrednostjo (Mramor, 1999, str. 104, 108).

Pri obravnavi naložbenih kriterijev je pomemben tudi davčni vidik, ker je z nekaterimi naložbenimi oblikami povezano določeno davčno breme (Sluga, 2000, str. 447-470). Davki, ki se nanašajo na premoženje malih investitorjev so predvsem:

- davek na kapitalske dobičke,
- davek na dohodek (dohodnina) in
- davek na dediščino in darila.

### **2.2.2.3. Vrste naložbenih odločitev**

Z besedami »vrste naložbenih odločitev« si je mogoče zamisliti veliko različnih odločitev. Odločitve malih investitorjev se razlikujejo že po tem, koliko časa je namenjenega odločitvi, kakšna volja oziroma interes sta prisotna, v kakšni meri je investitor seznanjen z okoliščinami v katerih se odloča in podobno.

Ko so opazovali obnašanje potrošnikov, ki so se odločali za nakup, so jih razdelili v nekaj skupin. Podobno lahko storimo tudi, če opazujemo investitorje pri njihovih odločitvah glede investiranja (Oehler, 1995, str. 63; Kroeber-Riel, 1992, str. 358). Ugotovimo, da mali investitorji, glede na okoliščine, sprejemajo različne vrste odločitev.

- *izvirne, prvotne investicijske odločitve*

O njih govorimo, ko se investitor o neki naložbi odloča prvič. Za investitorja so okoliščine v katerih mora sprejeti odločitev nove ali pa ni seznanjen s kriteriji izbire. Na tej stopnji zato poteka najbolj aktivno iskanje in zbiranje informacij. Izvirne investicijske odločitve se najpogosteje pojavijo zaradi nepričakovanega povečanja premoženja oziroma likvidnih sredstev in zaradi velikih odstopanj dejanske uspešnosti dosedanjih naložb od investitorjevih naložbenih pričakovanj.

- *ponovljene investicijske odločitve*

Značilno za sekundarne investicijske odločitve je, da so bile osnovne odločitve glede naložbene oblike sprejete že v preteklosti. Mali investitor je že seznanjen z osnovnimi posledicami odločitev in tudi že pozna kriterije odločanja. Pridobivanje informacij je na tej stopnji natančno usmerjeno proti določenemu cilju.

- *avtomatizirane investicijske odločitve*

Do njih prihaja znotraj okvirov, ki so že bili določeni v prvotni in ponovljeni fazi investicijskih odločitev. V tem primeru investitorji za odločanje potrebujejo malo ali pa skoraj nobenih dodatnih informacij. Primera za to skupino sta lahko vplačili za pokojninsko zavarovanje in obročno varčevanje.

- *spontane investicijske odločitve*

To so nenačrtovane in hitre odločitve, ki temeljijo na malem številu informacij in na zaupanju informacijskemu viru.

### **2.2.3. Informacijske aktivnosti**

Zaradi boljše kvalitete naložbenih odločitev, se mali investitorji odločajo za različne aktivnosti z namenom pridobiti natančno določene informacije. Iskane informacije se tako razlikujejo že glede na vrsto investicijskih odločitev in na tveganje povezano z njimi. Nekdo, ki bo kupil majhno število delnic velikega podjetja, z namenom razpršiti svoj portfelj, zahteva drugačne informacije, kot nekdo, ki bo investiral večino svojega premoženja v nakup polovičnega deleža lokalne tovarne (Rutherford, 2000, str. 24-25). Ker iskalne aktivnosti potekajo dlje časa, lahko govorimo tudi o procesu. Albrecht (2001, str. 11) omenja naslednje faze: iskanje informacij, prevzem in obdelava informacij in shranjevanje informacij.

Iskanje informacij lahko poteka kot aktivno iskanje ali pa gre le za pasiven sprejem informacij. Pri aktivnem načinu naše potrebe v obliki povpraševanja posredujemo na trg informacij, pri pasivnem načinu pa gre za naključen sprejem informacij od tretjih oseb. Prevzemanje in obdelava informacij sta selektivna procesa, kjer je selektivnost posledica nekega predhodnega znanja malih investitorjev. Zadnja izmed aktivnosti je shranjevanje informacij. Zanj je značilno, da nastopi, ko predstavljajo nove informacije odgovore na obravnavana vprašanja, ko so informacije dovolj natančne, med seboj usklajene in smiselne, ko obstaja interes investitorjev po teh informacijah in so investitorjem tudi dalj časa na voljo (Wilson, Walsh, 1996, str. 61, 63).

### **2.2.4. Za male investitorje značilni informacijski viri in njihova vsebina**

Informacijske vire, ki malim investitorjem nudijo informacije v zvezi z njihovimi finančnimi naložbami, lahko razvrstimo tako glede na osebni kot na tehnološki vidik komunikacije (Kroeber-Riel, 1992, str. 250-253):

- zunanji (eksterni) in notranji (interni) informacijski viri glede na osebni vidik,
- primarni in sekundarni informacijski viri glede na način komuniciranja,
- enosmerni in dvosmerni informacijski viri glede na smer komuniciranja in
- klasični in elektronski informacijski viri.

Med vsemi je najbolj sporna delitev na interne in eksterne vire. Vprašljiv je pomen internih virov, torej naših lastnih izkušenj in spoznanj, ki tudi izvirajo iz okolice in se tako prepletajo z eksternimi viri. V prid internim virom je spoznanje, da več izkušenj s finančnimi naložbami, pomeni manjši oziroma mirnejši odziv na prejete informacije. Glede na smer komuniciranja investitorjev z okolico, obstajata enosmerni in dvosmerni način. Pri širšem opazovanju bi oba načina razvrstili v skupino zunanjih virov. Neaktivnost prejemnikov informacij je najpomembnejša lastnost enosmernega načina. Primeri so televizija, radio in časopisi. Medtem, ko dvosmerno komuniciranje zahteva od investitorjev, da postanejo aktivni. Aktivni v smislu, da sami začnejo komunikacijski proces in s tem tudi izrazijo željo po določenih informacijah. Tipični predstavniki dvosmerne načina so elektronski mediji, med katere sodijo internet ter ostale elektronske komercialne storitve, kot sta na primer GV IN

([www.gvin.com](http://www.gvin.com)) in KLIK NLB ([www.klik.nlb.si](http://www.klik.nlb.si)), ki potekajo ob podpori računalniških omrežij.

Tednik Focus je opravil raziskavo finančnih informacijskih virov, ki je pokazala, da investitorji, v največji meri iščejo naložbene informacije v finančnih časopisih, v dnevnem časopisju in v ostalih tiskanih medijih. Radio in televizijo, kot vir uporablja 47% vprašanih, internet pa le 35% investitorjev (<http://medialine.focus.de/PMID/PMIDE/PMIDEC/PMIDECC/pm1decc.htm>). Koliko malim investitorjem pomenijo določeni informacijski viri je odvisno največ od vsebine, ki jo zagotavljajo ter od dostopnosti, zanesljivosti in načina prenosa informacij (Wilson, Walsh, 1996, str. 69).<sup>6</sup>

#### **2.2.4.1. Tiskani mediji**

Med tiskane medije sodijo dnevni časopisi, tedniki, posebne priloge in podobno. Vse več tiskanih medije ponuja vlagateljem tudi finančne informacije. V zadnjem času so se razvijali zelo različno, s pojavom interneta pa so mnenja o njihovi prihodnosti deljena. V slovenskem prostoru so bolj znani tiskani ponudniki informacij iz sveta financ: Finance, Gospodarski vestnik, Kapital in Delničar. Časopisa Finance in Gospodarski vestnik sta v zadnjih letih močno povečevala svojo naklado in tržni delež. Gospodarski vestnik je imel v letu 2000 povprečno mesečno naklado 5800 izvodov, v letu 2001 pa je ta številka narasla že na 6500 izvodov, torej, kar za 12% (<http://www.gvestnik.si>). Enak trend, čeprav ne tako močan, je opaziti tudi pri ostalih podobnih publikacijah. Pri dnevnem časopisju, je v zadnjem času opaziti povečan poudarek tematiki s področja organiziranega trga kapitala.

#### **2.2.4.2. Internet**

Danes je internet največje računalniško omrežje na svetu in je tudi največji vir informacij. Internet Slovencem pomaga predvsem pri iskanju informacij, raziskovalci pa ugotavljajo, da ga v glavnem beremo, zaostajamo pa pri ponudbi vsebine. Slovenija se po številu uporabnikov uvršča med 25 najbolj razvitih držav na svetu (Prešern, 2000, str. 214). Uporaba medmrežja v Sloveniji narašča s podobnim trendom kot v svetu, čeprav je pričakovati, da se bo rast v naslednjih letih nekoliko upočasnila. Podatki inštituta za Raziskavo Interneta v Sloveniji (RIS) kažejo drugače. V zadnjem letu je število uporabnikov interneta naraščalo po najbolj optimističnem scenariju. Po ocenah srednjega scenarija, iz junija 2001, da bo v Sloveniji 540.000 uporabnikov šele v juniju 2002, je bila namreč presežena že v marcu 2002. Če se bo Slovenija še naprej gibala po optimističnem scenariju, bo v juniju 2003 že 740.000 aktivnih uporabnikov interneta, junija leta 2006 pa več kot 1,2 milijona uporabnikov ([http://www.ris.org/indikatorji/projekcije\\_137\\_image001.gif](http://www.ris.org/indikatorji/projekcije_137_image001.gif)).

---

<sup>6</sup> Dostopno tudi na <http://informationr.net/tdw/publ/infbehav/chap5.html>

### **3. IZBRANE TEORETIČNE RAZLAGE INFORMACIJSKEGA OBNAŠANJA MALIH INVESTITORJEV**

»Na popolnem trgu kapitala velja, da imajo vsi sodelujoči na razpolago vse informacije. V realnosti je to seveda nemogoče, zato je realno predpostaviti, da finančni investitorji razpolagajo z delom informacij, s popolnimi informacijami pa le menedžerji podjetja« (Mramor, 2000, str. 149). Mali investitorji se tako lotijo sami iskati informacije. Pri tem se različne skupine investitorjev različno obnašajo. Da bi lahko natančneje razložili povezave med do sedaj že ugotovljenimi dejavniki njihovega obnašanja oziroma odziva na finančne informacije, so predstavljene nekatere teoretične razlage. Potrebno je poudariti, da je večina le teh nastala pri proučevanju obnašanja oziroma odziva na informacije pri nakupnih odločitvah potrošnikov. Značilno je tudi, da so bile skoraj vse napravljene z namenom svetovati pri določenih oglaševalskih programih. Zaradi tega jih je večina zelo specializiranih in tako neprimernih za razlago informacijskega obnašanja malih investitorjev.

Vseeno obstajajo teorije, ki obravnavajo več vidikov in imajo zato bolj celovit pogled na odnos ljudi do finančnih informacij:

- razlaga z vidika tveganja (»risikoteoretische Ansatz«) (Gemünden, 1991, str. 432),
- razlaga z vidika vključevanja (»Involvement Konzept«) (Donnerstag, 1996, str. 24-48),
- razlaga z vidika stroškov in koristi (»Cost-Benefit Analysis«) (Silberer, Raffé, 1981, str. 36) in
- razlaga z vidika posvojitve »Adoptionstheorie« (Albers, Clement, Peters, 1998, str. 97).

#### **3.1. RAZLAGA Z VIDIKA TVEGANJA**

Pri opazovanju naložb je tveganje najpomembnejši dejavnik in je zato problem zmanjševanja tveganja tudi predmet nenehnih raziskav. Glavna teza te je, da »investitorji z informacijskimi aktivnostmi poskušajo zmanjšati tveganje« (Gemünden, 1991, str. 432).

