

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

MAJA JENKO

UNIVERZA V LJUBLJANI

EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

DONOSNOST RAZLIČNIH NALOŽB NA SLOVENSKEM FINANČNEM  
TRGU V LETU 2003

Ljubljana, julij 2004

MAJA JENKO

## **IZJAVA**

Študentka Maja Jenko izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom mag. Mojce Marc in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 8.7.2004

Podpis:

UVOD .....	1
1 INVESTIRANJE IN INVESTITORJI .....	2
1.1 Finančni cilji ali cilji, ki jih oseba želi doseči z naložbo prihrankov .....	3
1.2 Posameznikove finančne razmere .....	4
1.3 Posameznikov odnos do tveganja .....	4
1.4 Znanje in izkušnje .....	4
2 DONOSNOST IN TVEGANJE .....	5
2.1 Donosnost .....	5
2.2 Tveganje .....	5
2.2.1 Tveganje in donosnost posamezne naložbe .....	5
2.2.2 Tveganje in donosnost premoženja .....	7
2.2.2.1 Sistematično in nesistematično tveganje .....	7
2.2.2.2 CAPM model .....	8
2.2.3 Vpliv inflacije na donosnost .....	12
2.2.4 Vpliv davkov na donosnost .....	13
3 FINANČNE NALOŽBE .....	14
3.1 Bančne vloge .....	14
3.1.1 Vrste bančnih vlog .....	14
3.1.2 Tveganje bančnih vlog .....	15
3.2 Obveznice .....	15
3.2.1 Vrste obveznic .....	16
3.2.2 Vrednotenje obveznic .....	16
3.2.3 Sprememba vrednosti obveznice v času .....	17
3.2.4 Merjenje donosnosti obveznice .....	17
3.2.5 Tveganje obveznic .....	18
3.3 Delnice .....	19
3.3.1 Vrste delnic .....	19
3.3.2 Vrednotenje delnic .....	20
3.3.3 Merjenje donosnosti .....	21
3.3.4 Tveganje delnic .....	21
3.3.5 Stroški nakupa delnic in obveznic na organiziranem trgu .....	22
3.4 Investicijski skladi .....	23
3.4.1 Vrste investicijskih skladov .....	23
3.4.2 Stroški vzajemnih skladov .....	25
3.4.3 Tveganje investicijskih skladov .....	27
4 ANALIZA DONOSNOSTI .....	27
4.1 Finančni trg leta 2003 .....	27
4.2 Predpostavke analize .....	28
4.3 Bančne vloge .....	29
4.4 Obveznice .....	31
4.5 Delnice .....	34
4.6 Vzajemni skladi .....	38
4.7 Primerjava donosnosti naložb .....	41
SKLEP .....	44
LITERATURA IN VIRI .....	46
PRILOGE .....	

## UVOD

Slovenski finančni sistem se uvršča med bančno gospodarsko-finančne ureditve, saj pri prenosu prihrankov od prebivalstva do gospodarstva nosijo poglavitno vlogo banke in zavarovalnice, ne pa kapitalni trg, kot je značilno za tržno ureditev (Groznič, 2001, str. 15-16). Kljub temu da je naše gospodarstvo uspešno in trdno, organizirani trg kapitala v Sloveniji še vedno ne igra takšne vloge, kakršno nosijo organizirani trgi kapitala drugje po svetu. Vzroke najdemo v tem, da Slovenija nima dolgoletne tradicije organiziranega trga kapitala, prebivalstvo se še ni povsem privadilo na nove oblike varčevanja, finančne razmere gospodinjstev so razmeroma slabe, finančne ustanove so nedejavne, kriva pa je tudi zakonodaja. Eden izmed ključnih dejavnikov je davčni režim, ki daje prednost varčevanju v tradicionalnih finančnih oblikah, kot so bančne vloge. Država vlagateljem pobere večino ali vso presežno donosnost, ki jo ustvarijo z varčevanjem v vrednostnih papirjih (Kleindienst, 2001, str. 72-73). Slovenski kapitalni trg je bil dolgo časa zaprt do tujcev, razmere pa se po vstopu Slovenije v EU izboljšujejo.

Za predmet diplomske naloge sem si izbrala različne vrste naložb v Sloveniji leta 2003. Cilj naloge je analizirati posamezno naložbo ter nato naložbene možnosti med seboj primerjati. Zanimalo me je, kakšna je donosnost posamezne naložbe pred provizijami in plačilom davka ter po provizijah in plačilu davka. Namen diplomskega dela je ugotoviti, katera naložba je bila leta 2003 najbolj in najmanj donosna pred in po upoštevanju provizij ter davkov.

V prvih treh poglavjih sem se opirala na literaturo, v četrtem poglavju diplomskega dela pa sem podatke za izračune zbirala predvsem v bankah, borznoposredniških hišah, na spletnih straneh Ljubljanske borze, Banke Slovenije in Statističnega urada Republike Slovenije. Pri pridobivanju podatkov sem imela nekaj težav, ki sem jih reševala na različne načine. Informacije o višini provizij, ki jih zaračunavajo borznoposredniške hiše, Ljubljanska borza in Klirinško depotna družba, sem zbirala od vseh preučevanih borznoposredniških hiš, od katerih mi je vsaka postregla s svojim odgovorom. Najbolj temeljit odgovor sem posplošila na vse ostale preučevane borznoposredniške hiše. Nepopolne podatke bank o višini devizne klavzule in obrestne mere za evro, ki ju banke dejansko uporabljajo pri izračunu obresti, sem nadomestila s podatki, ki jih objavlja Banka Slovenije oziroma spletna stran Euro, in dopustila možnost, da banka dejansko uporablja kakšen drug podatek. Prav tako nisem dobila popolnega odgovora od Davčne uprave o obračunu davka na glavnico, ki jo izplača obveznica pred dospeljem, saj po njihovih besedah, tega davka najverjetneje ne zaračunavajo. Kljub temu sem pri izračunih želela čimbolj upoštevati dejanske donosnosti, stroške in izračun davkov.

V prvem poglavju sem opisala ključne dejavnike, ki jih mora vsak investitor upoštevati pri oblikovanju svojega portfelja. Drugo poglavje opisuje donosnost in tveganje. V grobem je razdeljeno na dva dela. Prvi del opisuje donosnost in tveganje posamezne naložbe, drugi del pa donosnost in tveganje preučuje z vidika vpliva posameznega vrednostnega papirja na celotno premoženje. Na koncu tega poglavja sem opisala dejavnike, ki zmanjšujejo donosnost in povečujejo tveganje naložb, zato jih morajo investitorji pri odločanju upoštevati, to sta inflacija in davki. Četrto poglavje je namenjeno opisu osnovnih finančnih naložb, in sicer bančnih vlog, obveznic, delnic in vzajemnih skladov. Podpoglavja za predstavitev naložb sledijo tako, da

najprej predstavim značilnosti posamezne naložbe, nato opišem njene različne vrste, pojasnim, kako se naložba vrednoti, kako investitor izračuna njeno donosnost, predstavim tveganje, ki ga nosi naložba, ter provizije, na katere mora biti investitor pozoren pri vrednotenju donosnosti. Peto poglavje sem namenila računanju donosnosti posamezne naložbe na slovenskem finančnem trgu leta 2003. Znanje iz prejšnjih poglavij sem praktično uporabila pri izračunu donosnosti posamezne naložbe. Izračunala sem donosnost naložb, nato pa pri računanju upoštevala tudi donosnost po provizijah, ki jih zaračunavajo borznoposredniške hiše oziroma vzajemni skladi. Na koncu sem preučila še vpliv davkov na donosnost po posameznih davčnih razredih, saj me je zanimalo, koliko se investitorju donosnost pri posamezni naložbi zniža po plačilu vseh stroškov in davkov iz naslova naložbe.

## **1 INVESTIRANJE IN INVESTITORJI**

Investiranje lahko opredelimo kot nalaganje prostih denarnih sredstev v različne naložbe. Investitor svoje odločitve sprejema na podlagi temeljitih analiz, ki mu obljublajo varno glavnico in ustrezen donos. Ločiti ga moramo od špekulanta, ki izkorišča padanje in rast cen na trgu za hitro ustvarjanje dobička (Bogle, 1999, str. 2).

Investitorji kljub analizam niso sposobni določiti prihodnjih investicijskih donosov, vendar lahko na dolgi rok, če je gospodarstvo zdravo in stabilno, pričakujejo ustrezno donosnost (Bogle, 1999, str. 3-7). Pri oblikovanju portfelja naložb morajo nameniti pozornost predvsem štirim elementom investiranja, ki jih lahko nadzorujejo: donosnost, tveganje, stroški in čas. Vlagatelj mora določiti, kakšen donos pričakuje in kakšno tveganje je pripravljen sprejeti. Upoštevati mora tudi stroške investicije, saj le-ti zmanjšajo donos in/ali pa povečajo tveganje. Četrta dimenzija, o kateri se mora odločiti, pa je čas, ki ga mora medsebojno primerjati z ostalimi tremi dimenzijami. Daljše kot je naložbeno obdobje, večje tveganje si investitor lahko privošči. (Bogle, 1999, str. 58-59).

Posamezniki preveč pozornosti namenijo odločitvi, v katero naložbo naj razporedijo prihranke, saj je veliko bolj pomembno odločanje o strateški razporeditvi naložb. Strateška razporeditev naložb pomeni dolgoročno razporeditev prihrankov med osnovne skupine finančnih naložb: delnice, obveznice ter denarne rezerve v obliki bančnih vlog in kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev. Obsežne tuje študije so dokazale, da strateška razporeditev premoženja določa kar 90 do 95 odstotkov celotne dolgoročne donosnosti in tveganja finančnega premoženja (Kleindienst, 2001, str. 28).

Temeljni cilj strateške razporeditve finančnega premoženja je prihranke razporediti med takšne posamezne skupine naložb, da bodo investitorju prinesle ustrezno donosnost ob zanj sprejemljivem tveganju. Vlagatelj s strateško razporeditvijo finančnega premoženja razprši premoženje med različne naložbene skupine, katerih donosnost se v različnih obdobjih razlikuje, zato se tako zmanjša tudi tveganje celotnega premoženja (Kleindienst, 2001, str. 28-29).

Odgovor na vprašanje, kako naj investitor nalaga prihranke, da bo čim lažje in s sprejemljivim tveganjem dosegel svoje finančne cilje, je odvisen od več dejavnikov in je za vsakega investitorja drugačen. Optimalna naložba prihrankov je odvisna od posameznikovega osebnega finančnega profila, ki ga opredeljujejo naslednji ključni dejavniki (Kleindienst, 2001, str. 22):

- finančni cilji;
- posameznikove finančne razmere;
- posameznikov odnos do tveganja;
- znanje in izkušnje.

### **1.1 Finančni cilji ali cilji, ki jih oseba želi doseči z naložbo prihrankov**

Investitor mora najprej določiti, katerega izmed ciljev želi z naložbo prihrankov doseči. Cilje lahko razdelimo v štiri skupine (Kleindienst, 2001, str. 23-30):

1. **Doseči osnovno finančno varnost:** Posameznik se mora zavarovati pred nepričakovanimi izdatki in/ali nepričakovano izgubo dohodka. Sredstva, naložena za doseganje osnovne finančne varnosti, naj bi bila naložena v zelo varne finančne naložbe, kot so bančne vloge in kratkoročni državni vrednostni papirji (Kleindienst, 2001, str. 24-26).
2. **Varčevanje za doseganje kratkoročnih in srednjeročnih ciljev:** V to skupino spadajo finančni cilji, kot so nakup avtomobila, bele tehnike, manjša obnova stanovanja, počitnice in podobno. Njihova pomembna značilnost je, da so navadno dokaj nujni, njihova ročnost je krajša od treh let in ne predstavljajo izdatkov največjih vrednosti. Tudi za doseg te ciljev je priporočljivo varčevati v bančnih vlogah in državnih kratkoročnih vrednostnih papirjih (Kleindienst, 2001, str. 26).
3. **Varčevanje za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev:** Najpomembnejši dolgoročni finančni cilji so varčevanje za dodatno pokojnino, nakup stanovanja ali hiše, nakup drugih nepremičnin večje vrednosti in varčevanje za šolanje otrok. Ti cilji so pomembnejši od kratkoročnih, od njihove uresničitve pa je odvisna blaginja posameznika v prihodnosti. Uspešnost njihovega uresničevanja je zelo odvisna od vrst naložb, v katerih varčuje investitor. Za tako varčevanje so zelo primerni nekoliko bolj tvegani finančni instrumenti, kot so dolgoročne obveznice in zlasti delnice. Investitor lahko v te finančne oblike vlaga neposredno ali posredno prek investicijskega ali pokojninskega sklada (Kleindienst, 2001, str. 26-29).

Raziskave kažejo, da delnice dosegajo na dolgi rok višjo donosnost kot obveznice. Za dolgoročnega investitorja so zato delnice najpomembnejša oblika naložbe, saj na dolgi rok prinašajo najvišji donos in zaščito pred inflacijo. Obveznice so na dolgi rok v portfelju pomembne kot vir uravnavanja dohodka in umirjanja nihanja portfelja delnic (Bogle, 1999, str. 16-17).

4. **Varčevanje za ustvarjanje rednih tekočih dohodkov:** Investicijski cilj varčevanja je, da na podlagi prihrankov ustvarijo dodatne redne dohodke. Za takšen cilj se bodo odločali predvsem posamezniki, ki so opravili že večino nujnih življenjskih nakupov in zbrali dovolj finančnega premoženja za dostojno pokojnino. Za te posameznike je priporočljivo varčevanje v razmeroma varnih obveznicah in delnicah zrelih in stabilnih podjetij, ki izplačujejo razmeroma visoke dividende (Kleindienst, 2001, str. 29).

## **1.2 Posameznikove finančne razmere**

Poleg finančnih ciljev, ki jih vlagatelj želi doseči, so pri oblikovanju posameznikove najugodnejše strateške razporeditve prihrankov pomembne tudi vlagateljeve finančne razmere. Ugodnejše, kot so finančne razmere investitorja, večje tveganje lahko prevzame pri naložbi prihrankov. Osebnne finančne in premoženjske razmere so odvisne od (Kleindienst, 2001, str. 30):

- tega, koliko redni dohodki investitorja zadoščajo za pokrivanje nujnih življenjskih izdatkov;
- višine zbranega premoženja;
- števila vzdrževanih gospodinjstskih članov;
- kratkoročnih finančnih ciljev;
- stabilnosti zaposlitve in
- verjetnosti nepričakovanih izdatkov.

## **1.3 Posameznikov odnos do tveganja**

Teorija gradi na predpostavki, da so posamezniki tveganju nenaklonjeni in so večje tveganje pripravljene sprejeti le, če imajo zato večjo korist, kar v praksi tudi drži. Vendar se posamezniki močno razlikujejo po tem, koliko tveganja so pripravljene sprejeti. Nekateri se zlahka odločajo, da so njihovi prihranki izpostavljeni vsakodnevni nihanjem tečajev delnic, medtem ko drugi svoje prihranke raje naložijo v varnejše naložbe. Kljub temu naj posameznikov odnos do tveganja ne bi imel prevladujočega vpliva na njegovo strateško razporeditev premoženja (Kleindienst, 2001, str. 30).

## **1.4 Znanje in izkušnje**

Od investitorjev, ki so sicer podobni v vseh drugih elementih, ki vplivajo na priporočljivo razporeditev finančnega premoženja, naj bi tisti, ki imajo z investiranjem v bolj tvegane finančne instrumente manj izkušenj, oblikovali manj tvegano sestavo premoženja kot tisti, ki imajo bogate izkušnje in dobro znanje. Vendar naj posameznikove izkušnje z naložbo prihrankov v različne finančne oblike in poznavanje naložb ne bi imele večjega vpliva na investitorjevo razporeditev prihrankov. Nenazadnje lahko tudi investitorji, ki imajo le osnovno investicijsko znanje, poiščejo pomoč pri finančnih svetovalcih (Kleindienst, 2001, str. 30-31).

## **2 DONOSNOST IN TVEGANJE**

### **2.1 Donosnost**

Donos lahko definiramo kot denarno izražen uspeh investiranja (Berk, 2001, str. 58). Donosnost opredelimo kot razmerje med denarnim donosom in ceno naložbe (Mramor, 1999, str. 25).

Donosnost naložb je sestavljena iz obresti ali dividende in iz kapitalskega dobička. V realnosti se običajno cena naložbe stalno spreminja, zato je ponavadi glavni faktor donosnosti sprememba med nakupno in prodajno ceno naložbe (Macrae, 1997, str. 13-15).

Obresti in dividende so izplačane v denarju, višja tržna vrednost naložbe pa za investitorja ne pomeni nujno prejetega denarnega toka. Pri izračunu donosnosti moramo upoštevati, da je kapitalski dobiček realiziran šele, ko naložbo prodamo (Macrae, 1997, str. 13-15).

### **2.2 Tveganje**

Investicijsko tveganje je definirano kot verjetnost, da dosežemo nizek ali negativen donos. Čim večja je verjetnost, da dosežemo nizek ali negativen donos, bolj tvegana je naložba. Netvegane naložbe so tiste, pri katerih je pričakovana donosnost enaka dejanski, tvegana sredstva pa ponavadi prinašajo višji ali nižji donos od pričakovanega. Racionalni investitorji niso naklonjeni tveganju, zato se rajši odločajo za manj tvegane naložbe. Večjo negotovost so pripravljene sprejeti le, če je pričakovana stopnja donosa dovolj velika, da odtehta večje tveganje (Brigham, 2002, str. 21). Tveganje in donosnost sta zato sorazmerno povezana, saj naj bi imele bolj tvegane naložbe višjo donosnost od manj tveganih.

Tveganje in donosnost finančnih sredstev lahko analiziramo na dva načina (Brigham, 2002, str. 21):

- tveganje in donosnost posamezne naložbe;
- tveganje in donosnost premoženja.

#### **2.2.1 Tveganje in donosnost posamezne naložbe**

Tveganje posameznega vrednostnega papirja opredelimo kot tisto tveganje, ki ga sprejme investitor, če vложи vse svoje prihranke samo v eno naložbo, na primer v delnico enega podjetja (Brigham, 2002, str. 21). Negotovost posamezne naložbe lahko kvantificiramo z verjetnostno porazdelitvijo (Bodie, 1999, str. 132). Verjetnostna porazdelitev prikazuje možne prihodnje dogodke ter verjetnost, da bodo ti dogodki nastali. S pomočjo verjetnostne porazdelitve lahko investitor izračuna pričakovano stopnjo donosa tako, da vsakega od možnih donosov pomnoži z verjetnostjo njegovega dogodka. Pričakovana stopnja donosa je najbolj verjetna donosnost, ki jo lahko investitor pričakuje, predstavlja pa tehtano povprečje možnih stopenj donosa (Berk, 2001, str. 60). V spodnji enačbi smo označili možno donosnost s  $k_i$ ,  $P_i$  pa predstavlja verjetnost za nastanek te donosnosti (Brigham, 2002, str. 23).

$$\text{Pričakovana stopnja donosa} = \hat{k} = \sum_{i=1}^n P_i k_i$$

Mero tveganja verjetnostne porazdelitve prikazujeta varianca in standardni odklon. Standardni odklon je tehtano povprečje odklonov od pričakovane stopnje donosov in meri, koliko lahko pričakujemo, da bo dejanska vrednost odstopala od pričakovane vrednosti. Manjši kot bo standardni odklon naložbe, ožja bo verjetnostna porazdelitev, saj bodo možne donosnosti bližje pričakovani stopnji donosa, zato bo tveganje manjše (Brigham, 2002, str. 24-27).

$$\text{Varianca} = \sigma^2 = \sum_{i=1}^n (k_i - \hat{k})^2 P_i$$

$$\text{Standardni odklon} = \sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (k_i - \hat{k})^2 P_i}$$

Varianco ali standardni odklon kot mero tveganja je smiselno uporabljati, če se možne stopnje donosov porazdeljujejo približno skladno z normalno porazdelitvijo. Ob tej predpostavki je verjetnost, da se bo dejanska donosnost nahajala v pasu  $\pm 1\sigma$ , 68,26-odstotna, verjetnost v pasu  $\pm 2\sigma$  je 95,46-odstotna in v pasu  $\pm 3\sigma$ , 99,74-odstotna (Berk, 2001, str. 61).

Če imamo na voljo pretekle podatke, lahko standardni odklon naložbe ocenimo s spodnjo enačbo, kjer  $\bar{k}_t$  pomeni pretekle realizirane stopnje donosa v obdobju  $t$ ,  $\bar{k}_{Avg}$  pa označuje povprečno letno stopnjo donosa v zadnjih  $n$  letih (Brigham, 2002, str. 27):

$$\text{Pričakovani } \sigma = S = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (\bar{k}_t - \bar{k}_{Avg})^2}{n-1}}$$

Pretekli standardni odklon se pogosto uporablja za ocenjevanje prihodnjega standardnega odklona in je dobra mera za določanje prihodnjega tveganja, saj je velika verjetnost, da se bo pretekla variabilnost ponovila. Na drugi strani pa je manj pogosto in večinoma nepravilno, da pretekle stopnje donosov uporabimo za ocenjevanje prihodnje donosnosti, saj je neprimerno pričakovati, da so pretekle donosnosti najboljša podlaga za napovedovanje prihodnjih donosnosti (Brigham, 2002, str. 27).

Če želimo primerjati tveganje med dvema različnima naložbama z različnima pričakovanima stopnjama donosa, moramo za mero tveganja uporabiti koeficient variacije, ki meri tveganje na enoto donosnosti (Brigham, 2002, str. 28):

$$\text{Koeficient variacije} = KV = \frac{\sigma}{\hat{k}}$$

## 2.2.2 Tveganje in donosnost premoženja

V realnosti večina finančnih sredstev nastopa kot del celotnega portfelja investitorja. Vlagatelja v tem primeru zanima, kakšni so donosi in tveganje celotnega premoženja. Pri posamezni naložbi se osredotoči na vprašanja, kako se bosta spremenila donosnost in tveganje celotnega premoženja, če vanj vključi posamezno delnico (Brigham, 2002, str. 30-31).

Pričakovani donos premoženja, naloženega v različne naložbe  $\hat{k}_p$ , izračunamo po spodnji enačbi, kjer smo z  $w_i$  označili deleže posamezne naložbe v portfelju, s  $k_i$  pa pričakovane stopnje donosov  $i$ -te naložbe (Brigham, 2002, str. 31):

$$\hat{k}_p = \sum_{i=1}^n w_i \hat{k}_i$$

Iz enačbe vidimo, da je pričakovana stopnja donosa celotnega premoženja tehtana aritmetična sredina pričakovanih donosov posameznih naložb, kjer so uteži deleži celotnega premoženja, ki so naloženi v posamezno naložbo (Mramor, 2000, str. 84).

Tveganje celotnega premoženja pa je manjše od tehtane aritmetične sredine tveganja posameznih naložb, vključenih v portfelj. Če teoretično kombiniramo v portfelj v enakem razmerju dve naložbi, ki sta vsaka zase precej tvegani, lahko kljub temu dosežemo, da bo celotno tveganje nič. Tveganje premoženja je namreč odvisno od tega, kako so povezani donosi različnih možnih tveganih naložb (Brigham, 2002, str. 32). Povezanost donosov posameznih naložb merimo s kovarianco ali korelacijskim koeficientom (Mramor, 2000, str. 85-86). Če imamo v portfelju v enakem razmerju naložbi, ki sta v popolni negativni korelaciji, to pomeni, da se gibljeta nasproti ciklično (ko donosnost ene naložbe pade, se za enak znesek poveča donosnost druge naložbe), je tveganje enako nič. Vzemimo drugi primer, kjer sta naložbi v popolnoma pozitivni korelaciji. Donosnost naložb se giblje popolnoma enako navzgor in navzdol, kar pomeni, da je celotno tveganje premoženja enako kot pri posamezni naložbi (Brigham, 2002, str. 32).

### 2.2.2.1 Sistematično in nesistematično tveganje

V realnosti je težko najti naložbe, katerih donosnosti so v negativni korelaciji. Večina donosov se giblje navzgor, ko je nacionalna ekonomija močna, in navzdol, ko gre gospodarstvu slabo, kar pomeni, da je tveganje prisotno tudi v velikih, dobro razpršenih portfeljih (Brigham, 2002, str. 36). Empirične raziskave so pokazale, da diverzifikacija premoženja v dodatne naložbe zmanjšuje variabilnost donosov premoženja, vendar pa se učinki razpršitve hitro zmanjšujejo z številčnejšimi naložbami (Mramor, 2000, str. 87). Tveganje, ki ga z razpršitvijo naložb lahko odstranimo, se imenuje nesistematično tveganje. Povzročajo ga na primer tožbe, neuspešni in uspešni prodajni programi, pridobitev ali izguba pomembne pogodbe, stavke in drugo. Na drugi strani sistematičnega tveganja z diverzifikacijo ni mogoče odpraviti, saj faktorji, kot so vojna, inflacija, recesija in podobno, vplivajo skoraj na vsa podjetja. Dejstvo, da je velik del tveganja

posamezne naložbe možno odpraviti z diverzifikacijo premoženja, je za investitorja zelo pomembno, saj bo racionalen vlagatelj tako tveganje zmanjšal (Brigham, 2002, str. 36-37).

### 2.2.2.2 CAPM model

CAPM model je eno izmed orodij s pomočjo katerega lahko analiziramo odnos med tveganjem in stopnjo donosa v portfelju. Model se je najprej razvil za preučevanje navadnih delnic, zato je teorija napisana v tem kontekstu, vendar pa se je v praksi razširil tudi na druga področja.

#### Beta koeficient

Model temelji na sklepu, da je potrebno pri posamezni delnici upoštevati le tisti del tveganja naložbe, ki prispeva k celotnemu tveganju dobro razpršenega portfelja. V teoriji za dobro razpršeni portfelj predpostavimo tržni portfelj. Iz tega sledi, da je pri posamezni delnici pomemben le tisti del tveganja, ki ga prispeva k tržnemu portfelju. Ta del tveganja posamezne delnice merimo z beta koeficientom, ki ga izračunamo po spodnji formuli (Brigham, 2002, str. 39-40):

$$b_i = \left( \frac{\sigma_i}{\sigma_M} \right) r_{iM}$$

$b_i$  – koeficient beta

$\sigma_i$  – standardni odklon pričakovanih donosov  $i$ -te delnice

$\sigma_M$  – standardni odklon pričakovanih donosov tržnega portfelja

$r_{iM}$  – korelacijski koeficient med  $i$ -to delnico in tržnim premoženjem

Iz enačbe je razvidno, da bodo imele delnice z visokim standardnim odklonom pričakovanih donosov visok koeficient beta, kar je logično, saj delnica, ki je zelo tvegana, prispeva veliko tveganja k celotnemu portfelju. Beta je višja tudi, če je korelacijski koeficient med  $i$ -to delnico in celotnim premoženjem visok, saj to pomeni, da takšna delnica z diverzifikacijo ne pripomore veliko k manjšemu tveganju (Brigham, 2002, str. 40).

Beta meri volatilnost delnic v razmerju do povprečne delnice na trgu, ki ima po definiciji beta 1. Delnicam, ki imajo pozitivno beto, naj bi donosnost narasla takrat, ko celoten trg delnic raste. Kljub temu lahko specifični dejavniki podjetja povzročijo, da se kljub rasti delniškega trga donosnost delnice zniža. Teoretično je mogoče, da imajo delnice tudi negativno beto. V tem primeru naj bi cena delnice rasla, medtem ko bi cene ostalih delnic padale, v praksi pa takšnih delnic ne poznamo (Brigham, 2002, str. 40-41).

#### Tržno premoženje

CAPM model predpostavlja investitorjevo željo optimizirati svoj portfelj, kar povzroči, da so portfelji vseh vlagateljev enaki in so enaki tudi tržnemu portfelju (Bodie, 1999, str. 253-254).

Tržno premoženje ima po predpostavki koeficient beta 1. Če tržnemu premoženju dodamo delnico, ki ima višji koeficient beta od 1, povečujemo tveganje portfelja. Če mu dodamo delnico z nižjim koeficientom, tveganje zmanjšujemo. Portfelj, ki je sestavljen iz delnic z nizkimi betami, bo imel kot celota nizek koeficient beta, saj je beta portfelja enaka tehtani aritmetični sredini koeficientov posameznih delnic (Brigham, 2002, str. 41-43).

### Tržna premija za tveganje

Tržna premija za tveganje  $RP_M$  predstavlja premijo, ki jo investitorji zahtevajo, da sprejmejo tveganje, višje od povprečnega na trgu. Če s  $k_M$  označimo zahtevano stopnjo donosa na portfelj tržnega premoženja in s  $k_{RF}$  netvegano obrestno mero, dobimo spodnji zapis (Brigham, 2002, str. 48-49):

$$RP_M = (k_M - k_{RF})$$

Premijo za tveganje posamezne delnice dobimo tako, da tržno premijo za tveganje pomnožimo z beta koeficientom, ki meri tveganje posamezne delnice (Brigham, 2002, str. 49).

$$\text{Premija za tveganja } i\text{-te delnice} = RP_i = (RP_M) b_i$$

Zahtevana stopnja donosa za vsako naložbo je kumulativa netvegane stopnje donosa in premije za tveganje (Brigham, 2002, str. 49).

S pomočjo opisanih pojmov lahko v nadaljevanju zapišemo CAPM model (Brigham, 2002, str. 49):

$$k_i = k_{RF} + (k_M - k_{RF}) b_i$$

$k_i$  – zahtevana stopnja donosa za  $i$ -to delnico

$k_{RF}$  – netvegana stopnja donosa

$(k_M - k_{RF})$  – tržna premija za tveganje

$b_i$  – beta  $i$ -te delnice

CAPM model deluje na določenih predpostavkah, ki jih povzemam v nadaljevanju:

- Trg je popolnoma konkurenčen, na njem je veliko investitorjev, katerih investirani vložek je relativno majhen v primerjavi z vsemi naložbami. Posamezni investitor ne more vplivati na tržno ceno (Bodie, 1999, str. 251).
- Vsi investitorji načrtujejo držati naložbo za enak čas (Bodie, 1999, str. 251).
- Investitorji so omejeni z investiranjem tržne finančne naložbe, kot so delnice, obveznice. Ta predpostavka izključuje investiranje v netržna sredstva, kot je na primer človeški kapital. Vsi vlagatelji lahko neomejeno vlagajo in si sposojajo sredstva po netvegani obrestni meri (Bodie, 1999, str. 251).
- Vlagatelji ne plačujejo davkov in transakcijskih stroškov (Bodie, 1999, str. 251).

- Na trgu kapitala prevladujejo investitorji, ki so tveganju nenaklonjeni in se obnašajo racionalno, tako da vedno poskušajo maksimirati donosnost naložb ob danem tveganju (Mramor, 2000, str. 100).
- Vsi investitorji analizirajo vrednostne papirje enako, zato imajo enako mnenje o verjetnostni porazdelitvi bodočih denarnih tokov in pričakovani donosnosti (Bodie, 1999, str. 251-252).

Posamezni avtorji so dokazali, da držijo tudi prirejene različice modela CAPM, ki upoštevajo razlike med vlagatelji, ki jih vodijo, da oblikujejo različne portfelje. Brennan je na primer preučeval vpliv različnih davčnih stopenj na tržno ravnotežje, Mayers pa je ugotavljal vpliv netržnih sredstev, kot je na primer človeški kapital. Oba sta ugotovila, da kljub temu da za posameznega investitorja tržno premoženje ni več optimalno, lahko odnos med beta koeficientom in donosnostjo v spremenjeni različici še vedno drži (Bodie, 1999, str. 259).

Na drugi strani obstaja veliko raziskovalcev, ki dvomijo o pravilnosti modela CAPM in menijo, da ga ni mogoče zanesljivo empirično testirati. Po mnenju nekaterih je premoženje, sestavljeno iz delnic, ki kotirajo na borzi, nereprezentativen vzorec teoretično pravilnega premoženja, ki ga sestavljajo naložbe, zato je izračun tveganja naložbe s pomočjo tega vzorca neustrezen. Eno izmed rešitev tega problema ponuja arbitražna teorija določanja cen (Mramor, 2000, str. 104).

### **APT model**

Arbitražna teorija določanja cen gradi na predpostavki, da na tveganje naložbe vpliva več faktorjev in ne samo tržno premoženje. Ti faktorji so lahko stopnja inflacije, obseg industrijske proizvodnje, gibanje obrestnih mer, cene nafte in drugo. Vsakemu od njih določi neko premijo za tveganje in sistematično tveganje, ki je izmerjeno kot občutljivost donosnosti posamezne naložbe na vrednosti faktorja tveganja. Če označimo z  $\lambda_j$  premije za tveganje, ki se nanašajo na posamezne faktorje, z  $\beta_{i,j}$  pa koeficiente občutljivosti donosnosti naložbe na vsakega izmed  $n$  faktorja tveganja, je splošna enačba APT zapisana takole (Mramor, 2000, str. 105):

$$r_i = r_f + \beta_{i,1} * \lambda_1 + \beta_{i,2} * \lambda_2 + \dots + \beta_{i,n} * \lambda_n$$

Empirične raziskave kažejo, da je ta model boljši od CAPM modela, vendar ostaja tudi v zvezi z APT še vrsta teoretičnih in praktičnih problemov (Mramor, 2000, str. 105).

### **Fama-French tri-faktorski model**

Tudi Eugene Fama in Kenneth French sta raziskovala pravilnost modela CAPM. Predpostavila sta, da na donosnost delnic vplivajo trije faktorji. Prvi je koeficient beta, ki meri tržno tveganje delnice, o čemer smo že govorili. Druga spremenljivka je velikost podjetja, merjena s tržno vrednostjo lastniškega kapitala (market value of its equity – MVE). Sklepala sta namreč, da so manjša podjetja bolj tvegana od večjih, zato sta predvidevala, da imajo višjo donosnost. Zadnjo spremenljivko sta določila tako, da sta knjigovodsko vrednost lastniškega kapitala delila z njegovo tržno vrednostjo (book-to market ratio – B/M). Razmišljala sta, da so investitorji

optimistični o prihodnjih donosih delnice, če je tržna cena kapitala višja od knjigovodske in obratno. Delnica z visokim B/M kvocientom naj bi bila bolj tvegana, zato naj bi investitorji zanjo zahtevali višjo donosnost (Brigham, 2002, str. 54, 92). Po testiranju modela sta ugotovila, da so majhna podjetja in tista z visokim kvocientom B/M dosegala višje donose od povprečnih delnic, vendar nista našla povezave med koeficientom beta in donosnostjo delnice (Brigham, 2002, str. 92). V nadaljevanju sta zapisala svoj tri-faktorski model, ki temelji na njunih študijah. V njem sta upoštevala kot prvi faktor premijo za tržno tveganje, poleg tega pa še velikost podjetij in kvocient B/M (Brigham, 2002, str. 92-93). Tudi za Fama-French model je bilo opravljenih veliko študij, ki so ovrgle njegovo pravilnost (Brigham, 2002, str. 94).

### **Alternativna teorija tveganju in donosnosti**

Poznamo tudi nekatere druge teorije, ki so ovrgle pravilnost CAPM modela. Nekateri menijo, da imajo delnice kratkoročen zagon, kar pomeni, da bodo tiste delnice, ki so rasle v preteklosti, tudi v prihodnosti na kratek rok rasle in obratno. Na drugi strani pa obstajajo zagovorniki, ki menijo, da imajo delnice dolgoročne preobrate. Delnice, ki so v preteklih petih letih dosegale slabe rezultate, naj bi v prihodnosti dosegale višje donose od povprečja. Obratno velja za delnice, ki so imele v preteklih letih visoke donose (Brigham, 2002, str. 94).

V odgovor na takšne raziskave se je razvila nova smer financ, in sicer vedenjske (behavioristične) finance. Opirajo se na dejstvo, da v psihologiji obstaja veliko dokazov, ki potrjujejo, da se ljudje ne obnašamo racionalno. Večina ljudi ima na primer v sebi močno željo, da se izogne realizirati izgubo. Investitorji, ki dosežejo dobiček, prodajajo naložbe pogosteje kot tisti, ki so realizirali izgubo, čeprav je to zanje z vidika davkov neugodno. Raziskave potrjujejo tudi, da ljudje precenjujejo svoje sposobnosti v primerjavi z drugimi. Pogosto posamezniki svoje neuspehe upravičujejo z nesrečnim dnevom, uspehe pa povezujejo s svojimi spretnostmi (Brigham, 2002, str. 94-95).

Behavioristične teorije domnevajo, da osebno precenjevanje in nagnjenost k pripisovanju uspehov sebi povzročajo volatilnost trga delnic, kratkoročni zagon in dolgoročne preobrate. Gradijo na domnevah, da donosnost delnic odraža neracionalno in predvidljivo človeško obnašanje (Brigham, 2002, str. 95).

### **Januarski efekt**

Ena izmed večjih anomalij hipoteze učinkovitega trga je efekt majhnih podjetij, ki ga je preučeval Rolf Benz. Ugotovil je, da celotna donosnost in tveganju prilagodljivi del stopnje donosa z naraščanjem relativne velikosti podjetja pada. Kasnejše raziskave<sup>1</sup> so pokazale, da se

---

<sup>1</sup> Keim, 1983; Reinganum, 1983; Blume, Stambaugh, 1983.

efekt majhnega podjetja popolnoma pokaže januarja, točneje v prvih dveh tednih leta. Empirična raziskava, ki jo je izvedel Keim, je pokazala, da v prvih petih dneh januarja povprečna premija za majhna podjetja zraste za 8,16 %. Nekateri raziskovalci efekt pojasnjujejo s prodajo vrednostnih papirjev, ki so realizirali kapitalsko izgubo pred koncem leta zaradi davka. V začetku leta investitorji ponovno kupujejo vrednostne papirje, kar povzroči rast cen. Januarski efekt se bolj pokaže na majhnih podjetjih, katerih cena delnic je bolj spremenljiva. Mnogi avtorji menijo, da je ta teorija pomanjkljiva (Bodie, 1999, str. 347-349).

### 2.2.3 Vpliv inflacije na donosnost

Inflacija predstavlja rast ravni cen na splošno, stopnja rasti inflacije pa prikazuje spremembo ravni cen. V Sloveniji inflacijo merimo z indeksom cen življenjskih potrebščin, s katerim merimo spremembe drobnoprodajnih cen izdelkov in storitev, ki jih domače prebivalstvo namenja nakupom predmetov končne porabe doma in v tujini. Statistični urad Slovenije je zabeležil, da so se pri nas leta 2003 cene življenjskih potrebščin zvišale za 4,6 % oziroma povprečno za 5,6 % (Objava inflacije za leto 2003, 2004).