Vsak posameznik, torej vsak mali investitor, tveganje dojema subjektivno. Izhajajoč iz subjektivnosti, sklepamo, da se pri investitorju najprej pojavi vprašanje, ali tveganje sploh obstaja ali ne, nato pa ob predpostavki, da tveganje obstaja, vsak investitor znova subjektivno glede na svoje kriterije, pripiše nezaželenim oziroma negativnim posledicam svoj pomen. Z drugimi besedami lahko to imenujemo tudi subjektivno prepoznana stopnja tveganja neke naložbe. Do povečane subjektivno prepoznane stopnje tveganja pride na primer, ko se investitor prvič odloča za neko naložbo, ko naložba zahteva dolgoročnejšo vezavo sredstev, ko se odloča o relativno velikem denarnem znesku, ko je v ospredju investitorjevih želja varnost in ohranjevanje premoženja, ko želi investitor doseči visoke donose in podobno. »Investitorji, ki prepoznajo višje tveganje, bodo intenzivneje iskali nove informacije« (Wilson, Walsh, 1996, str. 62). Zaradi poplave informacij, obstaja informacijsko tveganje, kar pomeni da so prejete informacije o neki naložbi lahko nepravilne oziroma ne dovolj točne.

Posledica je lahko neracionalen odziv malih investitorjev na prejete informacije (Daniel, 2002, str. 140-146). Že, ko gre za odločitve o potrošnji ima zanesljivost informacij in zaupanje vanje pomembno vlogo. Še večji poudarek zaupanju in zanesljivosti pa je potreben pri odločanju o finančnih naložbah, saj finančni produkti največkrat nimajo opredmetenih lastnosti. Razumljivo je, da ima zato vsak investitor sebi najljubše informacijske vire, v katere še posebej zaupa in verjame.

V tej točki smo do sedaj obravnavali način zmanjševanja tveganja s povečevanjem informacijskih aktivnosti. V povezavi z malimi investitorji in njihovim odzivom na informacije, bi bil uporaben tudi obraten pristop. Namesto, da bi se mali investitor pri neki ugotovljeni oziroma prepoznani velikosti tveganja odločil,

- da bo investiral svoj denar le v tiste naložbe o katerih ima dovolj znanja in informacij,
- da bo investiral le v ne-tvegane finančne naložbe oziroma v naložbe, ki ne zahtevajo natančnejšega poznavanja,
- da bo odločitve o naložbah prepustil strokovnjakom,
- da ne bo investiral,

si raje poišče nove dodatne informacije in s tem vpliva na svoje prepoznano tveganje.

### **3.2. RAZLAGA Z VIDIKA VKLJUČEVANJA**

Ta razlaga se je razvila ob preučevanju psihologije potrošnikov. Čeprav bi jo bilo težko opisati le z nekaj besedami, na splošno velja, da »se nanaša na stopnjo, s katero posameznik aktivno sodeluje v procesu izmenjave informacij« (Williams, Rice, Rogers, 1988, str. 169). Očitno je torej, da obstaja močan odnos med investitorjevim osebnim zaznavanjem finančnega okolja in njegovimi informacijskimi aktivnostmi. Visoka stopnja vključevanja se odraža v tem, da udeleženec trga, v našem primeru mali investitor, aktivno išče informacije, primerja različne možnosti, tehta pozitivne in negativne učinke in podobno.

Dejavniki, ki vplivajo na vključevanje se v splošnem delijo na tri skupine (Kroeber-Riel, 1992, str. 361):

**a) osebnostni.** Pri opazovanju informacijskega obnašanja malih investitorjev bi med osebnostne dejavnike šteli posebna prepričanja, kot so na primer »zeleni«, verske pripadnosti, stare tradicionalne vrednote, prevelika zaverovanost v natančnost informacij, boljši spomin za dobre kot za slabe stvari ali čustveno razpoloženje (Groznič, 2001, str. 18-19). V ZDA je vpliv osebnih dejavnikov na informacijsko obnašanje investitorjev še posebej izrazit. Informacije, ki jih na primer posredujejo proizvajalci orožja, alkohola ali cigaret, so obravnavane na izrazito drugačen način. Osebna prepričanja investitorje na eni strani vodijo k bojkotu, na drugi pa k zelo natančnemu spremljanju dostopnih informacij. Tradicionalne vrednote oziroma privzgojen načina razmišljanja starejših investitorjev najdemo tudi v Sloveniji. Pomanjkanje kulture vrednostnih papirjev, je pri nas v največji

meri posledica gospodarske ureditve v bivši Jugoslaviji, kjer trga vrednostnih papirjev ni bilo. Tudi izkušnje vojnih generacij in nezaupanje v takratni dinar je oblikovalo mnenje starejših ljudi, da je na primer varčevanje v bankah boljše od investiranja v vrednostne papirje. S tem so povezane tudi informacijske aktivnosti. Zaupanje v nove informacijske vire in povpraševanje po finančnih informacijah je majhno.

**b) produktni.** Za produktne dejavnike velja, da sta ključna dejavnika, tako potrošniškega kot finančnega produkta, cena in doba uporabnosti oziroma rok dospelja. Izhajajoč iz tega, bi lahko sklepali, da finančno obsežnejše in dolgoročneje odločitve povečujejo vključevanje investitorjev. Prav tako je pomembno, kakšno je prepoznano tveganje. Če bo investitor neko naložbo ocenil kot zelo tvegano, bo stopnja njegovega vključevanja temu primerno večja, obsežnejše pa bodo zato tudi informacijske aktivnosti. To je hkrati skupna točka z razlago z vidika tveganja. Informacijske aktivnosti so tu opredeljene tudi z razlikami med naložbami. Manjše kot so razlike ali če razlik sploh ni, manjša je možnost dodatnih dobičkov in posledično bo tudi prizadevanje investitorjev pri iskanju informacij manjše (Wilson, Walsh, 1996, str. 62).

**c) situacijski.** Situacijski dejavniki postavljajo investitorja pred neko novo odločitev. Nove odločitve od investitorjev terjajo določeno sodelovanje oziroma vključevanje v informacijski proces. Do sprememb lahko pride zaradi skokovitega povečanja premoženja ali porasta likvidnih sredstev, kar se zgodi v primeru dedovanj, zapadlosti življenjskega zavarovanja, zadetka na loteriji, dezinvestiranja in podobno. Investitorji se tako soočijo s posebnimi finančnimi odločitvami. Glede na velikost sprememb in pomen novega finančnega položaja, se lahko pričakuje tudi temu primerno veliko vključevanje investitorjev.

### **3.3. RAZLAGA Z VIDIKA STROŠKOV IN KORISTI**

Bistvo razlage je prizadevanje investitorjev, pridobiti določene informacije le, če bodo koristi, ki jih bodo imeli pri tem, večje od stroškov povezanih s pridobivanjem teh informacij. Teorija predpostavlja, da so trgi učinkoviti. Vendar, če se investitor odloči za novo investicijo in dvomi v učinkovitost trga, si bo z iskanjem ali z nakupom, prizadeval pridobiti dodatne informacije. Njegovo ravnanje bo racionalno le, če bodo stroški informacij manjši od dodane vrednosti informacij (Kraemer, Nöth, Weber, 2000, str. 1). Med stroške pridobivanja lahko štejemo porabljen čas, denar in vložen trud, medtem, ko je koristi, ki so podvržene subjektivnim merilom, težko ovrednotiti. Ker je preučevalcem zato težko oceniti, koliko se investitorjem zaradi informacijskih aktivnosti povečajo možnosti za boljšo odločitev, je večji poudarek na analizi informacijskih stroškov.<sup>7</sup>

### **3.4. RAZLAGA Z VIDIKA POSVOJITVE**

Zaradi spreminjajočih se oblik finančnih naložb in z njimi povezane ponudbe informacij, se investitorji soočajo z velikim številom inovacij. Sem sodijo predvsem novosti v informacijski in komunikacijski tehnologiji ter številni novi produkti na trgu finančnih naložb. »Adoptivna teorija se ukvarja z vprašanjem, kako investitorji sprejemajo inovacije in kaj v procesu prevzemanja na njih vpliva« (Albers, Clement, Peters, 1998, str. 97-100).

Sprejem novih finančnih produktov je v največji meri odvisen od pričakovane donosnosti, njihove kompleksnosti, od trženja in odnosa investitorjev do že obstoječih in novim produktom podobnih naložbenih oblik (Wilson, Walsh, 1996, str. 84). Na drugi strani sta hitrost in uspešnost »posvojitve« informacijskih in komunikacijskih tehnologij predvsem odvisni od obstoječe tehnične opremljenosti investitorjev. Ta je zopet odvisna od cen opreme in/ali od stroškov potrebnih za nadgradnjo in izboljšavo strojne in programske opreme.

Od udobnejše in učinkovitejše uporabe informacijskih virov ter lažje dostopnosti do informacij o finančnih naložbah imajo investitorji velike koristi. Prednosti, ki jih prinašajo, le še pospešujejo njihovo uporabo. Logično je razmišljati v smeri, da je prevzemanje največje pri mlajših generacijah ter da se bosta šele z rastjo mlajših generacij, spreminjala informacijsko obnašanje in odziv investitorjev na inovacije.

#### **4. RAZISKAVA O INFORMACIJSKEM OBNAŠANJU SLOVENSКИH MALIH INVESTITORJEV**

Namen raziskave je preveriti teoretične ugotovitve in primerjati rezultate ostalih raziskav informacijskega obnašanja malih investitorjev.

##### **4.1. VIR PODATKOV**

Vir podatkov v naslednjem poglavju predstavljajo v celoti izpolnjene ankete.<sup>8</sup> Vprašanj je osem, vsa so kratka, razumljiva in preprosta. To je potrdilo testiranje, ki sem ga opravil pred začetkom raziskave s pomočjo 10 naključno izbranih investitorjev. Anketo, v katero je bilo vključenih 100 ljudi, sem opravil pred poslovalnicami Nove ljubljanske banke. Anketiranje sem opravil preko intervjuja, tako, da sem anketirancem postavljaj vprašanja po vrstnem redu v vprašalniku in vprašalnik hkrati izpolnjeval. Nekaj vprašalnikov ni bilo izpolnjenih do konca, ker je nekaj ljudi anketiranje prekinilo pred zaključkom vprašanj, saj so bili mišljenja, da podatkov o svojem premoženju ne želijo deliti z drugimi. Anketiranje sem opravil v obdobju od 7. januarja do 13. marca 2002.

---

<sup>7</sup> Prihod interneta je na področju informacijskih virov, zaradi zniževanja informacijskih stroškov, napravil pravo revolucijo.

<sup>8</sup> Anketni vprašalnik je prikazan v prilogi 1.



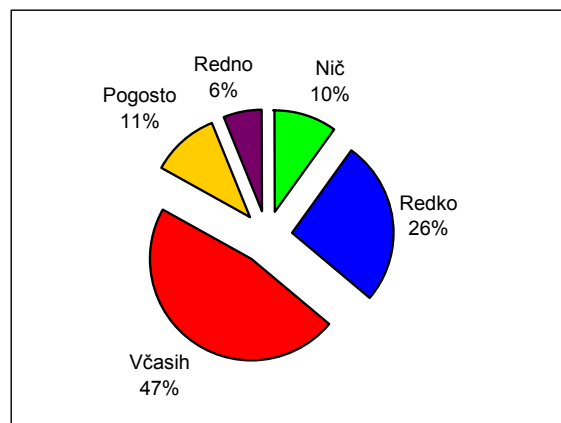
Zelo pozoren sem bil, da sem anketiral predstavnike vseh starostnih skupin ter da je bila polovica žensk in polovica moških.<sup>9</sup> Kot vzorčno enoto sem opredelil malega investitorja. Ker vsi ljudje ne investirajo, sem vzorec anketiranih izbral na neslučajni način. Vzorec je tako namenski neverjetnostni. Kriterij za izbor enot v vzorec je bil, da je oseba pritrdilno odgovorila na vprašanje 1A iz vprašalnika »Ali varčujete, investirate, vlagate vaš denar ?«.

Ne moremo trditi, da so ocene, dobljene na podlagi neslučajnega vzorca, neustrezne in slabe, kljub temu, da ni mogoče določiti, kakšna je kakovost ocen, dobljenih iz neslučajnega vzorca (Košmelj, Rovan, 1997, str. 33).