Investitor mora pri vrednotenju donosnosti naložbe razlikovati med nominalno stopnjo donosa, ki pomeni stopnjo rasti v naložbo vložnega denarja, in realno stopnjo donosa, ki upošteva stopnjo rasti posameznikove kupne moči (Bodie, 1999, str. 128-129). Razlika med njima se kaže v inflaciji. Če je le ta visoka, nas lahko tudi relativno visoki donosi vrednostnih papirjev zavedejo, da smo tudi realno zaslužili (Čadež, 2000, str. 254). Šele donos, ki je po plačilu davkov večji od inflacije, pomeni realno povečanje naložbe (Macrae, 1997, str. 31-32). Če poznamo nominalno donosnost  $R$  in inflacijo  $i$ , lahko realno donosnost izračunamo po spodnji enačbi (Bodie, 1999, str. 129):

$$r = \frac{R - i}{1 + i}$$

Če je inflacija nizka, dobimo dober približek, če uporabimo naslednjo enačbo (Bodie, 1999, str. 128):

$$r = R - i.$$

Realna donosnost po davkih je približno enaka nominalni donosnosti po davkih  $r(I - t)$  minus stopnja inflacije  $i$  (Bodie, 1999, str 131-132):

$$R(I - t) - i = (r + i)(I - t) - i = r(I - t) - i t$$

Če je inflacija zelo visoka, so naložbe, ki prinašajo fiksni donos, manj privlačne, saj obstaja nevarnost, da bo inflacija izničila celotno donosnost investicije (Macrae, 1997, str. 31-32). Zaradi nevarnosti, da bi inflacija izničila celotni donos, imajo nekatere naložbe obrestno mero sestavljeno iz variabilnega dela, ki upošteva inflacijo, in nekega vnaprej določenega fiksnega donosa.

S stališča inflacije so bolj privlačna naložba delnice, saj imajo lastniki delnic možnost, da bodo del izgube donosnosti zaradi inflacije pokrili z dividendami ali višjim kapitalskim dobičkom. Zato veliko finančnikov meni, da so obveznice na dolgi rok nezaželena oblika investiranja in so s tega stališča delnice bolj zanimiva naložba. Kljub temu ni priporočljivo imeti svojega portfelja sestavljenega iz samih delnic. Obveznica je manj tvegana naložba kot delnica, vendar se mora investitor pred možnostjo visoke inflacije zavarovati. Seveda tu ni zagotovila, da bo delnica varovala naložbo pred inflacijo, vendar s stališča inflacije zagotavlja večjo varnost kot obveznica (Bogle, 1999, str. 15-16).

#### **2.2.4 Vpliv davkov na donosnost**

Davčni sistemi so namenjeni doseganju ciljev socialne in ekonomske politike ter spodbujanju in zaviranju določene dejavnosti. Davki tako izkrivljajo dejansko stanje, zato morajo investitorji pri svojih odločitvah neprestano tehtati davčne prednosti in slabosti. Davki torej predstavljajo za investitorja pomembno komponento tveganja, pri čemer se negotovost poveča, če so spremembe davčne politike pogoste (Veselinovič, 1991, str. 156-157).

Davke na donose vrednostnih papirjev posamezniki plačujejo z dohodnino. Obdavčljiva osnova pri dohodnini je sestavljena iz dohodkov, ki jih posameznik pridobi v koledarskem letu (Kač, 2001, str. 62), zmanjšana za priznane stroške ter olajšave (Čok, 2002, str. 22-23). V Sloveniji imamo šest dohodninskih razredov, pri katerih davčne stopnje naraščajo po stopničasti progresiji po stopnjah: 17 %, 35 %, 37 %, 40 %, 45 % in 50 % (Čok, 2002, str. 26). Posameznik je obdavčen po stopnji glede na razred, kateremu pripada po višini vseh svojih dohodkov. Premožnejši so obdavčeni po višji stopnji kot posamezniki z nižjim dohodkom.

Pri vrednostnih papirjih sta posebej obračunana davek od prodaje kapitala in davek na dohodek (Sluga, 2000, str. 446).

#### **Davek na kapitalski dobiček**

Osnova za davek od dobička iz kapitala je razlika med prodajno ceno kapitala in valorizirano vrednostjo kapitala v času pridobitve (Davki – predpisi in pojasnila, 2004). Pri tem se obdavčuje samo dobiček od tistega kapitala, pri katerem so od nabave do prodaje minila manj kot tri leta. Davčna stopnja za obračun davka od dobička prodaje vrednostnega papirja znaša 30 odstotkov, vendar pri obračunavanju dohodnine vsak posameznik plača po svoji individualni stopnji, pri tem pa se upošteva že plačana akontacija (Sluga, 2000, str. 446). Davek na kapitalski dobiček se v Sloveniji zaračunava tako za delnice kakor tudi za obveznice. Znesek, ki ga posameznik uporabi za nakup delnic, je mogoče uporabiti za zmanjšanje davčne osnove, kar lahko z drugimi olajšavami znaša največ 3 odstotke. Enako velja tudi za obveznice, vendar samo za tiste, katerih izdajatelj je Republika Slovenija (Sluga, 2000, str. 447-448). Pri plačilu davka na kapitalski dobiček je možna kompenzacija dobička, doseženega s prodajo ene vrste kapitala, z izgubo, doseženo pri prodaji druge vrste kapitala (Davki – predpisi in pojasnila, 2004).

## **Davek na dohodek**

Dohodke od premoženja razdelimo na dohodke od obresti, udeležbe pri dobičku in dohodke oddajanja premoženja v najem (Čok, 2002, str. 24). Po Zakonu o dohodnini so v Sloveniji obdavčene le obresti na posojila, dana fizičnim in pravnim osebam (Sluga, 2000, str. 448). Obresti od obveznic in obresti od hranilnih vlog v Sloveniji niso obdavčene (Davki – predpisi in pojasnila, 2004). Pričakujemo, da bo z vstopom Slovenije v EU začel veljati nov zakon o dohodnini, ki bo obdavčil tudi te obresti.

Osnova pri dohodku od udeležbe v dobičku je prejemek od udeležbe v dobičku (dividenda), povečana za plačano akontacijo po zakonu o davku od dobička pravnih oseb, zmanjšana za 40 % (Davki – predpisi in pojasnila, 2004). S takšnim postopkom se omilijo posledice dvojnega obdavčevanja (Čok, 2002, str. 24-25). Lastniški kapital je v Sloveniji obdavčen dvakrat, z davkom od dobička na ravni podjetja, nato pa so z dohodnino obdavčene prejete dividende (Stanovnik, 2002, str. 126). Davčna stopnja znaša 25 odstotkov, tudi tu pa pride do plačila davka po individualni stopnji glede na dohodninski razred, ki mu posameznik pripada (Sluga, 2000 str. 447).

## **Vzajemni skladi**

Vzajemni skladi v nasprotju z investicijskimi družbami niso pravna oseba, zato niso zavezani za plačilo davka od dobička pravnih oseb. Vlagatelji plačajo davek od kapitalskega dobička, če prodajo investicijski kupon v prej kot treh letih, tako kot velja za vse ostale posle z vrednostnimi papirji. Tudi pri vzajemnih skladih se obveznost plačila davka obračuna pri odmeri dohodnine (Berk, 2001a, str. 54).

## **3 FINANČNE NALOŽBE**

### **3.1 Bančne vloge**

Banke so depozitno-finančne ustanove, ki sprejemajo vloge varčevalcev, se zadolžujejo še na druge načine in na tej podlagi dajejo posojila (Ribnikar, 1999, str. 205). Bančna vloga ali depozit pomeni, da vlagatelj položi denar na bančni račun, banka pa se pogodbeno obveže, kdaj mu bo denar vrnila in kakšne obresti bo plačala za to, da ta denar upravlja (Pirtovšek, 2001, str. 49).

#### **3.1.1 Vrste bančnih vlog**

Bančne vloge razdelimo na vloge na vpogled in vezane vloge (Pirtovšek, 2001, str. 49). Pri prvih lahko imetnik bančnega računa z denarjem upravlja tekoče, zato so obrestne mere nižje. Pri vezanih vlogah lahko denar dobimo šele po preteku obdobja, za katerega smo se dogovorili z banko, zato je v tem času denar za imetnika računa nelikviden, v zameno pa dobi višje obresti (Prohaska, 1999, str. 43-44). Obrestna mera narašča z dnevi vezave denarja in z večanjem

vloženega zneska (Pirtovšek, 2001, str. 49). Za kratkoročno varčevanje je obrestna mera običajno fiksna, za dolgoročna varčevanja pa se spreminja (Balkovec, 2000, str. 57).

Banke so najprimernejša oblika kratkoročnega varčevanja, od treh mesecev do enega leta. Nesmiselno je namreč za tako kratek čas investirati manjše zneske na trgu kapitala, kjer moramo plačevati provizijo in davke, poleg tega pa smo izpostavljeni tveganju, da bo naša naložba dosegla negativen donos.

### **3.1.2 Tveganje bančnih vlog**

Denar, naložen v banki, sodi med najmanj tvegane naložbe. Varčevalec že vnaprej ve, kakšna je donosnost in likvidnost naložbe (Balkovec, 2000, str. 57). Slovenske poslovne banke nadzoruje Banka Slovenije. Centralna banka postavlja določene minimalne zahteve, ki naj bi jih banke pri poslovanju dosegale, omejuje prevzemanje tveganj s strani bank ter v primeru večjih nepravilnosti banki odvzame dovoljenje za poslovanje (Dimovski, 2000, str. 31). Tveganje poslovanja komercialne banke prevzemajo nase njeni lastniki s svojim kapitalom, vendar zagotavlja kapital le kratkoročno kritje, dolgoročno črpanje sredstev iz naslova kapitala za poplačilo bančnih depozitov pa z veliko verjetnostjo vodi v propad banke (Dimovski, 2000, str. 103-104). V primeru stečaja banke pri bančnih vlogah obstaja sistem jamstva, ki ga pri drugih finančnih naložbah ni (Pirtovšek, 2001, str. 49-50). Sredstva na računih vlagateljev so do določene višine zavarovana. V Sloveniji za vloge jamčijo preostale banke in hranilnice na območju naše države do višine 5.100.000 SIT (Jamstvo vlog BS, BS 2004). Sistem jamstva zmanjšuje verjetnost množičnih dvigov vlog iz bank in povečuje zaupanje prebivalstva v bančni sistem (Pirtovšek, 2001, str. 50).

### **3.2 Obveznice**

Obveznica je dolgoročni dolžniški vrednostni papir, s katerim se izdajatelj obveže, da bo osebi, navedeni na njej oziroma prinosniku obveznice, določenega dne izplačal na obveznici naveden znesek, v tem času pa mu bo plačeval pogodbeno določene obresti. Izdajo jih lahko država, občine, finančne institucije ali podjetja (Novak, 2000, str. 43).

Navadna obveznica zavezuje izdajatelja, da izplača obresti enkrat ali večkrat na leto, ob dospelosti obveznice pa se poleg zadnjega obroka obresti izplača še glavnica (Bodie, 1999, str. 401).

Dospelost obveznice je datum, ko je njena celotna nominalna vrednost izplačana. Nominalna vrednost pomeni višino denarja, ki ga je imetnik obveznice posodil izdajatelju in je enaka glavnici. Kuponske obresti, ki predstavljajo višino enkratnega izplačila obresti, dobimo tako, da kuponsko obrestno mero pomnožimo z nominalno vrednostjo obveznice. Obrestna mera je ponavadi fiksna, poznamo pa tudi obveznice s spremenljivo obrestno mero, ki investitorja obranijo pred tveganjem povišanja obrestne mere na trgu. Spremenljive obrestne mere so vezane na neko obrestno mero na trgu in se usklajujejo periodično, skladno s spremembami na trgu.

### 3.2.1 Vrste obveznic

Brezkuponske obveznice ne izplačujejo kuponov, temveč se ob izdaji prodajo po diskontni ceni. Donos za imetnika takšne obveznice predstavlja razlika med nakupno vrednostjo in glavnico. Večina podjetij izdaja obveznice z možnostjo odpoklica, ki daje izdajatelju pravico, da se lahko v primeru znižanja tržne obrestne mere zadolži ceneje ali odplača obveznice predčasno. Predčasen odpoklic obveznice je za investitorja neugoden, zato prinašajo takšne obveznice dodatno premijo za odpoklic in posledično višje obresti. Zamenljive obveznice so vrednostni papirji, ki ponujajo imetniku opcijo, da jih lahko zamenja v delnice po vnaprej določeni ceni. Ker dajejo lastniku možnost, da ob rasti cene delnic ustvari kapitalski dobiček, prinašajo nižje obresti. Dohodkovne obveznice so vezane na poslovni uspeh podjetja in izplačujejo obresti le, če je podjetje ustvarilo dovolj dobička, zato so z vidika investitorja bolj tvegane. Indeksirane obveznice so pogoste v državah z visoko inflacijo. Kuponske obresti so vezane na indeks, ki meri inflacijo, kot na primer na indeks rasti cen življenjskih potrebščin, kar imetnika obveznice obvaruje pred visoko inflacijo (Brigham, 2002, str. 102-106). Pri nas poznamo obveznice, pri katerih se revalorizacija glavnice pripisuje nominalni vrednosti, na tako revalorizirano glavnico pa se potem izplačuje realni del obresti. Imamo tudi obveznice, pri katerih se revalorizacija glavnice ne pripisuje nominalni vrednosti, temveč jih štejemo k obrestim, realni del obresti pa se izračuna glede na nominalno vrednost glavnice. Ob osamosvojitvi Slovenije so bile skoraj vse obveznice izdane z valutno klavzulo, kar pomeni, da se je vrednost glavnice revalorizirala glede na spremembo tečaja ene od tujih valut (Lončarski, 2001, str. 51).

### 3.2.2 Vrednotenje obveznic

Cena obveznic se na trgu oblikuje glede na ponudbo in povpraševanje, vrednotijo pa se tako, da se vsi denarni tokovi obresti in glavnice diskontirajo na današnji dan po zahtevani stopnji donosa, ki velja za tako tvegano naložbo (Lončarski, 2001, str. 51). Spodnja enačba je splošna za izračun vrednosti obveznice in jo lahko preoblikujemo za vrednotenje katerekoli vrste od zgoraj naštetih obveznic (Brigham, 2002, str. 106-107):

$$\text{Vrednost obveznice} = V_b = \sum_{t=1}^n \frac{INT}{(1+k_d)^t} + \frac{M}{(1+k_d)^N}$$

$k_d$  – zahtevana stopnja donosa, ki velja za enako tvegano naložbo

$N$  – število let do dospelja obveznice

$INT$  – višina obresti, ki jih ob zapadlosti kupona izplača izdajatelj

$M$  – nominalna vrednost obveznice

Cena obveznic na borzi se izraža v odstotku od nominalne vrednosti, pri čemer obresti, ki so se nabrale od zadnjega izplačila, niso zajete, zato jih moramo izračunati naknadno (Lončarski, 2001, str. 51). Obresti, ki se nanašajo na obdobje od dneva izdaje oziroma od zadnjega izplačila obresti do dneva njene prodaje, pripadajo prodajalcu. Obdobje pripisa obresti je tako lahko različno, različen pa je tudi način izračuna obresti. Teoretično bi bilo najbolj pravilno, da bi se

obresti, ki pripadajo prodajalcu, izračunale s pomočjo konformne obrestne mere, vendar pa je tak račun zapleten. Na borzah se zato uporabljajo dogovorjeni poenostavljeni načini izračuna pripadajočih obresti prodajalcu. Običajno se te obresti izračunavajo na nominalno in ne tržno vrednost obveznice s proporcionalnim načinom. Dogovorjeno je tudi, koliko dni po nakupu še tečejo obresti prodajalcu ob različnih načinih plačila nakupa, saj ob različnih načinih plačila prodajalec dejansko dobi denar v različno dolgem času. Poleg tega pa je za posamezne vrste obveznic različno število dni v letu, za katere se zaračunavajo obresti. Če je znana letna obrestna mera za obveznico, je splošna enačba za izračun dospelih obresti za obveznice pri dogovorjenem izračunu za 365 dni naslednja (Mramor, 2000, str. 57-59):

$$V_0 = V_n * \frac{r(365 - d)}{365}$$

$d$  – število dni od nakupa do naslednjega plačila obresti

$r$  – letna kuponska obrestna mera za obveznico

$V_n$  – nominalna vrednost obveznice

### 3.2.3 Sprememba vrednosti obveznice v času

Ob izdaji kuponske obveznice je ponavadi vrednost kupona določena tako, da je tržna cena obveznice enaka njeni nominalni vrednosti. Če obrestne mere na trgu po izdaji obveznice s fiksno kuponsko obrestno mero padejo, kar pomeni, da je  $k_d$  nižja od kuponske obrestne mere, bo tržna cena obveznice nad nominalno, čemur pravimo, da se obveznica prodaja s premijo. Ob padcu tržne obrestne mere taka obveznica izplačuje višje kupone od novo izdanih, zato so investitorji pripravljani zanj plačati več od njene nominalne vrednosti. Cena obveznice bo rasla toliko časa, da se bo donosnost obveznice izenačila z donosnostjo na novo izdanih obveznic. Če tržna obrestna mera po izdaji obveznice naraste, po enaki logiki tržna cena obveznice pade pod njeno nominalno vrednost. Rečemo, da se le-ta prodaja z diskontom. Pri tem je pomembna tudi dospelost obveznice. Tržna cena obveznice se bo z bližanjem časa dospelja obveznice vedno bolj približevala njeni nominalni vrednosti, seveda pod pogojem, da izdajatelj obveznic pred dospeljem obveznice ne objavi stečaja (Brigham, 2002, str. 109-112). Pri vrednotenju cene obveznic velja splošno pravilo, da je obveznica, ki ima dalj časa do dospelja, bolj občutljiva na spremembo tržne obrestne mere kot obveznica s krajšim rokom, ob predpostavki, da so vsi ostali faktorji, ki vplivajo na njeno vrednost, enaki (Bodie, 1999, str. 416).

### 3.2.4 Merjenje donosnosti obveznice

Donosnost obveznice lahko prikazujemo na različne načine.

**Donosnost do dospelja** prikazuje tista obrestna mera, ki izenači sedanjo vrednost vseh pričakovanih izplačil z njeno tržno ceno. Uporablja se kot mera povprečne stopnje donosa v času od nakupa obveznice do njenega dospelja (Bodie, 1999, str. 417).

Pri izračunu **donosnosti do odpoklica** izračunamo donosnost, ki bi jo dosegli, če bi danes plačali tržno ceno za obveznico in bi jo izdajatelj predčasno odpoklical (Berk, 2001, str. 41).

**Tekočo donosnost** dobimo tako, da dohodek, ki nam ga letno prinaša obveznica v obliki obresti, delimo z njeno tržno ceno. Predstavlja letni delež obresti glede na ceno obveznice, pri čemer kapitalskih dobičkov in izgub ne upošteva (Brigham, 2002, str. 115).

Za tiste, ki obveznico kupijo in jo še pred njenim dospeljem prodajo, je pomemben izračun **donosnosti v določenem obdobju** (holding period return). Donosnost v določenem obdobju izračunamo tako, da dohodke, ki smo jih dobili od obveznice v tem obdobju (tako obresti kot kapitalске dobičke), delimo s ceno obveznice na začetku obdobja. V spodnji formuli sem izplačane kupone označila s  $K$ , začetno ceno obveznice s  $P_0$ , njeno končno ceno pa s  $P_1$  (Bodie, 1999, str. 422):

$$\text{Donosnost v obdobju} = \frac{K + (P_1 - P_0)}{P_0}$$

### 3.2.5 Tveganje obveznic

#### Tveganje obrestne mere

V poglavju 3.4.1 sem opisovala spremembo vrednosti obveznice v času. Ugotovila sem, da na vrednost obveznice vpliva višina obrestne mere. Za investitorja sprememba obrestne mere predstavlja tveganje, saj se v primeru, da obrestne mere narastejo, vrednost obveznic zniža (Brigham, 2002, str. 116).

#### Tveganje reinvestiranja

Za razliko od tveganja obrestne mere tveganje reinvestiranja predstavlja za imetnika obveznic tveganje, da se obrestne mere znižajo. Če se izdajatelji lahko zadolžijo ceneje, ne bi bili več pripravljene plačevati visoke obrestne mere in bi obveznice odpoklicali. Tudi obveznice, ki ne vsebujejo odpoklicne opcije, enkrat dospejo in investitorji lahko reinvestirajo svoje prihranke v obveznice, ki prinašajo nižje dohodke (Brigham, 2002, str. 119).

#### Kreditno tveganje

Za imetnika obveznic obstaja tudi tveganje, da izdajatelj svojih obveznosti ne bi poplačal pravočasno in v celoti. Obveznice, ki nosijo večje kreditno tveganje, ob izdaji obljublajo višje obrestne mere, saj vključujejo premijo za tveganje neizplačila. Če se kreditno tveganje izdajatelja poveča po izdaji obveznic, se cena tem vrednostnim papirjem zniža. Vrednostni papirji, ki jih izdaja država, ne nosijo kreditnega tveganja (Brigham, 2002, str. 121).

## **Likvidnostno tveganje**

Likvidnost obveznic predstavlja možnost njene takojšnje prodaje po ceni, ki odraža njeno sedanjo vrednost. Visoko likvidne so tiste, ki jih je možno prodati hitro, po ceni, ki je blizu njene sedanje vrednosti. To so večinoma obveznice, s katerimi se na borzi veliko trguje. Če je obveznica manj likvidna, za imetnika obstaja tveganje, da bi jo na želeni dan prodaje lahko prodal le po nižji ceni od njene sedanje vrednosti. To vrsto tveganja imenujemo likvidnostno tveganje (Mramor, 2000, str. 116-117).

### **3.3 Delnice**

Delnice so lastniški vrednostni papir, kar za razliko od dolžniških vrednostnih papirjev pomeni za izdajatelja način pridobitve trajnih finančnih sredstev. Gre za pridobitev lastnih sredstev, od katerih se ne izplačuje obresti in jih ni potrebno vrniti, dokler izdajatelj obstaja (Svilan, 1990, str. 72).

Na splošno ločimo med navadnimi in prednostnimi delnicami. Obe vrsti predstavljata obliko lastniškega kapitala podjetja, razlike med njimi pa so v pravicah, ki jih imajo eni in drugi delničarji (Lončarski, 2001, str. 52).

#### **3.3.1 Vrste delnic**

##### **Navadne delnice**

Posamezen delež navadnih delnic daje lastniku volilno pravico na skupščini delničarjev. Včasih podjetje izda več razredov navadnih delnic, od katerih imajo ene volilno pravico, druge pa ne, zato so slednje cenejše. Lastniki navadnih delnic imajo pravico tudi do udeležbe v stečajni masi ob prenehanju podjetja, vendar šele potem, ko so poplačane vse ostale terjatve (Bodie, 1999, str. 46). Obstoječi delničarji imajo predkupno pravico ob povečanju lastniškega kapitala podjetja (Brigham, 2002, str. 141). Lastnikom pripada tudi udeležba v čistem dobičku podjetja. Manager se odloča, koliko čistega dobička bo podjetje reinvestiralo, ostalo pa namenijo za izplačilo dividend. Ponovno investiranje za delničarja pomeni, da vrednost njegove naložbe naraste, prejete dividende pa za vlagatelja pomenijo prejeti denarni tok (Bodie, 1999, str. 46-47). Delničarji niso osebno odgovorni za poslovanje podjetja in lahko s propadom firme izgubijo le v višini vloženega deleža (Bodie, 1999, str. 46).

Od posameznega podjetja je odvisno, koliko bodo znašale dividende, vendar visoke dividendne donosnosti ne pomenijo nujno boljše naložbe, saj je celotna donosnost naložbe v delnice sestavljena iz dividend in kapitalskega dobička. Delnice z nizko dividendno donosnostjo običajno obetajo višji kapitalski donos, saj v nasprotnem primeru investitorji ne bi imeli interesa vlagati v takšno naložbo (Bodie, 1999, str. 47).

## Prednostne delnice

Prednostne delnice imajo značilnost dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev. Z obveznicami imajo skupno, da lastniku zagotavljajo vsako leto fiksen donos (Bodie, 1999, str. 48). Prednostne delnice imajo določeno dividendo, ki mora biti izplačana vsako leto, zato navadno ne nosijo pravice do glasovanja na skupščini (Lončarski, 2001, str. 52). Običajno so kumulativne, kar pomeni, da če podjetje posamezno leto prednostnim delničarjem dividend ne izplača, jih morajo izplačati v naslednjih letih v celoti za nazaj, preden so izplačane lastnikom navadnih delnic. Prednostne delnice so v različnih oblikah, na primer z odpoklicno klavzulo, zamenljive v navadne delnice, nekatere pa imajo dividende vezane na obrestno mero (Bodie, 1999, str. 48).

Prednostna delnica prinaša manjši donos kot navadna, saj je tudi tveganje naložbe manjše, hkrati pa daje večji donos kot obveznica, ki nosi še manjše tveganje in kjer donos ni odvisen od dohodka izdajatelja (Svilan, 1990, str. 78).

### 3.3.2 Vrednotenje delnic

Za vrednostne papirje velja, da je njihova vrednost odvisna od pričakovanih prihodnjih denarnih tokov, ki jih prinašajo imetniku. Ti so pri delnici sestavljeni iz dividend, ki jih imetnik pričakuje vsako leto, in iz vrednosti, ki jo bo investitor ob prodaji vrednostnega papirja dosegel. V pričakovani končni ceni delnice je vključena povrnitev začetnega vložka in pričakovani kapitalski dobiček. Prodajna cena, ki jo investitor realizira, je odvisna od dividend, ki jih pričakuje naslednji imetnik delnice. Iz tega lahko izpeljemo predpostavko, da je vrednost delnice odvisna le od prihodnjih pričakovanih dividend. Enačba je enaka tudi, če predpostavimo, da investitor delnico kupi in jo obdrži za vedno. Vrednost delnice torej izračunamo tako, da vse pričakovane dividende diskontiramo in izračunamo njihovo sedanjo vrednost (Brigham, 2002, str. 145-147):

$$\text{Vrednost delnice} = \hat{P}_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + k_s)^t}$$

$D_t$  – dividenda, ki jo delničar pričakuje na koncu leta  $t$

$k_s$  – zahtevana stopnja donosa na delnico

Zgornja enačba prikazuje splošno obliko zapisa za izračun vrednosti delnice. V realnosti dividende padajo in rastejo. Za investitorja je najtežji del določiti njihovo prihodnjo vrednost. V večini primerov pričakujemo, da bodo v prihodnosti rasle po enaki stopnji. Na stopnjo rasti namreč vplivajo inflacija, znesek dobička, ki ga podjetje zadrži in investira, ter stopnja donosa na kapital. Za izračun vrednosti delnice, katere dividende rastejo, uporabimo model enake rasti ali Gordonovo enačbo<sup>2</sup> (Brigham, 2002, str. 147-149):

---

<sup>2</sup> Enačba je uporabna samo, če je zahtevana stopnja donosa višja od pričakovane rasti dividende.

$$\hat{P}_0 = \frac{D_0(1+g)}{k_s - g} = \frac{D_1}{k_s - g}$$

$D_0$  – dividenda, ki je bila izplačana nazadnje

$D_1$  – prva dividenda, za katero investitor pričakuje, da bo izplačana naslednja

$g$  – pričakovana stopnja rasti dividende

$k_s$  – zahtevana stopnja donosa na delnico

Za zrela podjetja je značilno, da izplačujejo konstantne dividende z nično rastjo. V tem primeru lahko za vrednotenje delnice uporabimo naslednjo enačbo (Brigham, 2002, str. 151):

$$\hat{P}_0 = \frac{D}{k_s}$$

Vrednost delnice je odvisna od pričakovanih dividend, kar še ne pomeni, da lahko podjetje poviša vrednost svojih delnic tako, da preprosto poviša sedanje dividende. Delničarji namreč izbirajo med tekočimi in prihodnjimi dividendami. Zavedajo se, da podjetje, ki izplačuje visoke tekoče dividende, reinvestira manj dobička, kar znižuje prihodnje dobičke in dividende. Investitorji želijo, da podjetje zadrži dobiček, če ima možnost investiranja v visoko donosne naložbe, če pa so naložbene možnosti slabe, naj bi podjetje dobiček raje izplačalo. Raziskave so pokazale, da je več kot 80 odstotkov cene tipične delnice podjetja odvisno od denarnih izplačil, ki jih delničarji pričakujejo v daljšem času od petih let (Brigham, 2002, str. 150-151).

Kot smo omenili že pri davkih, je želja investorjev ali naj podjetje izplača dividende ali z reinvestiranjem poviša ceno delnice, odvisna tudi od davkov, saj so dividende in kapitalski dobički obdavčeni različno (Brigham, 2002, str. 150).

### 3.3.3 Merjenje donosnosti

Pri delnici je donos, merjen v določenem obdobju, sestavljen iz prejete dividende ter iz spremembe tržne cene delnice. Donosnost  $r$  dobimo tako, da donos delimo z začetnim vložkom. Prejeto dividendo sem označila z  $Div_1$ ,  $P_1$  predstavlja končno ceno delnice,  $P_0$  pa njeno začetno ceno (Šimon, 1996, str. 31):

$$r = \frac{Div_1 + (P_1 - P_0)}{P_0}$$

### 3.3.4 Tveganje delnic

Cene delnic so odvisne od ponudbe in povpraševanja na trgu, zato silovito nihajo navzdol in navzgor ter odražajo spremembe pogojev poslovanja podjetja in prihodnja pričakovanja. Vsaka najmanjša sprememba vrednosti in stopnje tveganja pričakovanih prihodnjih dividend lahko povzroči velike spremembe v ceni delnic. Na pričakovanja o prihodnjih dividendah vplivajo različne informacije, kot so začetna prodaja novega proizvoda ali na novo odkriti stranski učinki,

ki jih povzročajo obstoječi proizvod. Na ceno delnic večino podjetij vpliva tudi informacija o znižanju obrestne mere s strani centralne banke. Še posebej so pogostemu in velikemu nihanju cene izpostavljene delnice računalniških in telekomunikacijskih podjetij, saj na tem trgu prihaja stalno do novih informacij. Za podjetja, katerih delnice so bolj stabilne, je značilno, da o njih v javnosti ni veliko informacij. Zanje ne moremo reči, da so manj tvegana, saj je veliko bolj tvegano, če cena delnic, ki je bila dolgo časa stabilna, kar naenkrat zaradi novih informacij poskoči navzgor ali navzdol. Ob predpostavki učinkovitega trga se delnice hitro odzivajo na vse informacije, ki se pojavijo na trgu (Brigham, 2002, str. 157-158).

Hipoteza o učinkovitem trgu predpostavlja, da so vse delnice vedno v ravnotežju. Če predpostavka drži, potem lahko rečemo, da je cena večine delnic na trgu pravično vrednotena in v ravnotežju, zato bi z analizami zaman iskali podcenjene in precenjene delnice. V tem primeru bi špekulant, ki bi želel na hitro zaslužiti, lahko prišel do zaslужka le po naključju. Empirične raziskave so pokazale, da hipoteza o učinkovitem trgu v svoji mehki in srednje močni različici drži. V prvi predpostavlja, da se vse pretekle informacije, ki so upoštevane v preteklih nihanjih cene, odražajo tudi v sedanji tržni ceni, druga različica pa temelji na predpostavki, da sedanja cena delnice odraža vse javne informacije. V svoji močnejši obliki hipoteza ne drži, saj tržna cena ne odraža vseh informacij. Še vedno obstajajo investitorji, ki trgujejo na borzi na podlagi notranjih informacij, in podjetja, ki se na informacije hitreje odzovejo ter imajo zato prednost pred ostalimi delničarji (Brigham, 2002, str. 158-161).

### **3.3.5 Stroški nakupa delnic in obveznic na organiziranem trgu**

Organiziran trg za trgovanje z vrednostnimi papirji je borza. Poslovanje na Ljubljanski borzi (LJSE) poteka prek elektronskega sistema BIS. Prek njega lahko posle nakupa in prodaje vrednostnih papirjev sklenejo le borzno-posredniške hiše in banke, ki so članice borze. Ti imajo svoje borzne posrednike, ki se glede na naročila strank ukvarjajo s posredovanjem in trgovanjem vrednostnih papirjev (Jamnik, 2000, str. 174). Pomemben element trga vrednostnih papirjev je tudi Klirinško-depotna družba. Pri nas vlogo te družbe opravlja Centralna klirinško-depotna družba, d.d., Ljubljana (KDD), katere temeljni nalogi sta vodenje centralnega registra nematerializiranih vrednostnih papirjev in denarna poravnava opravljenih poslov z vrednostnimi papirji prek BIS, ki so avtomatsko preneseni na KDD (Jamnik, 2000, str. 158).

Najvišji strošek, ki ga mora investitor pri svojih odločitvah upoštevati, so provizije, ki jih za svoje delo zaračunavajo člani borze. Med posredniki se provizije za posredovanje na Ljubljanski borzi razlikujejo, odvisne pa so tudi od naložbenega zneska, od ročnosti vrednostnih papirjev, od stalnosti stranke pri posameznemu članu, glede na obseg dnevnih transakcij posameznika in podobno. Nekateri v zameno za višjo provizijo nudijo stranki tudi strokovno investicijsko svetovanje. Poleg omenjenih provizij del zaslужka investitorju odvzame tudi LJSE in KDD. Provizija KDD in BIS za posle na borzi znaša trenutno 0,113 % od vrednosti posla za nakup ali prodajo delnic, za obveznice pa 0,093 % od vrednosti posla. Pri prvem nakupu vrednostnih papirjev mora investitor upoštevati tudi stroške, ki jih zaračunava KDD za odprtje trgovalnega računa in vodenje do konca leta, kar trenutno znaša 3000 SIT (Provizije za posredovanje

vrednostnih papirjev pri Iliriki, 2004, Provizije za posredovanje vrednostnih papirjev pri MP, 2004; Interna gradiva SKB banke, 2004).

### **3.4 Investicijski skladi**

Investicijski skladi so finančni posredniki, ki zbirajo prihranke od posameznikov in jih investirajo v skladu z naložbeno politiko sklada v depozite bank, delnice in obveznice (Berk, 2001a, str. 53). Zakonsko podlago za ustanovitev investicijskih skladov in urejanje načina njihovega delovanja v Sloveniji opredeljuje novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki je stopil v veljavo 2. januarja 2003 (2002). Temeljni dokument investicijskih skladov je prospekt, v katerem so zapisane vse značilnosti posameznega sklada, kot so ime upravljavca, investicijska politika, vpisna mesta, pravica iz lastništva, določbe o reinvestiranju dobička, sestava stroškov, ki jih vzajemni sklad zaračunava, in drugo (Berk, 2001a, str. 54). Glede na način zbiranja sredstev razdelimo investicijske sklade na vzajemne sklade in investicijske družbe (Mramor, 1993, str. 93).

#### **3.4.1 Vrste investicijskih skladov**

##### **Vzajemni skladi**

Vzajemni skladi so odprti investicijski skladi, ki zbirajo prihranke tako, da varčevalci kupijo njihove kupone (Mramor, 1993, str. 93). Investicijski kupon je vrednostni papir, ki se glasi na eno ali več enot premoženja vzajemnega sklada in daje imetniku kupona nekatere pravice (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002):

1. Od družbe za upravljanje zahtevati izplačilo vrednosti enot premoženja vzajemnega sklada, na katere se glasi kupon.
2. V primeru likvidacije sklada daje imetniku pravico do udeležbe v stečajni masi.
3. Če pravila upravljanja vzajemnega sklada tako določajo, ima imetnik kupona pravico do izplačila sorazmernega dela čistega donosa od naložb sklada.

Obseg izdanih delnic ni omejen in se jih dnevno izda toliko, kolikor znaša njihovo povpraševanje, lastniki delnic sklada pa jih lahko pri vzajemnem skladu kadarkoli unovčijo po dnevni tržni vrednosti (Mramor, 1993, str. 93). Vrednost enote premoženja (VEP) se izračunava vsakodnevno in ga dobimo tako, da od celotnih sredstev odštejemo obveznosti in rezervacije sklada ter delimo s številom enot v obtoku (Pahor, 2000, str. 100):

$$VEP = \frac{\text{sredstva} - (\text{obveznosti} + \text{rezervacij } e)}{\text{št.enot}}$$

Donosnost posameznega sklada izračunamo po spodnji formuli, kjer  $VEP_t$  predstavlja VEP na koncu obračunskega obdobja,  $VEP_0$  pa VEP na začetku obdobja:

$$\text{donosnost} = \frac{VEP_1 - VEP_0}{VEP_0}$$

Zgornja formula ne upošteva provizij, ki jih zaračunavajo skladi. Da bi v izračun donosnosti vključili provizije skladov, moramo razliko med odkupno in nakupno vrednostjo investicijskega kupona deliti z nakupno vrednostjo kupona.

Vrednost investicijskega kupona dobimo tako, da število enot premoženja vzajemnega sklada, na katerega se kupon glasi, pomnožimo z VEP. Nakupna vrednost investicijskega kupona je enaka vrednosti investicijskega kupona, povečana za vstopne stroške sklada, odkupno vrednost kupona pa dobimo tako, da vrednosti investicijskega kupona odštejemo izstopne stroške. VEP se izračunava na zadnji dan obračunskega obdobja (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002).

V preteklosti so slovenski delniški in uravnoteženi vzajemni skladi dokaj redno dosegali rast indeksa SBI 20, v preteklem letu pa se je njihova skupna vrednost povečala za 17,3 odstotka oziroma za 0,4 odstotne točke manj, kot je leta 2003 zrasel indeks SBI 20. Slovenski delniški in uravnoteženi vzajemni skladi so lani kot skupina zaostali za rastjo indeksa SBI 20. Slovenski vzajemni skladi so lani prvič večji del svojih sredstev naložili v tuje delnice (Mastnak, 2004, str. 17). V prihodnosti pričakujemo, da bo delež tujih naložb v aktivih naših vzajemcev še višji, pričakujemo pa tudi vstop tujih skladov v Slovenijo.

### **Investicijske družbe**

Investicijske družbe izdajo delnice samo enkrat, kar pomeni, da je njihovo število omejeno. Njihove delnice se kupujejo in prodajajo na trgu vrednostnih papirjev (Mramor, 1993, str. 93). V Sloveniji poznamo posebno obliko zaprte investicijske družbe, ki je sestavni del procesa lastninskega preoblikovanja, pooblaščen investicijsko družbo oziroma pid (Pahor, 2000, str. 93). Ob koncu leta 2003 se je končalo obdobje, v katerem so se pidi morali preoblikovati v redne delniške družbe oziroma v redne investicijske sklade (Mastnak, 2004, str. 27). Investicijske družbe postajajo v Sloveniji vse bolj priljubljena oblika naložbe, predvsem zaradi razmeroma visoke donosnosti. Indeks pooblaščenih investicijskih družb PIX je lani pridobil 23,5 odstotka vrednosti in s tem prekosil indeks SBI 20. Če opazujemo samo investicijske družbe, brez pidov, lahko ugotovimo, da se je lani njihova vrednost povečala za 21,74 odstotka (Mastnak, 2004, str. 27).

Investicijski skladi svojim uporabnikom ponujajo številne prednosti pred drugimi oblikami vlaganja, na primer razpršitev premoženja, kar pomeni manjše tveganje, strokovnost upravljanja, likvidnost sredstev, nižje transakcijske stroške, nudijo široko paleto storitev, samostojnost izbora stopnje tveganja ter nadzor institucij nad poslovanjem investicijskih skladov (Pahor, 2000, str. 89).