## 4.2. POSAMEZNE POVEZAVE MED OPAZOVANIMI DEJAVNIKI

Pri raziskavi me je poleg opazovanja vpliva osebnih dejavnikov na informacijsko obnašanje, zanimalo tudi kako in koliko so investitorji seznanjeni s finančnimi informacijami. Rezultat, da se kar 83% anketiranih vlagateljev informira o naložbenih možnostih le včasih, redko ali celo nikoli, ni presenetil. Do podobnih ugotovitev so prišli tudi z raziskavami v tujini, kar bo pojasnjeno kasneje.

Slika 1: Informacijske aktivnosti slovenskih investitorjev



Vir: Lastna raziskava, 2002.

Na podlagi analize zbranih podatkov je mogoče opaziti nekatere povezave med odgovori investitorjev. Najpogostejše povezave in najpomembnejše ugotovitve so predstavljene v naslednjih točkah.

### 4.2.1. Vpliv osebnih dejavnikov na stopnjo informacijskih aktivnosti

Glede na teoretično opredelitev osebnih dejavnikov pri konceptu vključevanja, se investitorji z bolj oblikovanimi osebnimi preferencami pogosteje informirajo o naložbenih možnostih in so zahtevnejši pri povpraševanju po informacijah. To se je pri analizi povezav med osebnostnimi dejavniki malih investitorjev, kot so izobrazba, delovno mesto in prihodki ter

<sup>9</sup> Vzorec je natančneje opisan v prilogi 2.

stopnjo njihovih informacijskih aktivnosti, tudi potrdilo. Vpliv izobrazbe investitorjev na njihove informacijske aktivnosti je predstavljen v naslednji tabeli.

Tabela 1: Povezava med informacijskimi aktivnostmi in izobrazbo

<b>Stopnja izobrazbe</b>	<b>Informacijske aktivnosti</b>		
	malo <sup>10</sup>	srednje <sup>11</sup>	veliko <sup>12</sup>
Dokončana osnovna šola	46,1 %	38,5 %	15,4 %
Dokončana srednja šola	34,0 %	48,2 %	17,8 %
Dokončana višja oz. visoka šola	25,8 %	51,6 %	22,6 %

<sup>10</sup> Stopnja 1 in 2 na lestvici od 1(nič) do 5(redno).

<sup>11</sup> Stopnja 3 na lestvici od 1(nič) do 5(redno).

<sup>12</sup> Stopnja 4 in 5 na lestvici od 1(nič) do 5(redno).

Vir: Lastna raziskava, 2002.

Odnos med obema dejavnikoma je najizrazitejši prav v obeh skrajnih točkah. V skupino investitorjev, ki se malo informira, spada kar 46,1% tistih, ki imajo dokončano osnovno šolo, medtem ko je v skupini investitorjev z veliko informacijskimi aktivnostmi, najvišji delež tistih, ki imajo dokončano višjo oziroma visoko šolo, saj se jih 22,6% redno informira o naložbenih možnostih. V povezavi z naraščajočo stopnjo dokončane izobrazbe je med obema omenjenima skrajnostma opaziti sorazmerno povečevanje informacijskih aktivnosti.

Podobne povezave so tudi med delovnimi mesti oziroma vlogami malih investitorjev, ki jih opravljajo v podjetjih in med njihovimi informacijskimi aktivnostmi. Investitorji, ki so na pomembnejših in v organizacijskih hierarhijah višjih mestih, kažejo največ zanimanja za spoznavanje investicijskih možnosti.

Tabela 2: Povezava med informacijskimi aktivnostmi in delovnimi mesti

<b>Delovno mesto</b>	<b>Informacijske aktivnosti</b>		
	malo	srednje	veliko
Uradnik, navadni uslužbenec	37,0 %	51,9 %	11,1 %
Vodja oddelka	30,8 %	53,8 %	15,4 %
Visoki oz. strokovni uslužbenec	27,3 %	54,5 %	18,2 %
Podjetnik, obrtnik	28,6 %	50,0 %	21,4 %
Menedžer, direktor	0,0 %	40,0 %	60,0 %
Študent	42,9 %	35,7 %	21,4 %
Ostali	56,2 %	37,5 %	6,3 %

Vir: Lastna raziskava, 2002.

Le 11,1% navadnih uslužbencev je izjavilo, da se veliko informira, medtem ko se visoki oziroma strokovni uslužbenci (18,2%), samostojni podjetniki in obrtniki (21,4%) in

menadžerji (60,0%), veliko bolj intenzivno informirajo. Pri študentih se je izkazalo, da obstajajo takšni z malo (42,9%) kot tudi takšni z veliko (21,4%) informacijskimi aktivnostmi. Vzrok za to gre iskati predvsem v področjih njihovega študija. Izstopa tudi skupina ostali, kjer je kar 56,2% malih investitorjev, ki se informirajo redko ali nikoli. Odgovor na to, nam da lahko podatek, da to skupino sestavljajo v veliki meri upokojeanci in tudi samostojni umetniki, ki po pričakovanju na področju financ niso preveč aktivni.

Še veliko bolj izrazito kot izobrazba in delovno mesto na informacijske aktivnosti malih investitorjev vplivajo njihovi povprečni neto mesečni prejemki. Po pričakovanju se večina (54,5%) investitorjev s povprečnimi neto mesečnimi prejemki nižjimi od 100.000 SIT le malo zanima za nove naložbe, saj verjetno niti nimajo dovolj finančnih sredstev, za več kot le za občasne naložbe. Z naraščanjem neto mesečnih prejemkov do 300.000 SIT se delež investitorjev z informacijskimi aktivnostmi po skupinah znižuje od 38,9% preko 31,6% in 23,1% do 14,3%. Ker je raziskava zajela premajhno število malih investitorjev z neto mesečnimi prejemki nad 300.000 SIT mesečno, so skoki znotraj te skupine preveč ekstremni in nerealni, vendar vseeno nakazujejo trend gibanja intenzivnosti informiranja malih investitorjev, v povezavi z njihovimi povprečnimi mesečnimi prejemki. Predvsem je to opazno v prvem in tretjem stolpcu.

Tabela 3: Povezava med informacijskimi aktivnostmi in neto mesečnimi prejemki

<i>Neto mesečni prejemki</i>	<b>Informacijske aktivnosti</b>		
	malo	srednje	veliko
Do 100.000 SIT	54,5 %	36,4 %	9,1 %
Od 100.000 SIT do 150.000 SIT	38,9 %	47,2 %	13,9 %
Od 150.000 SIT do 200.000 SIT	31,6 %	52,6 %	15,8 %
Od 200.000 SIT do 250.000 SIT	23,1 %	53,8 %	23,1 %
Od 250.000 SIT do 300.000 SIT	14,3 %	57,1 %	28,6 %
Nad 300.000 SIT	0,0 %	33,3 %	66,7 %

Vir: Lastna raziskava, 2002.

#### 4.2.2. Povezava informacijskih aktivnosti z informacijskimi viri

Informacijski viri so bili s teoretičnega stališča podrobneje obdelani že v uvodnem delu, na tem mestu pa se zaradi boljših rezultatov raziskave le nekoliko naslanjam na ugotovitve iz točke 2.2.4.. V raziskavi opazovane informacijske vire sem tako v grobem razdelil na:

- primarne (temeljijo na osebnem odnosu investitorja z nasprotno stranjo, na primer svetovanja ) in
- sekundarne (temeljijo na neosebni odnosu oziroma na enosmerni komunikaciji, na primer tiskani mediji, televizija).

Čeprav po zgornji razvrstitvi internet in ostale elektronske storitve, ki potekajo na podlagi interneta, spadajo v drugo skupino, sem jih pri analizi rezultatov obravnaval posebej. Vzrok je

predvsem posebna vloga interneta v današnjem času in s tem tudi od ostalih skupin malo odstopajoči rezultati.

Iz naslednje tabele je razvidno, kako z rastjo informacijskih aktivnosti, raste pomen virov, ki temeljijo na neosebni kontaktih in internetu.

Tabela 4: Povezava med informacijskimi viri in intenzivnostjo informiranja

		<b>Informacijski viri</b>					
<b>Intenzivnost informiranja</b>		primarni		sekundarni		internet	
		pomembno	nepomembno	pomembno	nepomembno	pomembno	nepomembno
Nič (1)		30,0 %	70,0 %	20,0 %	80,0 %	0,0 %	100,0 %
Redko (2)		42,3 %	57,7 %	19,3 %	80,7 %	7,7 %	92,3 %
Včasih (3)		14,9 %	85,1 %	34,1 %	65,9 %	12,8 %	87,2 %
Pogosto(4)		9,1 %	90,9 %	63,6 %	36,4 %	27,3 %	72,7 %
Redno (5)		16,7 %	83,3 %	66,7 %	33,3 %	50,0 %	50,0 %

Vir: Lastna raziskava, 2002.

Medtem, ko so investitorjem z nizko<sup>13</sup> intenzivnostjo informiranja sekundarni informacijski viri manj pomembni (80,0% in 80,7%), je na drugi strani 63,6% in 66,7% malih investitorjev z veliko informacijskimi aktivnostmi, ki meni, da so takšni viri pomembni. Nihče od anketiranih investitorjev, ki spada v prvo skupino, ne uporablja interneta za iskanje investicijskih informacij, vendar pomembnost interneta pri tistih, ki se veliko informirajo naraste vse do 50,0%. Investitorjem z nizko intenzivnostjo informiranja so pomembnejše informacije, ki jih dobijo iz osebnih pogovorov in različnih svetovanj, saj jih je kot pomembne označilo 30,0% oziroma 42,3%.

Različne preference po informacijah, med investitorji z malo in tistimi z veliko informacijskimi aktivnostmi, so jasno izražene tudi v naslednji tabeli, ki prikazuje pomembnost posameznih informacijskih virov znotraj skupine, ki temelji na neosebnem odnosu.

<sup>13</sup> to sta prvi in drugi razred

Tabela 5: Povezava med sekundarnimi informacijskimi viri in intenzivnostjo informiranja

<b>Sekundarni informacijski viri</b>								
<b>Intenzivnost informiranja</b>	tiskani mediji		oddaje o finančah na radiu in TV		seminarji, konference		internet	
	pomembno	nepomembno	pomembno	nepomembno	pomembno	nepomembno	pomembno	nepomembno
Nič (1)	10,0 %	90,0 %	20,0 %	80,0 %	0,0 %	100 %	0,0 %	100 %
Redko (2)	15,4 %	84,6 %	19,2 %	80,8 %	3,8 %	96,2 %	7,7 %	92,3 %
Včasih (3)	36,2 %	63,8 %	38,3 %	61,7 %	8,5 %	91,5 %	10,7 %	89,3 %
Pogosto(4)	81,8 %	18,2 %	72,7 %	27,3 %	18,2 %	81,8 %	36,4 %	63,6 %
Redno (5)	100 %	0,0 %	83,3 %	16,7 %	33,3 %	66,7 %	100 %	0,0 %

Vir: Lastna raziskava, 2002.

Tiskani mediji (10,0%), oddaje o finančah na radiu in televiziji (20,0%), seminarji (0,0%) in internet (0,0%) so za male investitorje z majhnim povpraševanjem po informacijah skoraj nepomembni. Prav nasprotno so za vse tiste z zelo intenzivnim iskanjem investicijskih možnosti, tiskani mediji (100,0%), oddaje o finančah na radiu in televiziji (83,3%), seminarji (33,3%) in internet (100%), veliko bolj pomembni.

Dosedanja analiza vpliva osebnostnih dejavnikov na način, kako mali investitorji pridobivajo naložbene informacije, je pokazala, da predvsem bolj izobraženi in poklicno uspešnejši investitorji z višjimi prejemki intenzivneje in bolj usmerjeno iščejo naložbene informacije. Rezultati v zgornjih tabelah kažejo tudi, da omenjeni investitorji, največ informacij dobijo preko tiskanih medijev, radia in televizije ter tudi najbolj od vseh uporabljajo internet.