## **Vrste skladov glede na naložbeno politiko**

Skladi dosegajo prihodke na dva načina, in sicer z izplačili iz naslova vrednostnih papirjev (dividende) ter s kapitalskimi dobički. Različni investitorji imajo različen odnos do denarnega toka danes oziroma kapitalskih dobičkov, ki zagotavljajo denarni tok v prihodnosti, čemur se skladi prilagajajo (Pahor, 2000, str. 91).

Sklad maksimalnega kapitalskega dobička zagotavlja svojim investitorjem doseganje čim višjega kapitalskega dobička (Pahor, 2000, str. 91). Sredstva vlagajo pretežno v delnice hitro rastočih podjetij, uporabljajo tudi izvedene ter druge špekulativne finančne instrumente. Primerni so za investitorje, ki so v zameno za visoke dobičke pripravljeni sprejeti večje tveganje. Skladi, kjer je poudarek še vedno na kapitalskih dobičkih, vendar so manj tvegani, se imenujejo skladi rasti. Njihove naložbe so še vedno usmerjene v lastniške vrednostne papirje hitre rasti, vendar so njihovi cilji postavljeni bolj dolgoročno (Jesenek, 2003, str. 79).

Povsem drugačna je politika naložb skladov dohodka, pri katerih je cilj visok tekoči gotovinski dohodek v obliki obresti in dividend. Sredstva vlagajo predvsem v obveznice podjetij in v prednostne delnice (Pahor, 2000, str. 92). Skladi so primerni za investitorja, ki želi povečati tekoče dohodke, ob tem pa mora še vedno sprejeti določeno tveganje (Jesenek, 2003, str. 81).

Kombinacija obeh omenjenih skladov je sklad rasti in dohodka. Tudi sklad ravnotežja svoja sredstva vlaga tako v delnice kot v obveznice, saj gradi na prepričanju, da so razmere, neugodne za navadne delnice, velikokrat ugodne za obveznice in obratno (Pahor, 2000, str. 92).

Sklad brez obdavčenj investira le v obveznice lokalnih oblasti in državnih institucij, ki praviloma niso obdavčene, zato so namenjeni investitorjem iz višjih davčnih razredov (Pahor, 2000, str. 92).

V svojem premoženju imajo skladi različne vrednostne papirje, glede na prevladujočo obliko aktive skladov ločimo na sklade delnic, sklade obveznic, mešane sklade, ki so kombinacija prejšnjih dveh vrst, sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev, katerih premoženje je sestavljeno iz instrumentov denarnega trga in so namenjeni kratkoročnemu investiranju, ter skladi nepremičnin, ki investirajo v nepremičnine (Pahor, 2000, str. 92-93).

### **3.4.2 Stroški vzajemnih skladov**

Pri izbiri vzajemnega sklada mora biti investitor pozoren na politiko sklada, pretekle donose in na stroške sklada (Bodie, 1999, str. 110). Stroške sklada lahko razdelimo na dve skupini, in sicer na tiste, ki jih vlagatelj plača neposredno, in na stroške, ki se obračajo in izplačajo iz sredstev sklada (Jesenek, 2003, str. 72).

## **Neposredni stroški**

Med neposredne stroške spadajo vstopne in izstopne provizije. Vstopno provizijo sklad zaračuna ob nakupu deleža in je izražena v odstotku od zneska vplačila. Služi predvsem poplačilu borznih in ostalih posrednikov ter investicijskih svetovalcev. Nekateri skladi namesto vstopne provizije zaračunavajo izstopno, ki jo investitorji plačajo ob prodaji deleža v skladu (Jesenek, 2003, str. 73), ali pa zaračunajo obe proviziji. Izstopna provizija se obračuna v odstotku od zneska izplačila in ne sme presegati 3 odstotkov od zneska izplačila investicijskih kuponov (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002).

## **Posredni stroški**

Posredni stroški se poplačajo iz skupnih sredstev sklada. Maksimalna višina stroškov je predpisana, posamezni skladi pa jih lahko določijo tudi nižje. Višina stroškov je objavljena v prospektu (Jesenek, 2003, str. 74).

Upravljavski stroški zajemajo stroške, ki jih ima vzajemni sklad z upravljanjem sklada. Mednje spadajo administrativni stroški in stroški upravljavcev sklada (Jesenek, 2003, str. 72). Izražena je v odstotku od povprečne letne čiste vrednosti premoženja vzajemnega sklada (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002). Ponavadi se obračunajo dnevno, izplačajo pa mesečno ali četrtno. Zaradi denarnega odliva iz sklada se zmanjša vrednost premoženja sklada in zato tudi vrednost enote premoženja (Jesenek, 2003, str. 74). Poleg upravljavskih stroškov je družba za upravljanje upravičena izvršiti tudi plačila za tiste vrste stroškov, ki jih ima družba v zvezi z opravljanjem storitev upravljanja vzajemnega sklada in so določeni v pravilih upravljanja vzajemnega sklada. To so na primer stroški posredovanja pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev, stroški revidiranja letnega poročila vzajemnega sklada, davki vzajemnega sklada, stroški skrbniških storitev in drugo (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002).

Iz skupnih sredstev sklada se plačajo tudi distribucijski stroški. Sem spadajo stroški oglaševanja, promocijskega gradiva, letnega poročila, prospektov in provizije posrednikom, ki tržijo sklad. Obračunajo in izplačajo se enako kot upravljavski stroški (Jesenek, 2003, str. 72).

Med posredne stroške sklada sodijo tudi stroški zamenjave sklada, ki se zaračunajo za odprodajo delnic enega sklada in nakup delnic drugega sklada v upravljanju istega upravitelja. Naši upravitelji teh stroškov ne zaračunavajo (Jesenek, 2003, str. 72).

Neposredni stroški se plačajo le enkrat, posredni stroški pa se plačujejo letno. Investitor, ki se odloča za posamezni sklad, mora najprej določiti čas investiranja in šele nato izbrati sklad. Vsi stroški so javno dostopni v prospektu in pravilih upravljanja vzajemnega sklada. Racionalen investitor, ki namerava denar naložiti v sklad dolgoročno, bo zbral sklad z visokimi neposrednimi in nizkimi posrednimi stroški (Bodie, 1999, str. 111).

### **3.4.3 Tveganje investicijskih skladov**

Že pri predstavitvi investicijskih skladov sem omenila, da je ena izmed prednosti investicijskih skladov diverzificiranje premoženja med različne naložbe in s tem zmanjšanje tveganja. Z zbiranjem denarja investicijski skladi omogočijo posameznikom, da vložijo prihranke med številne različne vrednostne papirje in izkoristijo prednosti velikega investitorja, kar kot individualni vlagatelji ne bi mogli doseči (Bodie, 1999, str. 102).

Pri predstavitvi posameznih vrst sklada smo videli tudi, da je tveganje odvisno od tega, v kakšne vrednostne papirje vlaga posamezni sklad večino svojega premoženja. Skladno z zmanjševanjem deleža delnic v portfelju se znižuje tudi tveganost sklada.

## **4 ANALIZA DONOSNOSTI**

V tem poglavju sem analizirala donosnost posamezne naložbe na slovenskem finančnem trgu leta 2003. Najprej sem opisala razmere na trgu v preučevanem letu, podala predpostavke, ki sem jih upoštevala pri izračunih, predstavila rezultate posamezne naložbe, nato pa naložbe med seboj primerjala.

### **4.1 Finančni trg leta 2003**

V začetku leta 2003 je bil Slovenski finančni trg še vedno pod vplivom pretiranih in neracionalnih pričakovanj o rasti tečajev po prejemu Lekove kupnine, ki so zameglila sliko razmer v svetovnem gospodarstvu. V svetu se je namreč rast upočasnila ali postala celo negativna, zato so se okoliščine za poslovanje nekaterih naših najpomembnejših podjetij zaostrole. Konec marca je na finančni trg negativno vplival tudi začetek vojne v Iraku, kar je podražilo ceno nafte in skrčilo dobičke predvsem tujim podjetjem. Vojna je povzročila tudi izgubljanje vrednosti dolarja v primerjavi z evrom, kar je dodatno zmanjševalo konkurenčnost evropskemu gospodarstvu. Naložbe v tuje delnice so postale v primerjavi z domačimi cenejše, zato smo naslednje tri mesece občutili erozijo tečajev na Ljubljanski borzi (Lokar, 2003, str. 59-60).

Od julija do konca leta pa je bilo na našem kapitalskem trgu zaznati bikovski trend. Vzroka za pozitiven trend sta bila predvsem dva. Prvi je padanje obrestnih mer, kar je za podjetja pomenilo nižje stroške financiranja ter posledično višji dobiček, hkrati pa so nižje obresti zniževale zahtevano stopnjo donosnosti delnicam. Najpomembnejši dejavnik je bil zagotovo tudi vstop Slovenije v Evropsko unijo s pričakovanji o prevzemih naših s strani tujih podjetij in nižjih administrativnih stroških. V pripravi je bil tudi nov zakon o dohodnini, ki je predlagal obdavčitev obresti in uvedbo davka na nepremičnine, kar naj bi povečalo pomen kapitalskega trga v Sloveniji (Lokar, 2003, str. 59-60).

## **4.2 Predpostavke analize**

Pri izračunu donosnosti naložb sem postavila določene omejitve, saj bi bilo računanje vseh naložbenih možnosti v Sloveniji dolgotrajno. V prvem poglavju sem opisala, da morajo različni investitorji, glede na osebni finančni profil, oblikovati različne portfelje. Pri izračunu donosnosti posameznih naložb sem se zato omejila na finančni profil določenega investitorja.

Investitor je mlad človek, z malo leti delovne dobe, v katerih mu je uspelo privarčevati nekaj denarja, s katerim želi uresničiti svoj dolgoročni cilj, nakup stanovanja. Ima stabilno zaposlitev, ki mu prinaša razmeroma visoke dohodke, in le relativno majhen del nameni pokrivanju zneskov nujnih življenjskih izdatkov. Zbranega premoženja še nima veliko, poleg tega pa še nima vzdrževanih družinskih članov. Njegova prioriteta je nakup stanovanja, zato se je pripravljeno odreči uresnitvi kratkoročnih ciljev. Posameznik je po naravi nenaklonjen tveganju in ima znanje in izkušnje z vlaganjem v vrednostne papirje. Odloči se, da bo 10 mio SIT naložil v bančne vloge, vzajemne sklade, obveznice in delnice v Sloveniji, vendar samo v borzno kotacijo. Meni namreč, da je prosti trg zanj preveč tvegan, saj je na njem na razpolago premalo informacij, ko pa kakšna informacija pride v javnost, se tečaji vrednostnih papirjev v hipu zelo spremenijo. Poleg tega je slišati, da je na njem prisotno trgovanje na podlagi notranjih informacij. Oцени, da za nakup stanovanja ne sme toliko tvegati, da bi vložil denar na prosti trg. Preden denar razporedi med posamezne naložbe, preuči trg tako, da izračuna donosnost posamezne naložbe leta 2003.

### **Ostale predpostavke analize**

V poglavju o tveganju smo ugotovili, da investitorji svoje premoženje razpršijo med različne vrednostne papirje, ker tako zmanjšajo naložbeno tveganje. Ker je investitor šele preučeval naložbene možnosti, ki jih ponuja trg, sem pri računanju donosnosti naložb leta 2003 predpostavila, da je vložil ves denar, 10 mio SIT, v eno vrsto naložbe. V analizo sem vključila samo bančne vloge, obveznice, delnice in vzajemne sklade, za katere sem imela na voljo vse potrebne pretekle podatke. Zaradi točnejšega izračuna donosnosti števila vrednostnih papirjev nisem zaokroževala na cela števila. Za preračun valut sem izbrala nakupni oziroma prodajni tečaj Banke Slovenije, odvisno, ali je investitor prodajal ali kupoval tujo valuto.

Delnice in obveznice sem preučevala od 6. 1. 2003 do 30. 12. 2003, od prvega do zadnjega dne leta 2003, za katere so na voljo podatki, za vzajemne sklade pa sem glede na razpoložljive podatke izbrala obdobje od 3. 1. 2003 do 31. 12. 2003. Zavedati se moramo, da je na dobljene rezultate lahko vplival tudi tako imenovani januarski efekt, ki je povzročil, da so imeli vrednostni papirji januarja višjo ceno kot v ostalih mesecih. Zaradi omenjenega efekta je lahko izračunana donosnost vrednostnih papirjev leta 2003 nižja. Januarski efekt sem pri analizi zanemarila.

Pri računanju donosnosti po provizijah sem predpostavila, da je investitor z naložbenim zneskom 10 mio SIT poplačal tudi provizije in je bila zato dejanska vrednost naložbe manjša od

investiranega zneska. Donosnost sem vedno računala tako, da sem donos delila z investiranim zneskom 10 mio SIT.

Pri analizi sem predpostavila tudi, da so bili stroški nakupa in prodaje vrednostnih papirjev leta 2003 enaki kot leta 2004, saj nisem razpolagala s preteklimi podatki o provizijah in nisem videla razloga, da bi ti podatki bistveno odstopali od takratnih. Pri računanju provizij nakupa in prodaje delnic oziroma obveznic sem upoštevala stroške le treh borznoposredniških hiš oziroma bank, saj sem menila, da si posamezen investitor izbere in med seboj primerja ponudbe le nekaj borznih članov. Ugotovila sem tudi, da je najnižjo provizijo od preučevanih treh zaračunavala posredniška hiša Ilirika. Donosnost po provizijah delnic in obveznic sem računala po tej proviziji. Pri nakupni proviziji sem izbrala provizijo, ki jo je zaračunaval posrednik za znesek do vključno 10 mio SIT. Prodajna provizija je bila odvisna od tega, ali je vrednostni papir dosegel pozitivno ali negativno donosnost. Če je dosegel pozitivno donosnost, sem upoštevala provizijo za znesek nad 10 mio SIT, v primeru negativne donosnosti pa znesek pod 10 mio SIT. Razlika je nastala zato, ker je bila pri preučevanih posrednikih ločnica med dvema različnima provizijama prav vrednost posla 10 mio SIT. Nakupne in prodajne stroške sem izračunala kot odstotek vrednosti posla za posamezne posrednike pri investiranem znesku 10 mio SIT.

**Tabela 1:** *Provizije borznoposredniških hiš Ilirika, Medvešek Pušnik in banke SKB in celotne provizije, ki vključujejo strošek KDD in LJSE ob nakupu, prodaji z dobičkom delnic in obveznic ter prodaji z izgubo delnic in obveznic v % za investirano vrednost 10 mio SIT.*

	Provizija BPH v %			Celotna* provizija za 10 mio SIT delnice v %			Celotna provizija* za 10 mio SIT obveznice v %		
	Nakup VP	Prodaja VP z izgubo	Prodaja VP z dobičkom	Nakup VP	Prodaja VP z izgubo	Prodaja VP z dobičkom	Nakup VP	Prodaja VP z izgubo	Prodaja VP z dobičkom
<b>ILIRIKA</b>	0,600	0,600	0,500	0,716	0,713	0,613	0,696	0,693	0,593
<b>MP</b>	0,800	0,800	0,750	0,916	0,913	0,863	0,896	0,893	0,843
<b>SKB</b>	0,700	0,700	0,600	0,816	0,813	0,713	0,796	0,793	0,693

\* provizija vključuje poleg provizije BPH tudi provizijo LJSE in KDD ter stroške odprtja računa

Vir: Provizije za posredovanje vrednostnih papirjev pri Iliriki, 2004; Provizije za posredovanje vrednostnih papirjev pri MP, 2004; Interna gradiva SKB banke, 2004; Lasten izračun, 2004.

Prav tako sem izbrala naključno tri slovenske banke in primerjala obresti, ki so jih na začetku leta 2003 ponujale za različne bančne vloge. Pri tem sem upoštevala dejstvo, da so obrestne mere v letih 2003 in 2004 padale, zato se mi je zdelo pomembno, da sem računala z obrestnimi merami, ki so veljale leta 2003. Obdobje enoletne vezave sem si izbrala od 3. 1. 2003, prvega delovnega dneva, do 3. 1. 2004. Pri letni vezavi sem izbrala obrestno mero do vključno enega leta.

### 4.3 Bančne vloge

Izračun donosnosti bančne vloge sem prikazala na primeru treh bank. Izbrala sem Gorenjsko banko, SKB banko in Abanko Vipava. Med seboj sem primerjala donosnost vloge 10 mio SIT, od

3. 1. 2003 do 3. 1. 2004, če je posameznik vezal denarna sredstva za tri mesece in vezavo štirikrat podaljšal, vezavo tolarjev za eno leto ter vezavo evrov v tolarški protivrednosti 10 mio SIT. Za primerjavo sem navedla tudi tolarško vezavo za obdobje enega leta z valutno klavzulo<sup>3</sup>.

**Tabela 2:** Nominalne obrestne mere Gorenjske banke, SKB banke in Abanke Vipa glede na način vezave, glede na valuto in ročnost vezave in izračunane realne obrestne mere za posamezno vlogo pri posamezni banki.

Način vezave	Nominalna obrestna mera banke v %			Izračunana realna <sup>4</sup> donosnost vezanih vlog v %		
	GB	SKB	ABANKA	GB	SKB	ABANKA
Vezava SIT za 3 mesece s štirikratnim podaljšanjem in reinvestiranjem obresti.	8,10	8,15	8,20	2,28	2,47	2,41
	7,20	7,15	7,10			
	5,90	6,20	6,10			
	5,30	5,70	5,60			
Vezava SIT za 1 leto s fiksno obrestno mero.	8,80	8,90	8,90	4,20	4,30	4,30
Vezava SIT za 1 leto z variabilno obrestno mero.	2,55+TOM (9,85)*	ne obstaja	ne obstaja	<b>5,25</b>	ne obstaja	ne obstaja
Vezava SIT za 1 leto z devizno klavzulo.	D+2,43 (6,13)*	D+3,50% (7,20)*	ne obstaja	1,53	2,60	ne obstaja
Vezava EUR za 1 leto s fiksno obrestno mero.	2,50	2,07	ne obstaja	-2,06	-2,50	ne obstaja
Vezava EUR za 1 leto z variabilno obrestno mero.	2,50+Euribor (5,20)*	ne obstaja	2,65+Euribor (5,45)*	0,68	ne obstaja	0,94

\* celotne obresti s TOM, devizno klavzulo oziroma euriborom, ki sem ga upoštevala pri izračunu obresti pri posamezni banki

Vir: Interna gradiva SKB banke, 2004; Interna gradiva Abanke Vipa, 2004; Interna gradiva Gorenjske banke, 2004; Arhiv dnevnik deviznih tečajev za leto 2003, 2004; Bilten Banke Slovenije, 2003, str. 38; Lasten izračun, 2004.

Obrestne mere so se po posameznih bankah leta 2003 razlikovale, vendar ta odstopanja niso bila velika. Po pričakovanju so imele najvišjo donosnost tolarške vezane vloge za eno leto, med njimi pa je prevladovala ponudba Gorenjske banke z variabilno obrestno mero, ki je bila vezana na referenčno obrestno mero TOM<sup>5</sup>. Januarja 2003 so pri računanju obresti v Gorenjski banki uporabili TOM v višini 7,30 % letno. Izračunala sem, da je celotna realna donosnost enoletne vezane vloge z variabilno obrestno mero pri Gorenjski banki leta 2003 znašala 5,25 %. Fiksne obrestne mere za vezavo sredstev za eno leto so leta 2003 v preučevanih bankah prinesle realne obresti 4,2 % in 4,3 %. Če bi investitor v začetku leta 2003 vložil denarna sredstva v bančno vlogo za tri mesece in svojo vlogo nato z obrestmi vred še trikrat podaljšal, bi dobil le nekaj več

<sup>3</sup> Banke so za izračun obresti do enega leta uporabljale linearno metodo, podatkov za število dni v imenovalcu pa nisem imela na voljo, pri izračunih sem uporabila 360 dni.

<sup>4</sup> Realno donosnost sem izračunala tako, da sem od nominalne donosnosti odštela inflacijo.

<sup>5</sup> Tudi ostali dve banki sta imeli v svoji ponudbi variabilno obrestno mero, vendar za obdobje nad enim letom, kar pomeni vezavo le enega dneva več, zato tega nisem prikazala v tabeli.

kot 2 % realnega donosa. Tudi tolarske vloge z devizno klavzulo so prinesle pozitiven realni donos. Obrestna mera za enoletno vezano vlogo je v Gorenjski banki znašala D + 2,43 %, v SKB banki pa je bila obrestna mera D + 3,50 %. Devizna klavzula za evro na letni ravni je vezana na srednji tečaj evra Banke Slovenije in je bila po podatkih centralne banke 3,7-odstotna<sup>6</sup> (Bilten Banke Slovenije, 2003, str. 38). Obresti so po opisanem izračunu leta 2003 realno znašale v Gorenjski banki 1,53 %, v SKB banki pa 2,60 %.

Pri izračunu obresti deviznih vlog sem predpostavila, da je investitor 3. 1. 2003 po prodajnem tečaju Banke Slovenije zamenjal tolarje v evre, preden jih je vložil v posamezno vlogo. 3. 1. 2004 je vloženi znesek z obrestmi zamenjal v tolarje po nakupnem tečaju Banke Slovenije. Poleg obresti sem upoštevala tudi donos investitorja zaradi apreciacije evra v primerjavi s tolarjem. Leta 2003 so bile fiksne obrestne mere za depozite v evrih zelo nizke in so realno prinašale negativne obresti v višini več kot dva odstotka (glej Tab. 2, na str. 30). Posamezne banke so pri vezanih vlogah v evrih z variabilno obrestno mero leta 2003 uporabljale različno tržno obrestno mero za evro. Pri izračunu donosnosti vezane bančne vloge Gorenjske banke sem upoštevala podatek, da je omenjena banka leta 2003 fiksnemu delu obresti prištela euribor v višini 2,70 %. Za izračun spremenljivih obresti Abanke nisem imela podatka, zato sem pri tej banki upoštevala dejansko vrednost euribora dne 3. 1. 2003, ki je znašal 2,797 % (Obrestna mera euribor, 2004). Variabilna obrestna mera za vezano devizno vlogo za eno leto je ob koncu leta 2003 prinesla pozitivne obresti, vendar manjše od enega odstotka.

#### **4.4 Obveznice**

Pri izračunu donosnosti obveznic in delnic sem predpostavila hipotetičen primer, v katerem je investitor vložil 10 mio SIT le v vrednostne papirje enega podjetja na prvi trgovalni dan, 6. 1. 2003 po enotnem tečaju vrednostnega papirja. V zadnjem trgovalnem dnevu leta 2003 je vlagatelj naložbo prodal po enotnem tečaju dne 30. 12. 2003. Rezultate izračuna donosnosti obveznic sem zaradi obsega priložila v priloge (glej Tab. 10, na str. 1, 2, 3 in Tab. 11 na str. 3, 4, 5).

#### **Najdonosnejša obveznica leta 2003**

Najvišjo realno donosnost je med obveznicami leta 2003 dosegla 21. izdaja obveznic Republike Slovenije (RS21) v višini 12,24 %. Obveznica izplačuje kupone letno z obrestno mero TOM + 1 %. Leta 2003 je izplačala kupon 1. 3. 2003 v višini 844,8 SIT, poleg tega pa je ob izplačilu kupona vrnila tudi 300 SIT dolga oziroma glavnice. Ob izdaji je njena nominalna vrednost znašala 9900 SIT, v začetku leta 2003 je bila osnova za kotacijo 9700 SIT, po izplačilu glavnice leta 2003 pa samo še 9400 SIT. V začetku leta 2003 je obveznica kotirala na borzi 85 %, na

---

<sup>6</sup> Od bank nisem prejela podatka o višini devizne klavzule, ki jo je posamezna banka dejansko uporabila, zato sem pri izračunih uporabljala podatek Banke Slovenije o višini devizne klavzule za leto 2003.

koncu istega leta pa se je kotacija povišala na 93,80 %, vendar kot sem že omenila je bila osnova za kotacijo na koncu leta za 300 SIT pri posamezni obveznici nižja zaradi izplačane glavnice. Ceno obveznice v začetku leta 8964,82 SIT sem izračunala tako, da sem kotacijo obveznice 85 % pomnožila z 9700, temu znesku pa sem prištela še natečene obresti. To so obresti, ki jih mora kupec izplačati prodajalcu za 311 dni, ki so minili od dneva zadnjega izplačanega kupona 1. 3. 2002 do 6. 1. 2003, ko je preučevani investitor obveznico kupil. Amortizacijski načrt prikazuje kupon v letu 2003 v višini 844,8 SIT, kar sem pomnožila s 311, delila s 365, številom dni v letu, in za eno obveznico RS21 izračunala natečene obresti v vrednosti 719,82 SIT

Nato sem računala, koliko obveznic lahko kupi investitor z naložbenim zneskom 10 mio SIT oziroma za obveznice, izdane v tuji valuti, z zneskom, preračunanim na prodajni tečaj Banke Slovenije dne 6. 1. 2003, kar znaša 43272,51 EUR. Število kupljenih obveznic RS21 z investiranim zneskom 10 mio SIT dne 6. 1. 2003 je 1115,47. Računala sem tudi, koliko znašajo kuponi in glavnice za vse kupljene obveznice, ne le za posamezno. Te zneske sem za obveznice, izdane v tuji valuti, preračunala po nakupnem tečaju Banke Slovenije na dan izplačila.

Ceno obveznice RS21 na koncu leta v višini 9329,59 SIT sem izračunala tako, da sem kotacijo 93,80 % dne 30. 12. 2003, pomnožila z osnovo 9400 SIT ter prištela natečene obresti ene obveznice, ki so znašale 512,39 SIT. Natečene obresti je moral kupec plačati našemu investitorju od dne izplačila zadnjega kupona, 1. 3. 2003, do prodaje obveznice 30. 12. 2003, torej za 304 dni. Amortizacijski načrt obveznice je prikazoval naslednje izplačilo obresti 1. 3. 2004 v višini 615,21 SIT, kar sem pomnožila s 304 in delila s številom dni v letu. Kapitalski donos sem dobila tako, da sem ceno obveznic pomnožila s številom vseh kupljenih obveznic RS21, znesku prištela vse glavnice, izplačane za posamezno vrsto obveznic leta 2003, ter od dobljene vsote odštela investirani znesek 10 mio SIT. Nominalna kapitalska donosnost obveznice RS21, 7,42 %, je izračunana tako, da sem kapitalski donos delila z investiranim zneskom. Kapitalski donos za obveznice, izdane v tuji valuti, sem preračunala v tolarje. Delček kapitalskega donosa je pri obveznicah, izdanih v evrih, prispevala sprememba deviznega tečaja. Euro je v primerjavi s tolarjem leta 2003 pridobil na vrednosti in pripomogel k donosnosti teh obveznic za 2,1 %.

Nominalna kuponska donosnost obveznice RS21 je leta 2003 znašala 9,42 %. Pri izračunu sem izplačane kuponske obresti vseh obveznic delila z investiranim zneskom 10 mio SIT. Celotna nominalna donosnost je seštevek kapitalske in kuponske donosnosti. Realno donosnost sem računala tako, da sem od nominalne odštela inflacijo v višini 4,6 %.

V nadaljevanju sem pri izračunih upoštevala tudi provizije, ki so jih zaračunavali borzni posredniki za storitve nakupa in prodaje obveznic na organiziranem trgu. Najprej sem investirani znesek 10 mio SIT zmanjšala za višino nakupne provizije posamezne borzno-posredniške hiše oziroma banke. Vloženi znesek v vrednostne papirje je bil v tem primeru nižji od 10 mio SIT, zato je lahko investitor kupil le 1107,91 obveznic RS21. Kapitalski donos sem izračunala enako kot pri izračunih brez provizije, le da sem od prodajne vrednosti obveznic, preden sem prištela glavnico, odštela prodajno provizijo. Kapitalski donos in kuponske obresti sem pri izračunu donosnosti delila z investiranim zneskom 10 mio SIT. Obe donosnosti po provizijah sta bili nižji, ker je število kupljenih obveznic zaradi nakupne provizije nižje, kapitalska donosnost pa je bila

nižja še zaradi prodajne provizije. Provizije Ilirike so realno donosnost obveznice RS21 oklestile na 10,81 %, provizije Medvešek-Pušnik na 10,32 %, SKB banke pa na 10,59 %.

Pri računanju donosnosti po davkih sem upoštevala provizije Ilirike, ker so med vsemi preučevanimi borznoposredniškimi hišami zaračunavale najnižjo nakupno in prodajno provizijo. Donosnost obveznic je v tem primeru poleg provizij zniževala tudi obdavčitev kapitalskega dobička, obresti obveznic pa v Sloveniji leta 2003 niso bile obdavčene. Po Zakonu o dohodnini se pri izračunu davka upošteva cena vrednostnega papirja na dan pridobitve oziroma prodaje (Davki in prispevki 2003, 2003, str. 530). Na Davčni upravi so mi pojasnili, da pri izračunu kapitalskega dobička iz naslova vrednostnih papirjev upoštevajo ceno brez provizij. Najprej sem od prodajnega zneska obveznice RS21 pred provizijami odštela revaloriziran investirani znesek po provizijah Ilirike<sup>7</sup>. Investirani znesek po provizijah sem revalorizirala s koeficientom rasti cen življenjskih potrebščin<sup>8</sup> (Koeficienti za revalorizacijo nakupne vrednosti za leto 2003, 2004). Dobila sem kapitalski donos, ki je upošteval povišanje cen leta 2003 in ga pomnožila s posamezno davčno stopnjo. Od prodajnega zneska po provizijah sem nato odštela izračunan davek in investirani znesek 10 mio SIT, prištela glavnico ter vse skupaj delila z 10 mio SIT, da sem dobila nominalno donosnost kapitala. Tej donosnosti sem prištela kuponsko donosnost, odštela inflacijo in dobila realno donosnost RS21 po davkih in provizijah Ilirika po posameznih davčnih razredih. Pri omenjeni obveznici je bila donosnost v vseh davčnih razredih enaka, saj je bila razlika med njeno prodajno ceno ob koncu leta in njeno nakupno ceno v začetku leta negativna, tako da investitor pri tej obveznici ni plačal davka, glavnica, ki jo je med letom izplačala obveznica, pa se glede na pojasnila pri davčni upravi ne obdavčuje<sup>9</sup>. Obveznica RS21 je v vseh davčnih razredih dosegla z upoštevanjem provizij Ilirike 10,81 % realno donosnost.

### **Najmanj donosna obveznica leta 2003**

Tudi obveznico, ki je dosegla leta 2003 najnižjo donosnost, je izdala Republika Slovenija v 10. izdaji, zato se imenuje RS10. Njena kuponska donosnost je TOM + 4,5 %. Leta 2003 je izplačala kupon v vrednosti 360,75 SIT, poleg tega pa tudi glavnico v višini 530,37 SIT. Ceno dne 6. 1. 2003 sem izračunala kot kotacijo obveznice 100,50 %, pomnoženo z osnovo kotacije oziroma stanjem dolga 6. 1. 2003, ki je znašal 7441,67 SIT, prištela natečene obresti do 6. 1. 2003 v višini 217,44 SIT za obveznico in dobila vrednost 7696,32. Osnova za ceno na koncu leta se je zaradi izplačila glavnice znižala na 6373,35 SIT, obveznica pa je takrat kotirala 102,50 %. Končna cena je bila z natečenimi obrestmi 6707,46 SIT. Temu znesku sem prištela še glavnico, ki je bila izplačana investitorju, in dobila 7237,83 SIT, kar je še vedno nižje od cene v začetku leta. Nominalno sem izračunala kapitalsko izgubo v višini 5,96 %. Kuponska donosnost je znašala

---

<sup>7</sup> Investitor je dejansko vložil investirani znesek, zmanjšan za provizije.

<sup>8</sup> Za valorizacijo nakupne vrednosti vrednostnega papirja objavlja SURS koeficient rasti cen življenjskih potrebščin. Koeficient za nakup vrednostnega papirja 3. 1. 2003 in njegovo prodajo 30. 12. 2003 je znašal 1,0462.

<sup>9</sup> Na davčni upravi so mi rekli, da se glavnica verjetno ne obdavčuje.

4,69 %. Negativna kapitalska donosnost je bila višja od kuponske donosnosti, zato je obveznica leta 2003 zabeležila negativno realno donosnost v višini -5,87 %. Ob upoštevanju provizije Ilirika se je donosnost znižala na -7,16 %. Zaradi negativnega kapitalskega dobička obveznice investitorju na takšno obveznico v preučevanem letu ne bi bilo potrebno plačati davka.

### **Povprečna donosnost obveznic leta 2003**

Povprečna realna donosnost obveznic, brez upoštevanja provizij, je v letu 2003, znašala 5,23 % (glej Tab. 9, na str. 42). Z upoštevanjem provizije Ilirike se je povprečna realna donosnost znižala na 3,84 %, po plačilu davka in ob upoštevanju provizij Ilirike pa so bile povprečne realne donosnosti po razredih navzgor naslednje: 3,78 %, 3,71 %, 3,70 %, 3,69 %, 3,67 %, v zadnjem razredu pa je povprečna realna donosnost leta 2003 znašala 3,65 %. Povprečna donosnost obveznic predpostavlja, da je investitor ves denar naložil med posamezne obveznice v enakih deležih. Iz teorije vemo, da je bolj realna predpostavka, da investitor optimizira portfelj tako, da denar naloži med posamezne obveznice v razmerju, kot velja za tržno premoženje, vendar za takšen izračun nimamo na voljo dovolj informacij. Na borzi splošna gibanja tečajev obveznic merijo s cenovnim indeksom BIO, ki vključuje le najbolj likvidne obveznice. V začetku leta 2003 je indeks znašal 110,60, na koncu pa 117,27 (Borzni indeksi, LJSE 2004). Leta 2003 se je indeks nominalno povišal za 6,03 %, realno pa je zrasel za 1,43 %. Indeks lahko primerjam s povprečno kapitalsko donosnostjo obveznic v letu 2003, ki je nominalno znašala 2,71 %, realno pa je bila le-ta negativna v višini -1,98 %. Obveznice, vključene v indeks BIO, so dosegle v povprečju leta 2003 višji kapitalski donos v primerjavi z vsemi obveznicami v borzni kotaciji.

## **4.5 Delnice**

### **Donosnost prednostne delnice**

Za preučevanje donosnosti prednostnih delnic v primerjavi z ostalimi naložbami je bila leta 2003 le delnica, katere izdajatelj je Probanka d.d. Maribor (PRBP). Njena realna donosnost brez upoštevanja provizij je leta 2003 znašala 2,49 %.

Če bi investitor v začetku leta kupil delnico pri borznoposredniški hiši Ilirika in jo pri isti hiši na koncu leta prodal, bi na vloženi znesek 10 mio SIT pred plačilom davka dosegel 1,10 % realne donosnosti. Investitorju davka na kapitalski dobiček ne bi bilo potrebno plačati, saj je revalorizirana nabavna vrednost brez upoštevanja provizij višja od donosa pred provizijami, ki ga je prejel investitor ob prodaji delnice. Ker je delnica PRBP leta 2003 izplačala dividendo, je moral investitor plačati davek na dohodek iz udeležbe v dobičku, kar je zmanjšalo realno donosnost delnice po posameznih davčnih razredih na 0,58 %, 0,03 %, -0,03 %, -0,13 %, -0,28 % in -0,43 %.

**Tabela 3:** *Dividende, izplačane leta 2003 za prednostno delnico, tečaj na prvi in zadnji trgovanli dan leta 2003 za delnico, nominalna dividendna, kapitalska in celotna donosnost delnice leta 2003 ter njena realna donosnost leta 2003.*

V.P. koda	Dividenda v letu 2003	Enotni tečaj 6. 1. 2003	Enotni tečaj 30. 12. 2003	Dividendna donosnost v %	Kapitalska donosnost v %	Skupaj donosnost v %	Realna donosnost v %
PRBP	310	5999,9	6115,39	5,17	1,92	7,09	2,49

Vir: Arhiv borznih tečajev, 2004; Lasten izračun, 2004.

**Tabela 4:** *Realna donosnost prednostne delnice leta 2003 po provizijah borznoposredniških hiš Ilirika, SKB banke in Medvešek-Pušnik ter njena realna donosnost leta 2003 po provizijah Ilirika po posameznih davčnih razredih.*

V.P. koda	Realna donosnost po provizijah v %			Realna donosnost po provizijah Ilirika po posameznih davčnih razredih v %					
	ILIRIKA	SKB	MP	Prvi davčni razred	Drugi davčni razred	Tretji davčni razred	Četrti davčni razred	Peti davčni razred	Šesti davčni razred
PRBP	1,10	0,90	0,64	0,58	0,03	-0,03	-0,13	-0,28	-0,43

Vir: Lasten izračun, 2004.

Donosnost prednostne delnice je bila leta 2003 v primerjavi z večino navadnih delnic, ki so dosegle pozitivno rast, nizka. Glede na večje tveganje, ki ga nosijo prednostne delnice, je njihova donosnost nizka tudi v primerjavi z nekaterimi obveznicami.

### Najbolj donosna navadna delnica leta 2003

Najbolj donosna navadna delnica je bila leta 2003 delnica Luke Koper (LKPG). Med vsemi navadnimi delnicami kotacije A je dosegla najvišjo dividendno in najvišjo kapitalsko donosnost. Delnica LKPG je v začetku leta 2003 kotirala z vrednostjo 4503,91 SIT, na koncu leta pa je njena tržna cena znašala 7217,57 SIT. Najprej sem izračunala število delnic LKPG, ki jih investitor lahko kupi z investiranim zneskom 10 mio SIT na začetku leta, in dobila število 2220,29. Število delnic sem pomnožila s prodajno ceno, odštela investirani znesek in izračunala dobiček. Nominalna kapitalska donosnost je znašala 60,25 %. Nominalna dividendna donosnost 5 % je izračunana tako, da je višina dividende, ki jo je izplačala delnica, 225 SIT deljena z njeno nakupno ceno. Realno je celotna donosnost delnice Luke Koper leta 2003 znašala 60,65 %.

Realna donosnost posamezne delnice za investitorja leta 2003 še ni predstavljala celotnega zaslužka. Tudi pri delnicah so donosnost zniževale provizije borznih posrednikov in davki. Provizije sem upoštevala tako, da sem investirani znesek zmanjšala za plačilo provizij in izračunala število delnic, ki jih lahko kupi investitor. Nato sem računala kapitalsko donosnost enako, kot če provizij ne bi bilo, le da sem kapitalski donos znižala za prodajno provizijo vseh delnic LKPG. Z upoštevanjem provizij bi pri Iliriki dosegel za najbolj donosno delnico leta 2003 58,49-odstotno realno donosnost, pri Medvešek-Pušnik 57,76-odstotno, pri banki SKB pa 58,17-odstotno donosnost.