#### 4.2.3. Povezava med informacijskimi aktivnostmi in investicijsko izbiro

Teoretična spoznanja predvidevajo, da mali investitorji, ki se odločajo za zahtevnejše naložbe ali za naložbe, ki so bolj tvegane, a zaradi tega omogočajo tudi višje donose, bolj intenzivno povprašujejo po informacijah kot ostali investitorji.<sup>14</sup>

Z raziskavo sem želel preveriti zgornje trditve, zato sem investitorje povprašal o poznavanju naložbenih možnosti, o njihovih naložbah in njihovih informacijskih aktivnostih. Tabela 6 prikazuje v odstotkih izražene rezultate.

<sup>14</sup> glej 3.1. in 3.2.

Tabela 6: Povezava med intenzivnostjo informiranja in naložbenimi oblikami

Intenzivnost informiranja	Naložbene oblike					
	delnice	nepremičnine	obveznice	varčevalne vloge	vloge na vpogled	ostalo <sup>15</sup>
Nič (1)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	60,0 %	40,0 %	0,0 %
Redko (2)	7,7 %	0,0 %	3,9 %	53,8 %	34,6 %	0,0 %
Včasih (3)	21,3 %	4,3 %	4,3 %	40,4 %	27,6 %	2,1 %
Pogosto(4)	36,4 %	9,1 %	0,0 %	27,3 %	18,2 %	9,1 %
Redno (5)	50,0 %	16,7 %	16,7 %	16,7 %	0,0 %	0,0 %

<sup>15</sup> plemenite kovine, nakit, umetnine

Vir: Lastna raziskava, 2002.

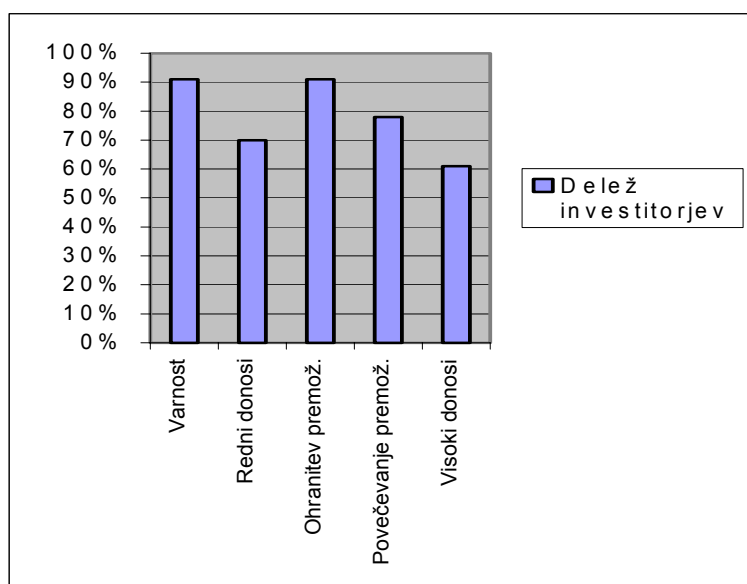
Investitorji, ki se malo informirajo, vlagajo največ v informacijsko nezahtevne naložbene oblike. To so varčevalne vloge, v katere vlaga 60,0% oziroma 53,8% omenjenih investitorjev in vloge na vpogled, kjer delež doseže 40,0% oziroma 34,6%. Naložbe v delnice, obveznice in na primer v nepremičnine, so potrebne večjega premisleka, saj je na voljo veliko finančnih produktov oziroma nepremičnin. Ker je že s samo izbiro in tudi s kompleksnostjo naložb povezano večje tveganje, ni presenetljivo, da si mali investitorji želijo zagotoviti čim več informacij. To je vidno tudi v rezultatih navedenih v tabeli, kjer je vidna povezava, da se predvsem investitorji z veliko informacijskimi aktivnostmi odločajo za zahtevnejše naložbe. Na primer za delnice, kjer se delež delnic v portfelju povečuje s 7,7% preko 21,3%, na 36,4% oziroma na 50,0%.

#### 4.2.4. Povezava med informacijskimi aktivnostmi in naložbenimi cilji

Za male investitorje, ki jih je zajela raziskava, sem predvideval, da v ozadju njihovih odločitev o naložbah, obstajajo neki vzvodi oziroma cilji, ki se jim zdijo pomembnejši od ostalih in tako vplivajo na njihove odločitve. Sodelujoči so odgovorili na vprašanje: »Ko se enkrat odločite o svojih naložbah, igrajo naslednji cilji zagotovo neko vlogo. Kako pomembni so za vas navedeni naložbeni cilji?«. Na izbiro so imeli naslednje cilje, ki so naštetih od manj tveganih do bolj tveganih: varnost, redni donosi, ohranitev premoženja, povečevanje premoženja in visoki donosi (Groznik, 2001, str. 17).

Rezultati kažejo, da se investitorji bolj nagibajo k ohranjanju sedanjega premoženja, kot k njegovemu povečevanju, saj največ investitorjev najbolj ceni naložbeni cilj varnost naložb in ohranitev premoženja. Tako kot je malo vlagateljev, ki investirajo v delnice, tako je posledično manj tudi tistih, ki strmiijo k doseganju visokih donosov.

Slika 2: Delež investitorjev, ki so našteje naložbene cilje ocenili kot pomembne



Vir: Lastna raziskava, 2002.

Pri konceptu vključevanja in pri teoretičnem pristopu tveganja so postavljene domneve, da mali investitorji, katerih cilji so visoki donosi, več povprašujejo po informacijah, kot investitorji, katerim cilj je varnost njihovih naložb.

Tabela 7: Povezava med informacijskimi aktivnostmi in naložbenimi cilji

Intenzivnost informiranja	Naložbeni cilji									
	varnost		redni donosi		ohranitev premoženja		povečevanje premoženja		visoki donosi	
	po-mem-bno <sup>16</sup>	nepo-mem-bno <sup>17</sup>	po-mem-bno	nepo-mem-bno	po-mem-bno	nepo-mem-bno	po-mem-bno	nepo-mem-bno	po-mem-bno	nepo-mem-bno
Nič (1)	100 %	0 %	80,0%	20,0%	100%	0 %	60,0%	40,0%	20,0%	80,0%
Redko (2)	96,1%	3,9%	76,9%	23,1%	92,3%	7,7%	73,1%	26,9%	57,7%	42,3%
Včasih (3)	87,2%	12,8%	68,1%	31,9%	91,5%	8,5%	82,9%	17,1%	65,9%	34,1%
Pogosto(4)	90,9%	9,1%	63,6%	36,4%	90,9%	9,1%	81,8%	18,2%	72,7%	27,3%
Redno (5)	83,3%	16,7%	50,0%	50,0%	66,7%	33,3%	83,3%	16,7%	83,3%	16,7%

<sup>16</sup> Pomembno: na lestvici od 1(povsem nepomembno) do 5(zelo pomembno) vrednosti od 2,5 do 5.

<sup>17</sup> Nepomembno: na lestvici od 1(povsem nepomembno) do 5(zelo pomembno) vrednosti od 1 do 2,5.

Vir: Lastna raziskava, 2002.

»Varnost« oziroma »investiranje v smislu varnosti« so vse skupine investitorjev ocenile (100%, 96,1%, 87,2%, 90,9%, 83,3%) kot najpomembnejši cilj. Tudi druga dva cilja, »ohranitev premoženja« in »redne obresti«, ki bi jima lahko pripisali značaj varnosti, sta za

večino investitorjev pomembna. Značilno je, da mali investitorji, ki se informirajo le redko ali skoraj nikoli, pripisujejo informiranju večjo vlogo kot investitorji, ki redno spremljajo dogajanje na finančnem področju. Informacijsko bolj aktivni investitorji želijo biti za to tudi nagrajeni. To je videti pri pomembnosti, ki jo za njih predstavljata cilja »visoki donosi« (72,7% oziroma 83,3%) in »povečevanje premoženja« (81,8% oziroma 83,3%). Nasprotno je za investitorje z nizko intenzivnostjo informiranja, saj so tveganim ciljem pripisali občutno manjšo pomembnost.

#### **4.3. OBLIKOVANJE DVEH SKUPIN MALIH INVESTITORJEV**

Opaziti je, da imajo mali investitorji glede naložb zelo različne preference. Na njihovo odločanje vpliva veliko, do sedaj že opisanih dejavnikov. Pri analizi rezultatov ankete, sem ugotovil, da med anketiranimi investitorji obstajajo različne skupine, ki imajo poseben odnos do naložbenih informacij. V nadaljevanju bom, glede na mojo anketo, predstavil značilnosti dveh najbolj izstopajočih skupin slovenskih malih investitorjev. Prvo sem poimenoval »Skupina konservativnih in manj informiranih investitorjev«, drugo pa »Skupina, na finančnem in informacijskem trgu aktivnih investitorjev«.

V prvo skupino sodi večina anketiranih in glede na raziskavo CEEP (1999) tudi večina slovenskega prebivalstva, ki se ukvarja z naložbami. Izstopajo predvsem višja starost, zadržan odnos do tveganja in s tem tudi do naložb.

Mali investitorji iz te skupine, dajejo poudarek vlogam na vpogled in vezanim varčevalnim vlogam, nasploh pa so bolj nezaupljivi do zahtevnejših naložb in svojega premoženja ne želijo izpostavljati tveganju. Temu primerno so majhne njihove informacijske aktivnosti, saj so informacije s katerimi razpolagajo v veliki meri omejene le na lastne izkušnje in osebna svetovanja. Glavni razlog nizke finančne aktivnosti predstavnikov te skupine je mogoče iskati v majhnem premoženju oziroma majhnemu presežku prihrankov, ki bi jih bilo mogoče investirati. Dodatni vzroki, za nezaupljivost in konservativen odnos malih investitorjev do naložb, so lahko posledica določenih finančnih zlorab in ostalega gospodarskega kriminala na področju trga kapitala, možno pa jih je iskati tudi v slabem poznavanju finančnih produktov ter naložbenih možnosti (Daniel, Hirshleifer, Teoh, 2002, str. 142-187).



Tabela 8: Skupina konservativnih in manj informiranih investitorjev

<b>Dejavniki</b>	<b>Opis lastnosti</b>
➤ Osebnostne lastnosti starostno obdobje izobrazba spol delovno mesto	vse starostne skupine največ osnovna in srednja nadpovprečno število žensk večinoma navadni uslužbenci, nekaj podjetnikov in obrtnikov in ostali
➤ Povprečni mesečni neto prejemek	manj od 150.000
➤ Tehnična opremljenost	dobra
➤ Investicijski cilji	poudarjen pomen varnosti
➤ Odnos do naložb	nezahtevne naložbe (največ varčevalnih vlog in vlog na vpogled)
➤ Intenzivnost informiranja	nizka
➤ Preference med informac. viri	osebno svetovanje

Vir: Lastna raziskava, 2002.

Tabela 9: Skupina, na finančnem in informacijskem trgu aktivnih investitorjev

<b>Dejavniki</b>	<b>Opis lastnosti</b>
➤ Osebnostne lastnosti starostno obdobje izobrazba spol delovno mesto	vse starostne skupine predvsem višja in visoka nadpovprečno veliko moških večina strokovnih oz. visokih uslužbencev, menedžerji in tudi podjetniki
➤ Povprečni mesečni neto prejemek	od 200.000 SIT naprej
➤ Tehnična opremljenost	zelo dobra
➤ Investicijski cilji	zaradi nagnjenosti k tveganju pričakovanje visokih donosov
➤ Odnos do naložb	zahtevnejše naložbe (največ delnice)
➤ Intenzivnost informiranja	visoka
➤ Preference med informac. viri	tiskani mediji in internet

Vir: Lastna raziskava, 2002.

Skupino, na finančnem in informacijskem trgu aktivnih malih investitorjev, bi lahko poimenovali tudi mali delničarji. Poleg ostalih socioekonomskih lastnosti, kot sta nadpovprečna stopnja izobrazbe in dohodek, in informacijskih značilnosti, je rdeča nit skupine vlaganje v vrednostne papirje. Temu posledično sledi odnos do naložb in naložbenih ciljev. Zaradi boljšega informiranja in pogostejšega spremljanja dogajanj na področju financ, se ti investitorji lažje odločajo tudi za ostale zahtevnejše naložbe in lažje sprejemajo tveganje kot anketiranci iz druge skupine.