*Tabela 5: Dividende, izplačane leta 2003 po posameznih delnicah, tečaj na prvi in zadnji trgovanjski dan leta 2003 za posamezne delnice, nominalna dividendna, kapitalska in celotna donosnost posameznih delnic leta 2003 ter realna donosnost posameznih delnic leta 2003.*

V.P.	Dividenda leta 2003	Tečaj 6. 1. 2003	Tečaj 30. 12. 2003	Nom. div. donosnost v %	Nom. kap. donosnost v %	Nominalna donosnost v %	Realna donosnost v %
AELG	200	4031,11	6061,00	4,96	50,36	55,32	50,72
CHZG	0	3140,00	3449,16	0,00	9,85	9,85	5,25
DELR	1000	25757,86	27735,97	3,88	7,68	11,56	6,96
DPRG	270	5000,00	6038,46	5,40	20,77	26,17	21,57
DRPG	2000	89000,00	93608,70	2,25	5,18	7,43	2,83
EOKG	0	1699,19	1700,00	0,00	0,05	0,05	-4,55
ETOG	1100	37936,36	50000,00	2,90	31,80	34,70	30,10
GPG	0	5375,00	5495,08	0,00	2,23	2,23	-2,37
GRVG	95	4400,25	4917,81	2,16	11,76	13,92	9,32
GZRG	60	2147,88	2031,77	2,79	-5,41	-2,61	-7,21
IEKG	220	5189,95	5384,46	4,24	3,75	7,99	3,39
ITBG	100	7657,50	10216,66	1,31	33,42	34,73	30,13
KOLR	120	5004,33	5935,76	2,40	18,61	21,01	16,41
KRKG	1050	42373,16	52187,85	2,48	23,16	25,64	21,04
LKPG	<b>225</b>	<b>4503,91</b>	<b>7217,57</b>	<b>5,00</b>	<b>60,25</b>	<b>65,25</b>	<b>60,65</b>
MAJG	48	1799,90	2098,14	2,67	16,57	19,24	14,64
MELR	450	24495,22	32661,51	1,84	33,34	35,18	30,58
MER	650	25012,43	24391,20	2,60	-2,48	0,12	-4,48
MTSG	100	1400,10	1188,83	7,14	-15,09	-7,95	-12,55
NIKN	0	920,00	1331,00	0,00	44,67	44,67	40,07
PETG	700	39981,82	56207,53	1,75	40,58	42,33	37,73
PILR	100	6273,60	7233,53	1,59	15,30	16,90	12,30
PULG	0	87372,00	87094,82	0,00	-0,32	-0,32	-4,92
RARG	70	1430,03	1750,00	4,90	22,38	27,27	22,67
SALR	1500	94000,00	126865,70	1,60	34,96	36,56	31,96
SAVA	546	28371,43	27655,18	1,92	-2,52	-0,60	-5,20
TCRG	400	27900,00	28149,50	1,43	0,89	2,33	-2,27
TEHG	0	12032,65	12100,00	0,00	0,56	0,56	-4,04
ZKNG	<b>0</b>	<b>16340,02</b>	<b>13980,78</b>	<b>0,00</b>	<b>-14,44</b>	<b>-14,44</b>	<b>-19,04</b>
ZMTG	30	2300,00	2294,21	1,30	-0,25	1,05	-3,55
ZTOG	920	36867,57	33857,20	2,50	-8,17	-5,67	-10,27

Vir: Arhiv borznih tečajev, 2004; Lasten izračun, 2004.

Donosnost delnic je bila leta 2003 v Sloveniji obremenjena z davkom na kapitalski dobiček in davkom iz udeležbe v dobičku. Za izračun kapitalskega dobička sem investirani znesek po provizijah revalorizirala in ga odštela od prodajnega zneska pred provizijami. Znesek sem pomnožila s posamezno davčno stopnjo in dobila davek, ki bi ga moral investitor plačati državi. Kapitalski donos je izračunan tako, da sem od donosa po provizijah odštela omenjeni davek in investirani znesek 10 mio SIT. Izračun davka z naslova dividend sem izračunala tako, da sem znesek vseh dividend znižala za 40 % in dobila osnovo za izračun davka. Osnovo sem pomnožila s posamezno davčno stopnjo. Od dividend sem nato odštela davek, da sem dobila dejansko prejete dividende.

**Tabela 6:** Realna donosnost posameznih delnic leta 2003 po provizijah borznoposredniških hiš Ilirika, SKB banke in Medvešek-Pušnik ter realna donosnost posameznih delnic leta 2003 po provizijah Ilirika po posameznih davčnih razredih.

V.P. koda	Realna donosnost po provizijah v %			Realna donosnost po provizijah Ilirika po posameznih davčnih razredih v %					
	ILIRIKA	SKB	MP	Prvi davčni razred	Drugi davčni razred	Tretji davčni razred	Četrti davčni razred	Peti davčni razred	Šesti davčni razred
AELG	48,69	48,39	48,01	40,47	31,76	30,80	29,34	26,93	24,51
CHZG	3,79	3,57	3,30	2,91	1,97	1,87	1,72	1,46	1,20
DELR	5,51	5,29	5,02	4,60	3,64	3,53	3,37	3,10	2,83
DPRG	19,93	19,69	19,38	16,66	13,19	12,81	12,23	11,27	10,31
DRPG	1,42	1,21	0,94	1,09	0,75	0,72	0,66	0,56	0,47
EOKG	-5,98	-6,18	-6,37	-5,98	-5,98	-5,98	-5,98	-5,98	-5,98
ETOG	28,33	28,07	27,74	23,45	18,28	17,71	16,85	15,41	13,98
GPG	-3,72	-3,92	-4,18	-3,72	-3,72	-3,72	-3,72	-3,72	-3,72
GRVG	7,83	7,60	7,32	6,40	4,89	4,73	4,47	4,06	3,64
GZRG	-8,58	-8,77	-8,96	-8,86	-9,16	-9,19	-9,24	-9,33	-9,41
IEKG	1,98	1,77	1,51	1,55	1,10	1,05	0,97	0,85	0,72
ITBG	28,35	28,08	27,75	23,36	18,07	17,48	16,60	15,13	13,66
KOLR	14,82	14,58	14,29	12,22	9,46	9,15	8,69	7,93	7,16
KRKG	19,39	19,14	18,84	16,01	12,43	12,03	11,44	10,44	9,45
LKPG	<b>58,49</b>	<b>58,17</b>	<b>57,76</b>	<b>48,59</b>	<b>38,12</b>	<b>36,95</b>	<b>35,20</b>	<b>32,29</b>	<b>29,38</b>
MAJG	13,07	12,84	12,55	10,79	8,36	8,10	7,69	7,02	6,35
MELR	28,80	28,53	28,20	23,76	18,43	17,84	16,95	15,47	13,99
MER	-5,89	-6,09	-6,28	-6,16	-6,43	-6,46	-6,51	-6,59	-6,67
MTSG	-13,81	-13,98	-14,16	-14,53	-15,30	-15,38	-15,51	-15,72	-15,93
NIKN	38,16	37,87	37,51	31,40	24,24	23,44	22,25	20,26	18,27
PETG	35,86	35,58	35,23	29,61	23,00	22,26	21,16	19,32	17,48
PILR	10,76	10,53	10,24	8,79	6,71	6,48	6,13	5,56	4,98
PULG	-6,34	-6,53	-6,73	-6,34	-6,34	-6,34	-6,34	-6,34	-6,34
RARG	21,01	20,77	20,46	17,52	13,82	13,41	12,80	11,77	10,74
SALR	30,16	29,89	29,55	24,88	19,28	18,66	17,73	16,18	14,62
SAVA	-6,60	-6,80	-6,99	-6,80	-7,00	-7,03	-7,06	-7,12	-7,18
TCRG	-3,62	-3,82	-4,12	-3,76	-3,92	-3,93	-3,96	-4,00	-4,05
TEHG	-5,47	-5,67	-5,87	-5,47	-5,47	-5,47	-5,47	-5,47	-5,47
ZKNG	<b>-20,26</b>	<b>-20,43</b>	<b>-20,60</b>	<b>-20,26</b>	<b>-20,26</b>	<b>-20,26</b>	<b>-20,26</b>	<b>-20,26</b>	<b>-20,26</b>
ZMTG	-4,98	-5,18	-5,38	-5,11	-5,25	-5,26	-5,29	-5,33	-5,37
ZTOG	-11,60	-11,78	-11,96	-11,85	-12,12	-12,15	-12,19	-12,26	-12,34

Vir: Lasten izračun, 2004.

Dividende in kapitalski donos sem nato po posameznih razredih seštela in ga delila z 10 mio SIT, odštela inflacijo in dobila realno donosnost po davkih za posamezno delnico. Za delnico Luke Koper bi bila torej končna realna donosnost z upoštevanjem provizij Ilirike in davkov v prvem razredu 48,59 %, v drugem 38,12 %, v tretjem 36,95 %, v četrtem 35,20 %, v petem 32,29 %, v zadnjem pa 29,38 %. Vidimo, da davčna obremenitev močno znižuje donosnost delnic v vseh razredih.

### **Najmanj donosna navadna delnica leta 2003**

Po drugi strani bi investitor leta 2003 zabeležil najvišjo realno izgubo, če bi ves prihranjeni denar vložil v delnice Živila Kranj. Delnice tega podjetja so dosegle najvišjo kapitalsko izgubo, ki je ob upoštevanju provizije Ilirike realno znašala -20,26 %, dividend pa leta 2003 niso izplačale. Ker investitor, ki bi vložil ves denar v te delnice, ne bi zabeležil pozitivne donosnosti niti iz dividend niti iz kapitalskega dobička, ne bi plačal davka v nobenem razredu.

### **Povprečna donosnost navadnih delnic leta 2003**

Večina navadnih delnic je leta 2003 realno zabeležila precejšnjo pozitivno rast, vendar pa je kar dvanajst delnic od preučevanih enaintridesetih doseglo negativno realno donosnost pred provizijami in davki. V povprečju je bila realna donosnost delnic brez upoštevanja provizij 11,87 % (glej Tab. 9, na str. 42). Če upoštevamo provizije Ilirike, je realna donosnost delnic v povprečju znašala 10,31 %. Ob upoštevanju provizije Ilirike in po plačilu davka v prvem razredu je povprečna donosnost delnic znašala 7,91 %, v drugem razredu 5,37 %, v tretjem 5,09 %, v četrtem 4,67 %, v petem 3,96 %, v šestem pa 3,26 %. Za primerjavo naj dodam, da je indeks SBI 20 leta 2003 nominalno narasel za 18,40 %, kar realno pomeni 13,80-odstotno porast. Indeks SBI 20 je cenovni indeks, tehtan s tržno kapitalizacijo v prostem obtoku. Meri splošna gibanja tečajev največjih in najlikvidnejših delnic na Ljubljanski borzi. 6. 1. 2003 je znašal 3320,55 točk, na koncu leta pa 3931,64 točk (Borzni indeksi, 2004). SBI lahko primerjam s povprečnim kapitalskim dobičkom preučevanih delnic leta 2003, ki je nominalno znašal 14,18 %, realno pa 9,58 %. Enako kot pri obveznicah se je izkazalo, da so leta 2003 delnice, vključene v indeks, dosegle višjo kapitalsko donosnost od povprečja vseh delnic v borzni kotaciji.

### **4.6 Vzajemni skladi**

Delniški vzajemni skladi so dosegli v obdobju od 3. 1. 2003 do 31. 12. 2003 razmeroma visoko realno donosnost. Če ne upoštevamo vstopnih in izstopnih provizij, se je le-ta gibala med devetimi in petnajstimi odstotki. Tudi uravnoteženi vzajemni skladi, ki naj bi bili manj tvegani, po donosnosti za delniškimi niso zaostajali, saj je bila njihova realna donosnost pred provizijami med desetimi in devetnajstimi odstotki. Pri teh vrstah skladov bi na dolgi rok pričakovali nižje donosnosti od delniških, vendar očitno v enem letu te razlike še niso prišle do izraza, saj so nekateri tovrstni skladi dosegali še višje donose od delniških. Med vsemi skladi je leta 2003 dosegel najvišjo donosnost uravnoteženi sklad Vizija z realno donosnostjo pred vstopnimi in izstopnimi provizijami 18,94 %. Realno donosnost sem izračunala tako, da sem od VEP na koncu leta odštela VEP na začetku leta in vse skupaj delila z VEP na začetku leta, od tega pa nato odštela inflacijo. Realna donosnost obvezniških skladov je bila po pričakovanju precej nižja, in sicer med petimi in šestimi odstotki. Najnižjo donosnost pred upoštevanjem vstopnih in izstopnih provizij je dosegel obvezniški sklad Sova z realno donosnostjo 5,17 %.

*Tabela 7: Vstopna, izstopna, upravljavska, skrbniška provizija po posameznih vzajemnih skladih leta 2004, vrednost enote premoženja na prvi in zadnji dan leta 2003 po posameznih skladih in izračunana nominalna donosnost leta 2003 po posameznih vzajemnih skladih.*

	Vstopna provizija za 10 mio SIT v %	Izstopna provizija v %	Upravljavska provizija (letno) v %	Skrbniška provizija (letno) v %	VEP 3. 1. 2003	VEP 31. 12. 2003	Nominalna donosnost pred provizijami v %
<b>Delniški skladi</b>							
Delniški	2,50	0,00	2,00	0,00	339,57	405,62	19,45
MP- Global.SI	3,00	0,00	3,00	0,00	NP	972,51	NP
MP-Plus.SI	1,50	0,00	3,00	0,00	NP	95.195,69	NP
Rastko	3,00	0,00	2,00	0,00	4.194,37	4.965,72	18,39
S.P.D.	2,50	0,00	2,00	0,00	383,04	442,14	15,43
Zajček	2,00	1,00	2,00	0,00	771,4	905,74	17,42
Živa	1,50	1,50	2,00	0,00	1.984,08	2.272,78	14,55
<b>Uravnoteženi skladi</b>							
Alfa	2,50	0,00	2,00	0,00	8.329,14	9.548,94	14,65
Galileo	3,00	0,00	2,00	0,00	1.775,64	2.073,92	16,80
Hrast	2,50	0,00	2,00	0,00	5.365,26	6.244,72	16,39
Modra kombinacija	1,00	1,00	2,00	0,00	523,89	634,42	21,10
LBM Piramida	0,00	1,00	2,00	0,00	3.856,98	4.475,85	16,05
Polžek	2,00	1,00	2,00	0,00	630,72	724,95	14,94
Primus	0,00	3,00	2,00	0,17	NP	NP	NP
Triglav Renta	1,00	2,00	2,00	0,00	1.755,63	2.046,75	16,58
Skala	1,00	1,00	2,00	0,00	11.509,55	13.438,62	16,76
Vipek	2,00	1,00	2,00	0,00	6.005,57	7.072,11	17,76
Vizija	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>2,00</b>	<b>0,00</b>	<b>373,25</b>	<b>461,13</b>	<b>23,55</b>
<b>Obvezniški skladi</b>							
KD Bond	2,00	0,00	1,00	0,00	2.437,51	2.686,29	10,21
Pika	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>2,00</b>	<b>0,00</b>	<b>4.112,55</b>	<b>4.548,16</b>	<b>10,59</b>
Sova	<b>2,00</b>	<b>0,00</b>	<b>1,00</b>	<b>0,00</b>	<b>126,8</b>	<b>139,19</b>	<b>9,77</b>

Vir: Provizije vzajemnih skladov, 2004; Arhiv vrednosti enote premoženja vzajemnih skladov, 2004; Lasten izračun, 2004.

### **Najbolj donosen vzajemni sklad leta 2003**

Realna donosnost najdonosnejšega sklada Vizija se je ob upoštevanju vstopnih in izstopnih provizij zmanjšala na 15,27 %. Realno donosnost po provizijah sem izračunala tako, da sem najprej izračunala število kupljenih enot sklada. Investirani znesek sem zmanjšala za vstopne provizije in delila z nakupnim VEP 373,25 SIT. Nato sem število kupljenih enot pomnožila z VEP ob prodaji 461,13 SIT, odštela izstopno provizijo in delila z investiranim zneskom 10 mio SIT.

Pri izračunih donosnosti, kjer sem poleg vstopnih in izstopnih provizij upoštevala tudi davke, sem najprej izračunala valorizirani kapitalski donos. Od prodajne vrednosti investicijskega kupona pred provizijami sem odštela valorizirani investirani znesek 10 mio SIT od katerega so

odštete vstopne provizije. Dobljene zneske sem pomnožila z davčno stopnjo po posameznih razredih. Nato sem od prodajne vrednosti investicijskega kupona po izstopnih provizijah odštela tako izračunani davek in investirani znesek ter delila z 10 mio SIT. Na koncu sem od nominalne donosnosti odštela še inflacijo, da sem dobila realno donosnost.

**Tabela 8:** Realna donosnost pred in po vstopnih ter izstopnih provizijah leta 2003 za posamezne vzajemne sklade ter realna donosnost po provizijah in po plačilu davka po posameznih razredih za vzajemne sklade.

Sklad	Realna donosnost po plačilu davka po posameznih davčnih razredih							
	Realna donosnost pred provizijami v %	Realna donosnost po provizijah v %	Prvi davčni razred	Drugi davčni razred	Tretji davčni razred	Četrti davčni razred	Peti davčni razred	Šesti davčni razred
<b>Delniški skladi</b>								
Delniški	14,85	11,86	9,41	6,80	6,51	6,08	5,36	4,63
MP-Global.SI	NP	NP	NP	NP	NP	NP	NP	NP
MP-Plus.SI	NP	NP	NP	NP	NP	NP	NP	NP
Rastko	13,79	10,24	7,97	5,56	5,30	4,90	4,23	3,56
S.P.D.	10,83	7,94	6,15	4,25	4,04	3,73	3,20	2,67
Zajček	12,82	9,32	7,18	4,93	4,68	4,30	3,67	3,05
Živa	9,95	6,54	4,88	3,12	2,92	2,63	2,14	1,65
<b>Uravnoveženi skladi</b>								
Alfa	10,04	7,18	5,52	3,76	3,56	3,27	2,78	2,29
Galileo	12,20	8,69	6,69	4,56	4,32	3,97	3,38	2,79
Hrast	11,79	8,88	6,93	4,86	4,64	4,29	3,72	3,14
Modra kombinacija	16,50	14,09	11,31	8,38	8,05	7,56	6,75	5,93
LBM Piramida	11,45	10,29	8,34	6,29	6,06	5,71	5,14	4,57
Polžek	10,34	6,91	5,20	3,38	3,17	2,87	2,36	1,86
Primus	NP	NP						
Triglav Renta	11,98	8,51	6,49	4,36	4,13	3,77	3,18	2,59
Skala	12,16	9,84	7,79	5,63	5,39	5,03	4,43	3,83
Vipek	13,16	9,65	7,46	5,14	4,89	4,50	3,86	3,21
Vizija	<b>18,94</b>	<b>15,27</b>	<b>12,10</b>	<b>8,74</b>	<b>8,37</b>	<b>7,81</b>	<b>6,88</b>	<b>5,95</b>
<b>Obvezniški skladi</b>								
KD Bond	5,61	3,40	2,47	1,49	1,38	1,21	0,94	0,66
Pika	5,99	<b>2,70</b>	<b>1,70</b>	<b>0,64</b>	<b>0,52</b>	<b>0,35</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,24</b>
Sova	<b>5,17</b>	2,98	2,12	1,21	1,11	0,96	0,70	0,45

Vir: Lasten izračun, 2004.

### Najmanj donosen vzajemni sklad leta 2003

Najmanj donosen vzajemec po vstopnih in izstopnih provizijah je delniški sklad Pika. Realna donosnost vzajemnega sklada Pika je leta 2003 po provizijah znašala 2,70 %, po plačilu davka pa je bila donosnost po razredih navzgor 1,70 %, 0,64 %, 0,52 %, 0,35 %, 0,05 % in -0,24 %.