#### **4.4. PRIMERJAVA S TUJIMI RAZISKAVAMI**

Tudi v tujini je bilo narejenih kar nekaj raziskav in anket na temo informacijskega vedenja malih investitorjev. Avtorji nemške raziskave »Soll und Haben« navajajo, da je več kot 50% vprašanih izjavilo: »V življenju imam tudi bolj pomembne stvari, kot je zbiranje informacij, ki se tičejo finančnih zadev« (Eymann, 2000, str. 6). Ugotavljajo tudi, da 16% malih investitorjev svoje naložbene odločitve prepušča borznim posrednikom, investitorjev, ki si osnovne naložbene informacije priskrbijo sami, potem pa se odločijo s pomočjo naložbenih svetovalcev, pa naj bi bilo 56% (<http://medialine.focus.de/PM1D/PM1DE/PM1DEC/PM1DECC/pm1decc.htm>). V raziskavi »Income and Expenditure Survey« (1993) je bila ugotovljena pozitivna povezava med informiranostjo malih investitorjev na eni ter med dohodki, celotnim premoženjem in stopnjo izobrazbe na drugi strani. Ena izmed tez, ki to utemeljujejo, pravi, da večja informiranost premožnejših investitorjev, izvira povsem logično tudi iz intenzivnejših stikov z ljudmi in institucijami, ki delujejo na finančnem področju. Ti ljudje so povečini tudi bolj izobraženi, saj delo na finančnem področju zahteva določeno strokovno podlago (Kraemer, Nöth, Weber, 2000, str. 3).

### **5. DEJAVNIKI PRIHODNJEGA RAZVOJA ODNOSA INVESTITORJEV DO NALOŽBENIH INFORMACIJ**

V nadaljevanju bo analiziran možen prihodnji razvoj kritične mase malih investitorjev v Sloveniji in njihov odnos do naložbenih informacij, kakšno bo povpraševanje po naložbenih informacijah in kateri viri informacij bodo najbolj uporabljeni.

#### *a) kdo*

Ponudba naložbenih informacij je v največji meri namenjena vsem možnim investitorjem. Del vseh investitorjev so tudi mali investitorji, ki s svojim povpraševanjem po naložbenih informacijah ustvarjajo določene odnose. Kako veliko bo povpraševanje v prihodnjih desetih letih, je odvisno predvsem od števila možnih malih investitorjev.

#### *b) povpraševanje po informacijah*

Vlagatelji si želijo informacij o različnih naložbenih možnostih, o ponudnikih naložb, o tveganosti, donosnosti in podobno. Vendar kako veliko bo prihodnje povpraševanje je odvisno od dejavnikov, ki investitorjem ustvarjajo ugodne okoliščine za investiranje. Dva

pomembna dejavnika sta lahko povečanje oziroma velikost finančnega premoženja investitorjev in naložbeni pogoji na slovenskem trgu kapitala.

### c) kje in kako do informacij

Ponudniki informacij oziroma informacijski viri so in bodo v naslednjih letih deležni korenitih novosti. Nove tehnologije in nove naložbene okoliščine, bodo prinesle spremembe tudi pri tiskanih medijih in internetu. Analiziral bom dejavnike, ki lahko v prihodnje vplivajo na uporabo novih informacijskih virov.

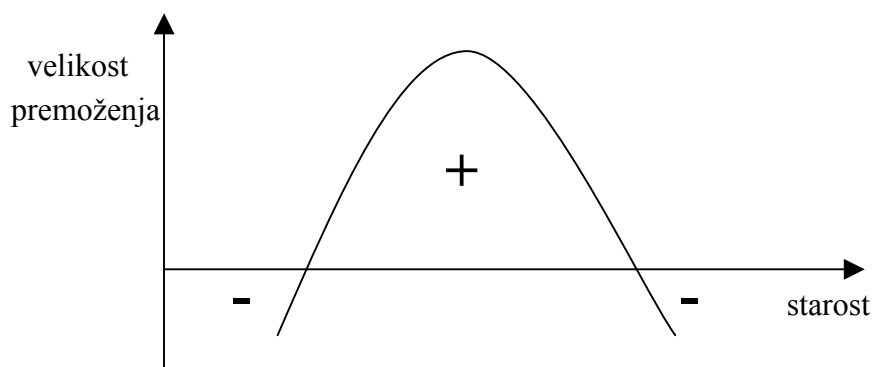
## 5.1. PRIHODNJI RAZVOJ ŠTEVILA INVESTITORJEV IN NJIHOVEGA PREMOŽENJA

Izhodiščna točka je poiskati odgovor na vprašanje, kako se bodo v prihodnosti povečevala sredstva malih investitorjev. V naslednjih letih bo najverjetneje prišlo do spremembe števila investitorjev in do povečevanja njihovega premoženja, kar utemeljujem v nadaljevanju. V prid pozitivni povezavi med velikostjo premoženja investitorjev in njihovimi naložbami so teoretična spoznanja in z anketo pridobljene ugotovitve. Zato velja, da večja kot bodo finančna sredstva, več bo naložb in s tem tudi več informacijskih aktivnosti vlagateljev.

### 5.1.1. Naraščajoča skupina investitorjev

Gospodinjstva ustvarjajo dodatno denarno premoženje v svoji zrelejši dobi, potem, ko so že opravila večje izdatke za dobrine, kot sta na primer stanovanje in avtomobil, ki zagotavljata določen življenjski standard. Glede na hipotezo »življenjskih ciklov« je življenje povprečnega človeka možno razdeliti na tri ekonomske faze.

Slika 1: Ekonomske faze v življenju povprečnega človeka



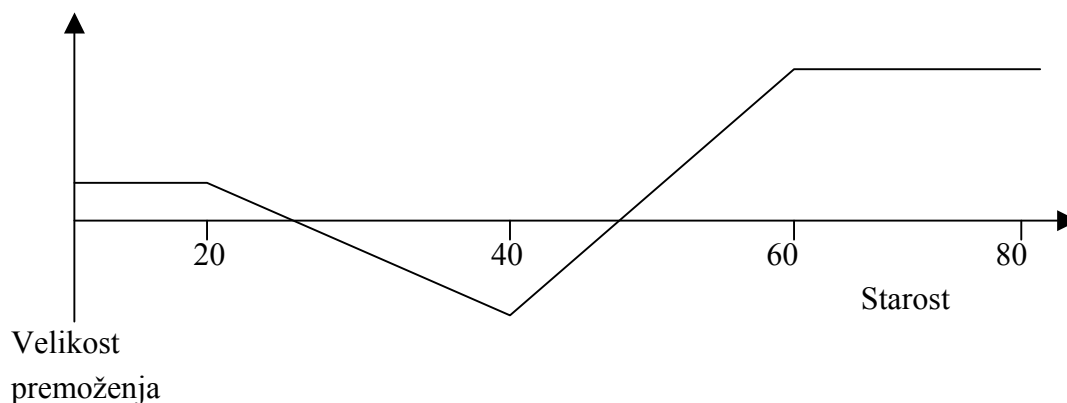
Vir: <http://www.sfb504.uni-mannheim.de/glossary/LCH.htm>

Na začetku življenja in v času izobraževanja, ko so mladoletniki vzdrževane osebe, poteka obdobje zadolževanja. Okrog 30. do 60. leta starosti je doba aktivnega prebivalstva. Ljudje delajo in si ustvarjajo svoje lastne prihodke. V tej, tako imenovani ustvarjalni fazi, se gradi premoženje. Presežki so namenjeni varčevanju oziroma investiranju z mislijo na starost, ko

nastopi obdobje zadolževanja in so izdatki po vsej verjetnosti zopet večji od prejemkov (<http://www.sfb504.uni-mannheim.de/glossary/lch.htm>).

S tem v povezavi je leta 1997 »Deutsche Sparkassen- und Giroverband« naredila raziskavo o gibanju premoženja investitorja v odvisnosti od njegove starosti (<http://www.dsgv.de>). Po njihovih ugotovitvah se do začetka samostojne poti oblikuje manjše premoženje, ki je pridobljeno na primer z darili, štipendijami in priložnostnimi deli. V naslednjem obdobju, ki se konča okoli štiridesetega leta, je obdobje ustvarjanja življenjskega standarda. Od tu in do upokojitve prihodki prehitujejo odhodke, saj v službah s svojim delovnim stažem zasedamo bolj plačane položaje, otroci se osamosvojijo in tako so ustvarjeni dobri pogoji za rast premoženja. V starosti od 60 leta naprej pa se povprečni ljudje ne ukvarjajo več s svojimi financami in svoje finančno premoženje najraje vlagajo v netvegane bančne depozite oziroma ga prenašajo na mlajše generacije. V tej dobi zato ne prihaja do večjih sprememb v velikosti premoženja.

Slika 2: Obdobja zadolževanja in ustvarjanja premoženja



Vir: <http://www.dsgv.de>

Ključna starostna skupina, kateri ostane največ finančnega premoženja za investiranje, je torej obdobje med 45-im in 60-im letom starosti.

S pomočjo projekcije je v naslednji tabeli predstavljeno gibanje prebivalstva v letu 2002 in čez deset let, v letu 2012, v starostni dobi od dopolnjenega 45. do 64. leta.

Tabela 10: Projekcija gibanja stalnega prebivalstva v Sloveniji od dopolnjenega 45. do 64. leta starosti v letih 2002 in 2012

Starostne skupine ( leta )	Leto 2002	Leto 2012
45-49	156028	147806
50-54	136005	145230
55-59	103965	147415
60-64	101716	124626
Skupaj	497714	565077

Vir: Statistični letopis RS 2001, 2001, str. 89.

Število prebivalcev od dopolnjenega 45. do 64. leta starosti, bo med leti 2002 in 2012 v Sloveniji glede na projekcijo naraslo kar za 6,7%. Vzrok takšnemu povečanju, predvsem druge polovice starostne skupine, je prihajanje povojne »baby boom« generacije.<sup>18</sup> Ob normalnih okoliščinah je zato upravičeno pričakovati tudi porast deleža malih investitorjev v celotnem prebivalstvu. Zaradi množičnosti generacije so ti ljudje že vse življenje v nekakšnem konkurenčnem boju - v času študija, ob vstopu v službo in v obdobju uveljavljanja na delovnem mestu. Pozitivna posledica konkurence je povečana storilnost in učinkovitost. To vodi k temu, da je in bo v prihodnjih letih, na vodilnih položajih večina ljudi ki spadajo v povojne generacije, kar pomeni višje prihodke in tako sposobnost hitrejšega povečevanja premoženja, kot je to uspevalo dosedanjim generacijam. V prihodnosti je pričakovati, da bodo prihajajoče generacije zaradi neenakomerne porazdelitve bogastva, saj »20 % prebivalcev Slovenije ustvari 50 % vseh prihrankov« (Kleindienst, Simoneti, 1999, str. Z1) in zaradi staranja celotnega prebivalstva, nosile višje socialno breme, kot so to počele generacije do sedaj.

### 5.1.2. Povečanje premoženja z dedovanjem

V povezavi s premoženjem investitorjev so pomembne tudi dediščine in darila, ki so eden ključnih dejavnikov za nenadno povečanje finančnega premoženja malih investitorjev.

Glede na starostno strukturo prebivalstva Slovenije je pričakovati, da bo v naslednjih letih veliko finančnega in stvarnega premoženja prenesenega na mlajše generacije. Posebnost pri tem prenosu je, da prvič obstajajo generacije, ki so lahko brez uničevalnih vojn gradile premoženje, hkrati pa so poleg ostalega prebivalstva tudi te generacije ob privatizaciji dobile del nekdanje družbene lastnine, tako imenovane certifikate. Domneve potrjujejo podatki Statističnega urada Republike Slovenije. Leta 1995 so prihodki proračuna, pridobljeni iz davkov na dediščine in darila, znašali 283 milijonov tolarjev, do leta 2001 pa so se povečali na 436 milijonov tolarjev (Statistični letopis RS 2001, 2001, str. 500). Povečevanje vrednosti

<sup>18</sup> »po vojni se je začelo kompenzacijsko obdobje, kot temu rečejo demografi, popularno imenovano baby-boom« (Puhar, 1995, str. 31)

dedovanega premoženja kaže na eni strani na rast premoženja malih investitorjev v naslednjih letih tudi iz tega naslova, na drugi strani pa nenadno povečanje premoženja veliko ljudi postavlja pred investicijske odločitve, kar bo povzročilo iskanje novih informacij o naložbenih možnostih.

## **5.2. RAZVOJ SLOVENSKEGA TRGA KAPITALA**

Slovenija nima tradicije organiziranega trga kapitala, saj je le ta nastal šele ob osamosvojitvi, ob procesu lastninskega preoblikovanja in je zato njegovo delovanje v marsičem urejeno z posebnimi zakonskimi akti in odredbami. Problem slovenske borze sta tudi dokaj majhen promet in majhno število nelikvidnih vrednostnih papirjev.

Vseeno je v zadnjih desetih letih, v obdobju od leta 1990 do 2000, pri letnem prometu z vrednostnimi papirji na organiziranem trgu kapitala opaziti zelo močan trend rasti. Leta 1990 je promet znašal 14 milijonov tolarjev, medtem ko je leta 2000 vrednost prometa narasla že na 269,6 milijard tolarjev (Letno poročilo ljubljanske borze, 2000, str. 5). Zaradi rezerv pri aktivnosti malih in institucionalnih investitorjev ter pri odpiranju tujim vlagateljem, je pričakovati povečevanje prometa tudi v prihodnje.

Pri obravnavi sem se omejil na male investitorje, zato me zanimajo predvsem razlogi za njihovo majhno aktivnost. Vzroke gre iskati v že omenjenih pravnih omejitvah, v slabem poznavanju naložbenih možnosti in slabem finančnem stanju slovenskih gospodinjstev. Težko si je zamisliti nadaljnji razvoj slovenskega trga kapitala, če se država, podjetja in finančne institucije ne bodo potrudile, da bi se v naslednjih letih bistveno povečal krog domačih fizičnih oseb, ki bi varčevali v domačih vrednostnih papirjih. Zato mednarodna medvladna organizacija Central & Eastern European Privatization Network (CEEPN) predlaga povečanje aktivnosti vlagateljev s tremi mehanizmi: »z omilitvijo obdavčitve donosov iz naslova varčevanja v vrednostnih papirjih oziroma z izenačitvijo obdavčitve teh donosov z obdavčitvijo obresti, povečanjem znanja in informiranja širšega kroga prebivalstva o naložbenih možnostih, ki jih ponuja slovenski trg kapitala in z intenzivnim razvojem normalnih in konkurenčnih domačih finančnih posrednikov, ki delujejo na trgu kapitala« (Kleindienst, Rems, Simoneti, 2001, str. 64).

Pri analizi ravnanja investitorjev z naložbami, se porajata dve vprašanji. Zakaj se za vrednostne papirje v večji meri ne odločajo osebe, ki so z naložbenimi možnostmi dobro seznanjene in kakšen bi bil odziv investitorjev, kot fizičnih oseb, na morebitne davčne vzpodbude predvsem pri investiranju v vrednostne papirje.

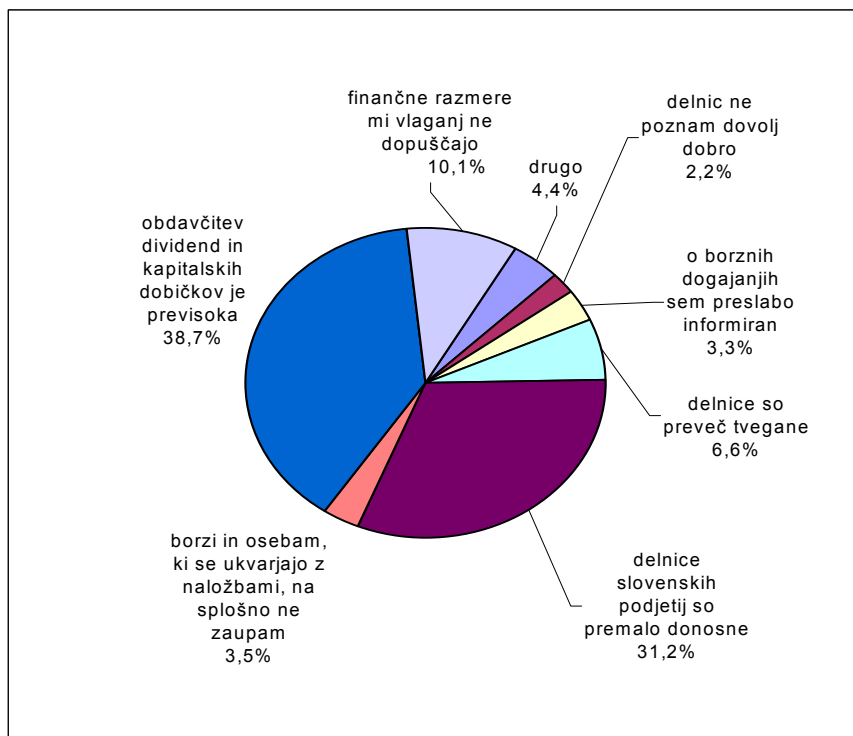
### **5.2.1. Zakaj mali investitorji ne vlagajo več v vrednostne papirje?**

Raziskava CEEP (2001) je pokazala, da je obdavčitev dividend in kapitalskih dobičkov kot najpomembnejši razlog navedlo kar 38,7% anketiranih, kot drugi najpomembnejši dejavnik pa

so izpostavili prenizko donosnost delnic slovenskih podjetij (31,2%). Ostali dejavniki, kot so: delnice so preveč tvegane, finančne razmere mi vlaganj ne dopuščajo, o borznih dogajanjih sem preslabo informiran ter borzi in osebam, ki se ukvarjajo z naložbami ne zaupam, so v primerjavi z največkrat omenjenima vzrokoma dokaj nepomembni (Kleindienst, Rems, Simoneti, 2001, str. 40).

Skupina investitorjev, ki aktivno sodeluje na finančnem in informacijskem trgu, predstavlja le majhen del slovenskega prebivalstva. Anketa, ki sem jo izvedel je pokazala, da se mali investitorji iz te skupine med vsemi opazovanimi naložbami najraje odločajo za vrednostne papirje. Ti investitorji so tudi najboljše informirani. Pri analizi velikosti bodočih informacijskih aktivnosti malih investitorjev, se tako zastavlja vprašanje, kje so ovire, da se še več malih investitorjev še pogosteje ne odloča za vrednostne papirje in s tem povečuje tudi povpraševanje po naložbenih informacijah. S pomočjo raziskave CEEP (2001), je moč ugotoviti, da dobro informirane investitorje pri še večjih naložbah v vrednostne papirje najbolj motita previsoka oziroma neenakomerna obdavčitev kapitalskih dobičkov v primerjavi z obrestmi na bančne vloge in prenizka donosnost slovenskih delnic. »Ker pa je nizka donosnost slovenskih delnic v precejšni meri tudi posledica visoke obdavčitve, lahko sklepamo, da je ravno davčni element ključna zavora« (Kleindienst, Rems, Simoneti, 2001, str. 40).

Slika 3: Vzroki, zakaj mali investitorji ne vlagajo več v vrednostne papirje



Vir: Kleindienst, 2001a, str. 72-73.

### **5.2.2. Odziv malih investorjev na obdavčitev bančnih obresti in znižanje obdobja obdavčitve kapitalskih dobičkov**

Obstajajo različna ugibanja o tem, kakšne naj bodo »konkretne ureditve sistemskih nesorazmerij, kot so enaka obdavčitev različnih oblik finančnega premoženja (nesorazmerno visoka obdavčitev kapitalskih dobičkov)« (Ljubljanska borza, 2000, str. 9).

Novi predlog Ministrstva za finance je odgovor nanje. Gre za novi zakon o dohodnini, ki se nanaša tudi na obdavčenje obresti in znižanje obdobja obdavčitve kapitalskih dobičkov ([http://www2.gov.si/zak/Pre\\_Zak.nsf/zak\\_po\\_UNID/1947438BDEB9FB75C1256BA0003F85DD?OpenDocument](http://www2.gov.si/zak/Pre_Zak.nsf/zak_po_UNID/1947438BDEB9FB75C1256BA0003F85DD?OpenDocument)). Zakon, ki bi ga lahko tehnično sprejeli do konca leta 2002, naj bi zaradi skrajšanja obdavčitvenega roka kapitalskih dobičkov, s treh na eno leto, in zaradi obdavčenja bančnih obrestnih mer, vplival na slovenski trg kapitala. Na eni strani statistični podatki kažejo, da to ne pomeni selitve iz bank na borzo. »Slovenski bančni varčevalci se zaradi nižjih obrestnih mer ne selijo množično iz bank na borzo, saj se varčevanje v bankah še naprej povsem normalno povečuje. Konec lanskega leta so imeli prebivalci v bankah naloženih 1756 milijard tolarjev denarja« (Nidorfer, 2002, str. 7). Na drugi strani je glede na zgoraj navedene ugotovitve, logično pričakovati večja vlaganja v vrednostne papirje.

Kar 77% vlagateljev je v raziskavi CEEPN (2001) izjavilo, da bi v primeru skrajšanja obdavčene dobe s treh na eno leto, v delnice vlagali več kot trenutno. »Obseg varčevanja v delnicah bi v tem primeru še posebej povečali mlajša in nadpovprečno premožna generacija, ter vlagatelji, ki so na trgu kapitala že zdaj med najbolj aktivnimi« (Kleindienst, Rems, Simoneti, 2001, str. 42). V povezavi z opravljene ankete, to pomeni, da se bodo dobro informirani še intenzivneje ukvarjali z informacijskimi aktivnostmi ter da je v prihodnosti pričakovati večje povpraševanje po finančnih informacijah. Če se bodo napovedana pričakovanja uresničila je na dolgi rok upravičeno pričakovati spremembe varčevalnih navad Slovencev.

Ena izmed možnih posledic zgoraj omenjenih razlogov, je povečanje donosnosti delnic v primerjavi z ostalimi naložbami, kar pomeni, da bodo vrednostni papirji postali bolj priljubljena oblika naložbe, kot so bili do sedaj in bodo ljudje večji del svojega finančnega premoženja investirali v vrednostne papirje. »Po kapljicah te spremembe nastajajo že sedaj, toda za večje premike, ki bi spremenili mišljenja konzervativnih varčevalcev, bo treba več časa in precej naporov tako vzajemnih skladov, kot tudi posameznih podjetij na borzi« (Nidorfer, 2002, str. 7). Investicijske odločitve bodo tako postale še pomembnejše in s širšim spektrom ponudbe tudi kompleksnejše. Mali investorji bodo zato prisiljeni intenzivneje zbirati finančne informacije.



### **5.3. RAZVOJ INFORMACIJSKIH VIROV**

Prihodnja rast števila vlagateljev, preoblikovanje njihovih naložbenih preferenc in nove naložbene možnosti, bodo zagotovo povzročile spremembe tudi pri informacijskih virih, ki jih uporabljajo mali investitorji.

#### **5.3.1. Vloga tiskanih medijev**

V okoliščinah, ki pozitivno vplivajo na vlagatelje, se povečuje povpraševanje po tiskanih medijih s finančno oziroma z borzno tematiko. To trditev je z nekaterimi napovedmi možno še podkrepiti. V prihodnosti upravičeno pričakujemo povečanje števila malih investitorjev. Z razvojem finančnih trgov se bo zelo verjetno razvijala in širila ponudba naložbenih produktov, kar pomeni tudi kompleksnejše naložbe. Večje povpraševanje po naložbenih informacijah in večja naklada sta lahko utemeljena z rastjo skupine možnih uporabnikov, kot tudi z naraščajočo zahtevnostjo naložbenih produktov. Če bodo želeli investitorji sami uspešno upravljati svoje naložbe, bodo za porabljeni čas in trud, želeli tudi plačilo v obliki visokih donosov. Zato bo potrebno redno in poglobljeno spremljanje naložbenih informacij. Po zgledu dogajanja v razvitejših evropskih državah, lahko na trgu pričakujemo še več novih in specializiranih tiskanih medijev, ki bodo pokrivali vsa področja osebnih financ. Na primer v Nemčiji, je samo v letih 2000 in 2001, izšlo 7 novih in na zelo ozka naložbena področja usmerjenih tiskanih medijev (<http://www.pz-online.de>).

#### **5.3.2. Vloga interneta**

Oviri pri širitvi uporabnikov sta v glavnem hitrost prenosa podatkov oziroma sposobnost omrežja in stroški povezani z uporabo interneta. Danes tehnična oprema (PC, modem) ne predstavlja bistveno večjega stroška za investitorja, kot ostali aparati v gospodinjstvu, na primer mikrovalovna pečica ali televizor (Raba interneta v Sloveniji, 2001/2002, str. 2). Stroški internetnega priključka so primerljivi s stroški telefona ali elektrike. Večina naložbenih informacij je na internetu brezplačnih, po ugotovitvah RIS-a pa so vlagatelji, ki uporabljajo internet premožnejši od povprečnega prebivalca Slovenije (<http://www.ris.org/publikacije/index.html>). Ugotovimo lahko, da stroški dostopa in sposobnost omrežja niso problem.

#### **5.3.3. Ponudba naložbenih informacij: internet proti tiskanim medijem**

Pri napovedi razvoja ponudbe naložbenih informacij preko elektronskih medijev sem izhajal iz vprašanj: V kakšnem obsegu se lahko ponujajo informacije na internetu ter kakšne načine posredovanja in predstavitve ponuja interaktivni medij internet v primerjavi s tiskanimi mediji.

Prostor interneta je brez meja. Vsaj teoretično lahko zato ponudba elektronskih informacij o denarnih naložbah, ki so namenjene malim investitorjem, neomejeno raste. Izziv postaja že obvladovanje informacij. Sedaj so na voljo informacije vseh ponudnikov naložbenih informacij, ki so bile do prihoda interneta dostopne le proti plačilu v tiskanih medijih ali pa v visoko specializiranih informacijskih sistemih, kot sta na primer svetovno znana Bloomberg in Reuters (Putnam, Zlatkovich, 2002, str. 70). Na prepletanje obeh medijev kaže storitev SEOnet, ki jo ponuja Ljubljanska borza. Le ta uveljavlja nov elektronski način obveščanja, ki naj bi z zanesljivim, hitrejšim in cenejšim načinom obveščanja investitorjev s strani izdajateljev postal enakovreden objavam v dnevnem časopisju (Letno poročilo ljubljanske borze, 2000, str. 17).

Primerjava načinov posredovanja, komuniciranja in predstavitve naložbenih informacij med tiskanimi mediji in internetom je najbolj nazorno predstavljena v spodnji tabeli.

Tabela 11: Internet proti tiskanim medijem

	Tiskani mediji	Internet
Distribucija informacij	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ fizična dostava</li> <li>➤ največ dnevna aktualnost</li> <li>➤ omejen je dostop do vseh uporabnikov</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ elektronska</li> <li>➤ možna trenutna aktualnost informacij</li> <li>➤ možno doseči vse uporabnike</li> </ul>
Oblika, izgled	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ omejeno število strani sili k izbiri objavljenih informacij</li> <li>➤ izgled je določen s standardno obliko člankov</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ neomejena ponudba informacij</li> <li>➤ večja globina predstavitve (meniji, povezave, animacija, večpredstavnost)</li> </ul>
Odvisnost	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ od naročnikov oglasov, kar lahko vpliva na vsebino informacij</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ od uporabnikov</li> </ul> <p>Razmerja moči se spreminjajo</p>
Komunikacija	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ enosmerna, otežena je izmenjava informacij, zato so razlike med željami vlagateljev in ponujenimi informacijami</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ dvosmerna</li> </ul> <p>Zmanjševanje razlik med povpraševanimi in ponujenimi informacijami.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ nove oblike izmenjave informacij</li> <li>➤ informacije o naložbah in izvedba naročil na enem mestu</li> </ul>

Vir: Prešern, 2000, str. 62-81, 214-216; Györkös, 2000, str. 23-29, 61-68; Albers, 1995, str. 19-49; <http://www.ris.org/publikacije/index.html>.

Zgornje ugotovitve napovedujejo spreminjanje vlog malih delničarjev, bančnih varčevalcev in ostalih investitorjev vidimo, da se v svetu osebnih financ, na področju pridobivanja in upravljanja z informacijami, spreminja in povečuje vloga malih investitorjev.

Informacije glede naložb so vlagateljem sedaj na voljo ne glede na kraj in čas in so lahko celo do sekunde aktualne, kar je pri odločanju dostikrat ključnega pomena. Razmerja moči se ob uporabi interneta spreminjajo. Namesto, da bi informacijski ponudnik izbiral informacije za male investitorje, lahko to sedaj počno sami. Sami izbirajo informacije, ki jih v danem trenutku potrebujejo, hkrati pa za informacije, ki so jim na voljo ne plačajo investitorji, temveč za njihovo objavo na zelenih spletnih straneh, plača informacijski ponudnik. Tudi razlike med malimi in institucionalnimi oziroma ostalimi večjimi investitorji se zmanjšujejo. Sedaj imajo na primer oboji istočasen dostop do informacij o dogajanju na borzi. Zaradi neosebnega načina komuniciranja, kar je lastnost interneta, so ustvarjeni pogoji za bolj objektivni<sup>19</sup> odnos do malih investitorjev, kar je lahko majhna protitež neformalnim odnosom, ki jih imajo večji investitorji s predstavniki finančnih ustanov. Razvoj internetne informacijske tehnologije omogoča investitorjem na primer prosto izbiro vrednostnih papirjev, ogled tečajev, cen, trendov in ostalih z njimi povezanih informacij (Putnam, Zlatkovich, 2002, str. 72). Izbira naložbe, ki ustreza številnim odločitvenim kriterijem, je pri veliki ponudbi vrednostnih papirjev s pomočjo iskalnih nastavitev dokaj hitrejša in enostavnejša.

Zgolj enostransko prikazovanje pozitivnih lastnosti interneta ne bi bilo realno. Mali investitorji ne namenjajo veliko časa informacijskim aktivnostim. Ena izmed prednosti tiskanih medijev je tako sposobnost ponuditi urejene velike količine informacij. Strokovni izbor le najpomembnejših, kot so na primer najdonosnejše delnice minulega meseca, najugodnejše varčevalne obrestne mere, najnižje provizije in podobno, je lahko ključnega pomena (Albers, 1995, str. 19-49). Mali investitorji imajo tudi glede iskanja in uporabe naložbenih informacij svoje navade. Navezanost na tiskane medije ter večje zaupanje informacijam v tiskani obliki, bosta zato pri širitvi interneta pomembna negativna dejavnika (Györkös, 2000, str. 61-68).

Omenjene prednosti elektronskih medijev nudijo malim investitorjem možnost, da postanejo bolj samostojni. Ponudniki naložbenih informacij poskušajo ugoditi individualnim zahtevam vsakega investitorja. Elektronski mediji jim to omogočajo. Sposobnost malih investitorjev razumeti in ovrednotiti naložbene informacije, pa je kljub tehnologiji, odvisna le od njihovega znanja in osebnih sposobnosti.

---

<sup>19</sup> S tem v povezavi, lahko omenim pojav nepravilnega ravnanja z notranjimi informacijami. Preglednost, ki jo omogoča internet, postavlja v boljši položaj tudi male investitorje.

## 6. SKLEP

Za podjetja in finančne ustanove, ki iz različnih vzrokov nagovarjajo male investitorje k vlaganju njihovega premoženja v ponujene naložbene možnosti, je pomembno tudi poznavanje odnosa investitorjev do naložbenih informacij in njihovih informacijskih aktivnosti. Čeprav finančno okolje od investitorjev zahteva aktivno vlogo tako pri upravljanju premoženja, kot pri spremljanju finančnih informacij, temu večinoma ni tako. Kljub temu, da se zastavi vprašanje zakaj in kaj je temu vzrok, je bilo področje financ, kamor sodi informacijsko obnašanje malih investitorjev, do sedaj v Sloveniji slabo obdelano.

V teoretičnem delu diplomske naloge, sem s pomočjo razlage z vidika tveganja, vključevanja, posvojitve ter stroškov in koristi, pojasnil vzroke in dejavnike informacijskega obnašanja malih investitorjev. Glavni cilj investitorjev je izbrati naložbo, ki bo glede na posameznikove želje odsevala ravnovesje med donosnostjo, likvidnostjo in varnostjo. Vsaka naložba je povezana tudi z določenim tveganjem, ki ga vsak investitor zazna drugače. Vzrok različni zaznavi so zunanji in notranji dejavniki. Najpomembnejša zunanja dejavnika subjektivno prepoznanega tveganja, in s tem tudi informacijskega obnašanja, sta število naložbenih možnosti in velikost razlik med njimi. Notranji dejavniki so pogojeni z osebnimi lastnostmi, kot so na primer starost, izobrazba in premoženje. Torej, več kot je možnih naložb in večje so razlike med njimi ter nižja sta izobrazba in premoženje investitorjev, večje bo prepoznano tveganje. Večje prepoznano tveganje pa vodi k intenzivnejšim informacijskim aktivnostim, ki so racionalne le, ko so koristi novih informacij večje od stroškov iskanja le-teh.

Ker sem si želel ustvariti vsaj okvirni vtis o dejanskem odnosu malih investitorjev do naložbenih informacij, sem med ljudmi, ki varčujejo, vlagajo oziroma investirajo svoj denar, izvedel anketo. Zaradi subjektivnega odnosa investitorjev do naložbenih informacij, je težko podati splošno mnenje, a vendar je mogoče prepoznati nekaj izstopajočih lastnosti, na podlagi katerih sem potem oblikoval dve skupini malih investitorjev. Osnovne značilnosti prve skupine, ki sem jo poimenoval »skupina, na finančnem in informacijskem trgu aktivnih investitorjev« so nadpovprečna stopnja izobrazbe in dohodka, več moških kot žensk, pričakovanje večjih donosov, visoka intenzivnost informiranja ter uporaba tiskanih medijev in interneta, kot virov informacij. V drugo skupino, »skupino konservativnih in manj informiranih investitorjev«, sodi velika večina anketiranih. Izstopa zadržan odnos do tveganja, kar se odraža pri poudarjanju naložbenih ciljev v smislu varnosti in ohranjanja premoženja. Stopnja informiranja je nižja kot v prvi skupini, najbolj pogosta informacijski vira pa sta svetovanje strokovnjakov in osebne izkušnje.

Podobne raziskave so bile narejene tudi v tujini »Income and Expenditure Survey«(1993), »Soll und Haben« (1995) ter »Survey of Consumer Finances«(1983). Pokazale so, da imajo ljudje premalo znanja in informacij za investiranje.

Zaradi tehnoloških in generacijskih sprememb se bo informacijsko obnašanje v prihodnosti spreminjalo. V obdobju naslednjih desetih let bodo prihajale številčno močne poveljne generacije. Glede na projekcije in statistične podatke, je pričakovati povečanje starostne skupine od 45. do 64. leta starosti. Največ malih investitorjev prihaja prav iz te starostne skupine. Vzrok za spreminjanje informacijskega obnašanja malih investitorjev je tudi hiter razvoj informacijske tehnologije. Elektronski mediji nudijo investitorjem možnost samostojne izbire informacij, hkrati pa znižujejo stroške in čas, ki so potrebni za informacijske aktivnosti. Dodatna vzpodbuda novim investicijam, in s tem povečanemu povpraševanju po naložbenih informacijah, so tudi napovedani ukrepi finančnih oblasti.

## LITERATURA

1. ALBERS Sönke, CLEMENT Michael, PETERS Kay: Marketing mit Interaktiven Medien. Frankfurt am Main : Institut für Medienentwicklung und Kommunikation, 1998. 380 str.
2. ALBRECHT Karl: Information quality. Executive Excellence, Provo, 18(2001), 8, str.11.
3. ANTUNOVIĆ Peter: Finance podjetja : teorija in praksa. Brdo pri Kranju : Center Brdo, Sklad za razvoj managementa, 1999. 303 str.
4. DANIEL Kent, HIRSHLEIFER David, TEOH HONG Siew: Investor psychology in capital markets: evidence and policy implications. Journal of Monetary Economics, New York, (2002), 49, str. 139-209.
5. DONNERSTAG Joachim: Der engagierte Mediennutzer – Das Involvement-Konzept in der Massenkommunikationsforschung. München, R. Oldenbourg: Gabler, 1996. 52 str.
6. EYMANN Angelika: Portfolio Choice and Knowledge. Mannheim, University of Mannheim, 2000. 61 str.
7. GEMÜNDEN Georg H., RITTER Thomas, WALTER Achim: Relationships and Networks in International Markets. 1. izdaja. Oxford : Redwood Books, 1997. 460 str.
8. GROZNIK Peter: Kaj so osebne finance?. Moje finance : vodnik za upravljanje osebnega premoženja. Časnik Finance, Ljubljana, 2001, 1, str. 9-20.
9. GYÖRKÖS Jozsef: Pogledi na razvoj in širši vpliv interneta. Maribor : Univerza v Mariboru, 2000. 84 str.
10. KLEINDIENST Robert: Aktivna alokacija premoženja na razvitih trgih kapitala. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 58 str.
11. KLEINDIENST Robert, REMS Marko, SIMONETI Marko: Razvoj trga kapitala v Sloveniji: Varčevalne navade in mnenja gospodinjstev – 1999. Ljubljana : Central & Eastern European Privatization Network, 1999. 100 str.
12. KLEINDIENST Robert, REMS Marko, SIMONETI Marko: Razvoj trga kapitala v Sloveniji: Varčevalne navade in mnenja slovenskih investitorjev - 2001. Ljubljana : Central & Eastern European Privatization Network, 2001.

13. KLEINDIENST Robert: Zakaj in kako dolgoročno nalagati?. *Moje finance* : vodnik za upravljanje osebnega premoženja. Časnik Finance, Ljubljana, 2001a, 1, str. 21-34.
14. KOŠMELJ Blaženka, ROVAN Jože: Statistično sklepanje. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1997. 312 str.
15. KÖHLER Richard: Das Informationsverhalten im Entscheidungsprozess vor der Markteinführung eines neuen Artikels. Wiesbaden : Gabler, 1972. 64 str.
16. KRAEMER Carlo, NÖTH Markus, WEBER Martin: Information Aggregation with Costly Information and Random Ordering: Experimental Evidence. Mannheim, University of Mannheim, 2000. 87 str.
17. KRAGELJ Ingrid, UŠAJ HVALIČ Tanja: Informacije za odločanje. 1. izdaja. Ljubljana : Državna založba Slovenije, 2000. 63 str.
18. KROEBER-RIEL Werner: Konsumentenverhalten, 5. izdaja. München : Vahlen, 1992. 250-253, 784 str.
19. LEROY Stephen F., WERNER Jan: Principles of financial economics. Cambridge : Cambridge University Press, 2001. 280 str.
20. MOHORIČ Tomaž: O podatku in informaciji. *Organizacija*, 32(1999), 8-9, str. 445-448.
21. MRAMOR Dušan: Poglavja iz poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 125 str.
22. MRAMOR Dušan et al.: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
23. NIDORFER Matjaž: Iz bank na borzo. *Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 2002, 14, str. 7.
24. OEHLER Andreas: Die Erklärung des Verhaltens privater Anleger. Stuttgart : Schäffer-Poeschel, 1995. 270 str.
25. PEČAR Bojan: Sistem za podporo odločanja v procesu ravnanja s kadrovskimi viri. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 90 str.
26. PREŠERN Saša: Poslovna informatika in internet za podjetnike in managerje. Portorož : Visoka strokovna šola za podjetništvo, 2000. 219 str.

27. PUHAR Alenka: Demografska podoba sodobne Evrope: Nekoč baby boom, zdaj pa BON. Delo, Ljubljana, 114(1995), str. 31-32.
28. PUTNAM Karl B., ZLATKOVICH Charles P.: Using the Web's investments resources. The CPA Journal, New York, 72(2002), 1, str. 72.
29. RUTHERFORD Brian A.: Modern Financial Reporting Theory. London : P. Chapman, 2000. 179 str.
30. SAMUELSON Paul A., NORDHAUS William D.: Economics. 16 izdaja. Boston : McGraw-Hill, 1998. 781 str.
31. SILBERER Günter, RAFFEE Hans: Das Informationsverhalten des Konsumenten. Wiesbaden : Gabler, 1981. 60 str.
32. WILLIAMS F., RICE R., ROGERS E.: Research Methods and the New Media. New York, Longman: 1988. 214 str.
33. WILSON Tom, WALSH Christina: Information behaviour: An inter-disciplinary perspective. London : British Library Research and Innovation Centre, 1996. 572 str.
34. WISE Belinda: The Informed Investor: A Hype-Free Guide to Constructing a Sound Financial Portfolio. Library Journal, New York, 127(2002), 5, str. 90.

## **VIRI**

1. MRAMOR Dušan: Slovar poslovno finančnih izrazov. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1999. 116 str.
2. BALETIČ Zvonimir: Ekonomski leksikon, 1. izdaja. Zagreb : Leksikografski zavod »Miroslava Krleža«, 1995. 1024 str.
3. GEMÜNDEN Georg H.: Informationsverhalten. Handwörterbuch für Organisation. 3. izdaja. Stuttgart : Schäffer-Poeschel, 1991. 1018 str.
4. STATISTIČNI LETOPIS RS 2001. Ljubljana : Zavod RS za statistiko, 2001. 655 str.
5. Letno poročilo ljubljanske borze 2000. Ljubljana : Ljubljanska borza, 2000. 36 str.
6. Allianz AG: Experten ABC. Wien : Allianz AG, 1998. 142 str.



7. Deutscher Sparkassen und Giroverband (DSGV): Untersuchungen zum Privatanlegermarkt. [URL: <http://www.dsgv.de>], 11.5.2001.
8. Verband Deutscher Zeitschriftenverleger: Branchenreports. [URL: <http://www.pz-online.de>], 10.4.2002.
9. Focus Money Analysen: Informationsverhalten. [URL: <http://medialine.focus.de/PM1D/PM1DE/PM1DEC/PM1DECC/pm1decc.htm> ], 3.2.2002.
10. Raba Interneta v Sloveniji (RIS): Projekcije - Indikatorji Interneta. [URL: <http://www.ris.org/indikatorji/projekcije.html>], 20.4.2002.
11. Glossary. [URL: <http://www.sfb504.uni-mannheim.de/glossary/LCH.htm>], 27.4.2002.
12. Poročila inštituta za Raziskavo Interneta v Sloveniji [URL: <http://www.ris.org/publikacije/index.html> ], 20.6.2002.
13. Ministrstvo za finance. Predlog poprave zakona o dohodnini. [URL: [http://www2.gov.si/zak/Pre\\_Zak.nsf/zak\\_po\\_UNID/1947438BDEB9FB75C1256BA0003F85DD?OpenDocument](http://www2.gov.si/zak/Pre_Zak.nsf/zak_po_UNID/1947438BDEB9FB75C1256BA0003F85DD?OpenDocument)], 22.5.2002.
14. Intervju z borznim strategom Peter Lynch-om. [URL: <http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/shows/betting/pros/lynch.html>], 3.4.2002.

## **PRILOGE**

1. Vprašalnik o ravnanju malih investitorjev z naložbenimi informacijami
2. Opis vzorca

## Priloga 1:

# Vprašalnik o ravnanju malih investorjev z naložbenimi informacijami

### 1.a. Ali varčujete, investirate, vlagate vaš denar?

- DA  NE

### 1.b. Osebni podatki malih investorjev

- a) **Spol**  ženski  moški
- b) **Starost**
- do 25 let
  - 25 - 45 let
  - 45 - 65 let
  - nad 65 let
- c) **Izobrazba**
- osnovna (osnovna šola)
  - srednja (srednja šola, gimnazija)
  - visoka (univerza)
- d) **Vaše delovno mesto :**
- uradnik, navadni uslužbenec
  - vodja oddelka oz. nekaj zaposlenih
  - strokovni oz. visoki uslužbenec
  - direktor večjega podjetja, menedžer
  - podjetnik, obrtnik
  - študent
  - ostali
- e) **Kakšen je vaš mesečni neto zaslužek ?**
- do 100.000 SIT
  - 100.000 – 150.000 SIT
  - 150.000 – 200.000 SIT
  - 200.000 – 250.000 SIT
  - 250.000 – 300.500 SIT
  - nad 300.000 SIT

### 2. Kakšna tehnična oprema vam je na voljo pri iskanju informacij ?

- Osebni računalnik
- Tele-Fax
- Internet priključek
- Teletext preko televizije

### 3. Kako dobro poznate naslednje oblike naložb ?

	sploh ne poznam			poznam zelo dobro	
	1	2	3	4	5
.....varčevalne vloge	<input type="text"/>				
.....delnice	<input type="text"/>				
.....obveznice	<input type="text"/>				
.....nepremičnine	<input type="text"/>				
.....življensko/pokojninsko zavarovanje	<input type="text"/>				
.....plemenite kovine	<input type="text"/>				
.....vloge na vpogled	<input type="text"/>				

### 4. Kam ste oziroma v prihodnosti še nameravate investirati ?

.....v varčevalne vloge	<input type="checkbox"/>
.....v delnice	<input type="checkbox"/>
.....v obveznice	<input type="checkbox"/>
.....v nepremičnine	<input type="checkbox"/>
.....v življensko/pokojninsko zavarovanje	<input type="checkbox"/>
.....v plemenite kovine	<input type="checkbox"/>
.....vloge na vpogled	<input type="checkbox"/>

### 5. Ko se enkrat odločite o svojih naložbah, igrajo naslednji cilji zagotovo neko vlogo. Kako pomembni so za vas navedeni naložbeni cilji ?

	povsem nepomembno			zelo pomembno	
	1	2	3	4	5
investiranje v smislu varnosti (starost, nesreče)	<input type="text"/>				
ohranjanje premoženja	<input type="text"/>				
povečevanje premoženja	<input type="text"/>				
reden pritok obresti, dividende	<input type="text"/>				
visoki donosi	<input type="text"/>				

**6. Koliko se informirate o možnih naložbah, preden se odločite zanje?**

nič		srednje		redno
1	2	3	4	5
<input type="text"/>				

**7. Kako pomembni so za vas, pri pridobivanju informacij o naložbenih možnostih, naslednji informacijski viri?**

	povsem nepomembno				zelo pomembno
	1	2	3	4	5
prijatelji, znanci, sodelavci	<input type="text"/>				
lastne izkušnje	<input type="text"/>				
osebno svetovanje strokovnjakov ( npr. bančni, borzni uslužbenci )	<input type="text"/>				
dnevni časopisi, revije, posebne izdaje	<input type="text"/>				
gospodarske oddaje na radiu in televiziji	<input type="text"/>				
konference, seminarji, delavnice	<input type="text"/>				
internet	<input type="text"/>				

**8. Kako pomembni so pri iskanju informacij za vas.....**

	povsem nepomembno				zelo pomembno
	1	2	3	4	5
.....osebni način komuniciranja	<input type="text"/>				
.....neosebni način komuniciranja	<input type="text"/>				

## Priloga 2: Opis vzorca

<b>Število anketiranih</b>	100
• Število moških	50
• Število žensk	50

### Starost

• do 45 leta starosti	50
• nad 45 letom starosti	50

### Izobrazba

• dokončana osnovna šola	13
• dokončana srednja šola	56
• dokončana višja/visoka šola	31

### Delovno mesto

• uradnik, navadni uslužbenec	27
• vodja oddelka/nekaj zaposlenih	13
• strokovni/visoki uslužbenec	11
• direktor/menedžer	5
• podjetnik, obrtnik	14
• študent	14
• ostalo	16

### Neto mesečni zaslužek

• manj od 200.000 SIT	77
• več od 200.000 SIT	23

Vir: Izpolnjeni anketni listi