Vstopne in izstopne provizije vzajemnih skladov so leta 2004 v primerjavi z nakupnimi in prodajnimi provizijami, ki jih za posle na Ljubljanski borzi investitorjem zaračunavajo člani borze, KDD in borza (glej Tab. 1, na str. 29 in Tab. 7 na str. 39), nizke. Izstopne in vstopne provizije pri vzajemnih skladih znašajo največ 3 %, medtem ko mora investitor za nakup oziroma prodajo delnice na borzi pri preučevanih treh članicah odšteti približno 6 do 9 % od vrednosti posla. Poleg vstopnih in izstopnih provizij moramo pri vzajemcih upoštevati tudi upravljaljske provizije, ki so vštete v VEP, in vrednost enote znižujejo neposredno.

### **Povprečna donosnost vzajemnih skladov leta 2003**

Povprečna realna donosnost pred upoštevanjem izstopnih in vstopnih provizij je leta 2003 za delniške sklade znašala 12,45 %, za mešane 12,86 %, za obvezniške pa 5,59 % (glej Tab. 9, na str. 42). Po upoštevanju vstopnih in izstopnih provizij se je povprečje realne donosnosti za delniške sklade znižalo na 9,18 %, za mešane na 9,93 % in za obvezniške na 3,03 %. Z upoštevanjem omenjenih provizij in po plačilu davka pa so bile povprečne donosnosti po posameznih davčnih razredih leta 2003 za delniške sklade naslednje: 7,12 %, 4,93 %, 4,69 %, 4,33 %, 3,72 % in v zadnjem razredu le še 3,11 %. Za mešane sklade sem po posameznih davčnih razredih izračunala naslednje povprečne stopnje donosnosti: 7,78 %, 5,51 %, 5,26 %, 4,88 %, 4,25 %, 3,62 %. Za obvezniške sklade je bila povprečna donosnost po razredih nižja: 2,10 %, 1,11 %, 1,00 %, 0,84 %, 0,56 % in 0,29 %.

#### **4.7 Primerjava donosnosti naložb leta 2003**

Bančno varčevanje je najmanj tvegana naložba, zato sem ostale donosnosti primerjala z bančnimi. Predpostavimo, da je investitor pred vezavo sredstev preučil obrestne mere bank (glej Tab. 2, na str. 30) in ostale naložbe primerjal z depozitom z najvišjo obrestno mero. Iz omenjene tabele vidimo, da je bila najbolj donosna vezava tolarjev za eno leto z variabilno obrestno mero v Gorenjski banki, in sicer s 5,25-odstotnimi obrestmi. Pri ostalih vrednostnih papirjih investitor nima predhodno na voljo informacij, kakšno donosnost bo dosegla posamezna naložba, saj je cena vrednostnega papirja odvisna od ponudbe in povpraševanja na trgu, zato sem z bančno donosnostjo primerjala povprečne donosnosti ostalih naložb.

Predpostavimo, da je investitor denar enakomerno razpršil med obveznice in dosegel povprečno donosnost obveznic leta 2003, kar je znašalo z upoštevanjem provizij pri Iliriki in pred plačilom davka 3,84 %, plačilo davka pa bi povprečno donosnost obveznic še zmanjšalo. Kljub temu bi investitor v zadnjem davčnem razredu še zabeležil pozitivno realno donosnost obveznic v višini 3,65 %. V primerjavi z bančnimi vlogami so obveznice bolj tvegane, vendar so leta 2003 v povprečju zabeležile nižjo donosnost od najugodnejše bančne vezane vloge. S tega vidika naj bi investitor denar leta 2003 raje naložil v banko kot pa v obveznice. Če predpostavimo, da je investitor vložil 10 mio SIT v najbolj donosno obveznico, bi z upoštevanjem provizij pri Iliriki dosegel realno 10,81-odstotno donosnost in po plačilu davka še vedno dosegel višjo realno donosnost kot na najbolj ugodno obliko od preučevanih vezanih bančnih vlog. Na drugi strani bi

z upoštevanjem provizij pri Iliriki realno izgubil 7,16 %, če bi ves denar vložil v najmanj donosno obveznico.

**Tabela 9:** Primerjava najnižje, najvišje in povprečne realne donosnosti brez upoštevanja provizij, z upoštevanjem provizij pri Iliriki pri delnicah in obveznicah ter z upoštevanjem vstopnih in izstopnih provizij pri vzajemcih za posamezne naložbe ter povprečna realna donosnost z upoštevanjem omenjenih provizij po posameznih davčnih razredih.

	Min. realna donosn. brez provizij v %	Max. realna donosn. brez provizij v %	Povpr. realna donosn. brez provizij v %	Povpr. realna donosn. s proviz. v %	Povprečna realna donosnost z upoštevanjem provizij po davčnih razredih v %					
					Prvi dav. razred	Drugi dav. razred	Tretji dav. razred	Četrti dav. razred	Peti dav. razred	Šesti dav. razred
Bančna vloga	/	<b>5,25</b>	/	/						
Obveznice	-5,87	12,24	5,23	3,84	3,78	3,71	3,70	3,69	3,67	3,65
Prednostne delnice	/	/	2,49	1,10	0,58	0,03	-0,03	-0,13	-0,28	-0,43
Navadne delnice	-19,04	60,65	11,87	10,31	<b>7,91</b>	<b>5,37</b>	5,09	4,67	3,96	3,26
Delniški vzajemni skladi	9,95	14,85	12,45	9,18	<b>7,12</b>	4,93	4,69	4,33	3,72	3,11
Uravnoreženi vzajemni skladi	10,04	18,94	12,86	9,93	<b>7,78</b>	<b>5,51</b>	<b>5,26</b>	4,88	4,25	3,62
Obvezniški vzajemni skladi	5,17	5,99	5,59	3,03	2,10	1,11	1,00	0,84	0,56	0,29

Vir: Lasten izračun, 2004.

Prednostna delnica je leta 2003 zabeležila 1,10-odstotno realno donosnost, če upoštevamo provizije Ilirike. Čeprav naj bi bila prednostna delnica bolj tvegana od obveznice in bančne vloge, je donosnost prednostne delnice nižja od povprečne donosnosti obveznic in obresti na bančno vlogo, posebno, če upoštevamo tudi davke, ki delnicam močno znižujejo donosnost.

Navadne delnice, kot najbolj tvegana naložba med preučevanimi, so leta 2003 prinesle v povprečju realno, z upoštevanjem provizij Ilirika, 10,31-odstotno donosnost. Z upoštevanjem davka je leta 2003 po posameznih davčnih razredih povprečna donosnost hitro padala in je bila že v tretjem razredu nižja od obresti na bankah za najboljšo vezano vlogo. S tega vidika bi bilo glede na njihovo tveganje leta 2003 v vseh davčnih razredih, razen v prvem, bolj ugodno vložiti denar v banko. Seveda pa se delnice izkažejo kot daleč najbolj donosna naložba ob predpostavki, da je investitor ves denar vložil v delnico, ki je leta 2003 zabeležila najvišjo donosnost. Z upoštevanjem provizij pri Iliriki bi investitor z omenjeno delnico zaslužil realno 58,49-odstotno donosnost in v vseh davčnih razredih dosegel visoko donosnost (glej Tab. 6, na str. 37). Med vsemi preučevanimi naložbami pa bi leta 2003 največ izgubil, če bi ves denar vložil v delnico Živil, kar bi po plačilu provizij pri Iliriki realno znašalo -20,26 %.

Delniški vzajemni skladi so leta 2003 v povprečju po vstopnih in izstopnih provizijah dosegli 9,18-odstotno realno donosnost, uravnoreženi skladi pa 9,93-odstotno. Pri delniških skladih je opaziti višjo realno donosnost od vezane bančne vloge le v prvem davčnem razredu, pri uravnoreženih skladih pa v prvih treh. Vidimo tudi, da je najnižjo donosnost med delniškimi in uravnoreženimi skladi dosegel delniški sklad Živa s še vedno visoko 6,54-odstotno realno donosnostjo po omenjenih provizijah (glej Tab. 8, na str. 40). To lahko pojasnimo z

razpršenostjo naložb vzajemcev v primerjavi s posameznimi delnicami in obveznicami, kar omili velika nihanja portfelja. V povprečju so delnice v borzni kotaciji dosegle višjo realno donosnost od obeh omenjenih vrst skladov. Povprečna realna donosnost obvezniških skladov je v primerjavi z vezano bančno vlogo nizka, saj je leta 2003 znašala pred davki samo 3,03 %. Med vsemi skladi je leta 2003 najvišjo realno donosnost po vstopnih in izstopnih provizijah zabeležil uravnoteženi vzajemni sklad Vizija s 15,27 % in v vseh davčnih razredih prekašal tudi vezano bančno vlogo.

Vstopne in izstopne provizije so zniževale donosnost vzajemnih skladov v povprečju bolj kot provizije pri nakupu in prodaji delnic ter obveznic (glej Tab. 9, na str. 42). To lahko pojasnimo z dejstvom, da so del donosnosti delnic in obveznic prispevale dividende oziroma kuponske obresti, pri vzajemnih skladih pa je celotno donosnost predstavljal kapitalski dobiček, ki so ga zmanjševale provizije.

Obresti za vezano bančno vlogo so bile leta 2003 razmeroma visoke v primerjavi z donosnostjo in tveganjem ostalih naložb (glej Tab. 9, na str. 42). Če primerjamo realno donosnost naložb leta 2003 v prvem davčnem razredu in upoštevamo plačila stroškov in davkov, ki jih mora investitor pri posameznih naložbah plačati, vidimo, da so obrestno mero banke presegli le povprečna donosnost delnic ter povprečje donosnosti delniških in uravnoteženih vzajemnih skladov. Delnice so zelo tvegana naložba, zato lahko rečemo, da so leta 2003 v primerjavi z bančnimi obrestmi dosegle razmeroma nizko stopnjo donosnosti. Vzajemci so za malenkost manj tvegani, saj v portfelju vključujejo tudi druge naložbe, zato je njihova donosnost za investitorja bolj ugodna od delnic. Kljub temu dobri 2 odstotni točki višja donosnost verjetno investitorju ne bi kompenzirala večjega tveganja, ki ga prinašajo uravnoteženi in delniški vzajemni skladi v primerjavi z bančno vlogo.

Lahko rečemo, da leta 2003 v vseh davčnih razredih ostale naložbe v primerjavi z bančno vlogo niso prinesle dovolj velike donosnosti, upoštevajoč tveganje, ki ga nosijo. Razlog je v tem, da je doba enega leta razmeroma kratka, zato višja donosnost obveznic, delnic in vzajemnih skladov v primerjavi z bančnimi obrestmi še ni prišla do izraza. V ekonomiji predstavlja doba enega leta ločnico med kratkoročnim in dolgoročnim, vendar pa se pri investiranju špekulativne naložbe ločijo od dolgoročnih na meji treh let. Dobo treh let v Sloveniji upošteva tudi davčna zakonodaja, ki investitorja za naložbo nad tremi leti oprosti davka od kapitalskega dobička, zato se višja dolgoročna donosnost obveznic, delnic in vzajemnih skladov še bolj izrazi. Že na začetku poglavja sem omenila padanje obresti bančnih vlog in v zvezi s tem pridobivanje pomena ostalih naložb. Vendar moram biti z napovedmi previdna, saj lahko leto 2003 opredelim kot relativno naložbeno ugodno. V primeru medvedjega trenda bi se bančni depoziti v primerjavi z ostalimi naložbami izkazali za še boljšo obliko enoletnega varčevanja, kot je razvidno iz dobljenih rezultatov.

## SKLEP

V poglavju o investiranju sem ugotovila, da mora vsak posameznik oblikovati portfelj glede na finančne cilje, finančne razmere, odnos do tveganja ter glede na znanje in izkušnje, ki jih ima z vrednostnimi papirji. V nadaljevanju sem prišla do ugotovitve, da sta donosnost in tveganje sorazmerno povezana, saj naj bi bile bolj donosne naložbe bolj tvegane in obratno. Za investitorja je pomembno tudi dejstvo, da je večji del tveganja mogoče z razpršitvijo premoženja med različne naložbe odpraviti. Pri računanju donosnosti naložbe je potrebno upoštevati tudi inflacijo in plačilo davka. Davčna stopnja davka na kapitalski dobiček in na dohodek je v Sloveniji odvisna od davčnega razreda, v katerem se posameznik nahaja. Bančno varčevanje in kuponske obresti obveznic pri nas niso obdavčene. V tretjem poglavju sem prišla do sklepov, da je bančna vloga razmeroma varna oblika varčevanja, ki posamezniku zagotavlja vnaprej določen donos, v primeru propada banke pa za vloge jamčijo ostale banke in hranilnice v Sloveniji do višine 5.100.000 SIT. Pri bančni vlogi nimamo nikakršnih dodatnih stroškov, niti nismo za prejete obresti dolžni plačevati davka. Tudi obveznice obljublajo svojemu imetniku izplačilo vnaprej določenih obresti, vendar so bolj tvegane od bančnega varčevanja. Obveznice nosijo tveganje spremembe obrestne mere, reinvestiranja, kreditno in likvidnostno tveganje. Navadne delnice so med vsemi preučevanimi naložbami najbolj tvegana oblika varčevanja, saj podjetje ni dolžno plačevati določene dividende vsako leto, cena delnic pa silovito niha glede na spremembe pogojev poslovanja podjetja in od pričakovanj o prihodnosti. Lastniki navadnih delnic imajo pravico do glasovanja na skupščini, do udeležbe v dobičku, do predkupne pravice ob povečanju lastniškega kapitala in do udeležbe v stečajni masi. Prednostne delnice imajo značilnosti tako dolžniških kot lastniških vrednostnih papirjev, saj imajo določeno dividendo, ki mora biti izplačana vsako leto. Investitor mora pri računanju donosnosti obveznic in delnic upoštevati tudi provizije, ki jih ob nakupu in prodaji vrednostnih papirjev zaračunavajo borznoposredniške hiše, Ljubljanska borza in Klirinško depotna družba. Investicijski skladi ponujajo uporabnikom razpršitev premoženja, strokovnost upravljanja, likvidnost sredstev, nižje transakcijske stroške, široko paleto storitev, samostojnost izbora stopnje tveganja ter nadzor institucij nad poslovanjem skladov. Pri vzajemnih skladih mora biti investitor pozoren na neposredne in posredne stroške, ki se obračunajo in plačajo iz skupnih sredstev sklada.

Leta 2003 bi investitor dosegel najvišjo donosnost, če bi ves denar naložil v delnico Luke Koper, največjo izgubo pa bi mu prinesla delnica Živila Kranj. Med preučevanimi bančnimi vezanimi vlogami je najdonosnejša enoletna vezava leta 2003 prinesla realno 5,25 % obresti. Obveznice so leta 2003 v povprečju dosegle realno le 5,23-odstotno donosnost, prednostna delnica nizko 2,49-odstotno realno rast, navadne delnice pa so glede na tveganje leta 2003 v povprečju prinesle zadovoljivo 11,87-odstotno realno donosnost. Delniški investicijski skladi so z 12,45-odstotno realno rastjo dosegli boljše rezultate od povprečne donosnosti delnic, mešani vzajemci so dosegli kar 12,86-odstotno realno povečanje pa tudi obvezniški skladi so se s povprečno 5,59-odstotno realno donosnostjo leta 2003 dobro odrezali. Obveznicam se je povprečna donosnost leta 2003 po provizijah Ilirike zmanjšala na realno 3,84 %, prednostnim delnicam na realnih 1,10 %, navadnim delnicam na 10,31 %, delniškim vzajemcem na 9,18 %, uravnoteženim na 9,93 %, obvezniški skladi pa so po provizijah dosegli le še 3,03-odstotno realno donosnost. Donosnost

naložb so najbolj znižale vstopne in izstopne provizije vzajemnih skladov, sledijo provizije obveznic in delnic. Delnice so po upoštevanju provizij postale najbolj donosna naložba. Ob upoštevanju provizij in davkov ugotovimo, da 5,25-odstotna donosnost vezane vloge v povprečju presega donosnost navadnih delnic v prvem in drugem davčnem razredu s 7,91- in 5,37-odstotno realno donosnostjo, donosnost delniških vzajemnih skladov s 7,12-odstotno realno donosnostjo v prvem davčnem razredu ter uravnoteženi skladi v prvih treh razredih, kjer realna donosnost v povprečju znaša 7,78 %, 5,51 % in 5,26 %. V vseh ostalih razredih pri posameznih naložbah je povprečna realna donosnost manjša od vezane bančne vloge. Sklepam, da za dobri dve odstotni točki večja donosnost ne kompenzira večjega tveganja, ki ga nosijo delnice, delniški vzajemci ter uravnoteženi vzajemni skladi.

Vezana enoletna bančna vloga s spremenljivo obrestno mero se je leta 2003 izkazala kot najboljša naložbena oblika enoletnega varčevanja, glede na tveganje in donosnost z upoštevanjem stroškov in plačila davkov pri ostalih naložbah. Druge oblike varčevanja so bolj primerne za daljše naložbeno obdobje, posebej nad tremo leti, ko investitorju ni več potrebno plačati davka na kapitalski dobiček. Že od leta 2003 je opaziti trend padanja obrestnih mer, ki zmanjšuje pomen vezanih bančnih vlog in pridobivanja vedno večjega pomena alternativnih oblik varčevanja tako vzajemnih skladov kot neposrednih naložb v obveznice in delnice. K temu naj bi pripomoglo tudi povečanje konkurence na finančnem trgu ob vstopu Slovenije v Evropsko unijo in nov zakon o dohodnini. Kapitalskemu trgu se obetajo boljši časi, vendar pa kljub optimističnim napovedim še ni pričakovati, da bi se v kratkem naš finančni trg postavil ob bok najrazvitejšim tržnim ureditvam v svetu.

## LITERATURA

1. Balkovec Janez: Skrb za osebno premoženje. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 252 str., 10 tbl.
2. Berk Aleš et al.: Gradivo za poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 295 str.
3. Berk Aleš: Druge naložbe. Moje finance, Ljubljana, 1(2001a), 1, str. 53-54.
4. Bodie Zvi et al.: Investments. 4. izd. Boston : McGraw-Hill, 1999. 967 str.
5. Bogle C. John: Common sense on mutual funds. New York : John Wiley & Sons, Inc, 1999. 468 str.
6. Brigham Eugene F. et al.: Intermediate financial management. 7. izd. Singapore : South-Western/Thomson Learning, 2002. 988 str.
7. Čadež Simon et al.: Analiza donosnosti finančnih naložb v Sloveniji. Mramor Dušan, ur., Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000, str. 252-299.
8. Čok Mitja et al.: Javne finance v Sloveniji. 4. izd. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 87 str., 8 pril.
9. Dimovski Vlado et al.: Temelji bančništva. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 176 str.
10. Groznik Peter: Kaj so osebne finance?. Moje finance, Ljubljana, 1(2001), 1, str. 9-20.
11. Jamnik Gorazd et al.: Pravna ureditev trgovanja na organiziranih trgih vrednostnih papirjev. Mramor Dušan, ur., Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000, str. 131-208.
12. Jesenek Mateja: Vodnik za preračunljivo investiranje. Velenje : Pozoj, 2003. 160 str.
13. Kač Tadej: Davki. Moje finance, Ljubljana, 1(2001), 1, str. 61- 62.
14. Kleindienst Robert: Dejavniki, ki vplivajo na razvoj finančnega trga v Sloveniji. Moje finance, Ljubljana, (2001), 1, str. 72-73.
15. Kleindienst Robert: Zakaj in kako dolgoročno nalagati?. Moje finance, Ljubljana 1(2001), 1, str. 21-34.
16. Lokar Aleš: Minulo leto na domačem trgu: Evforija, globok padec in zdaj počasna rast. Moje finance, Ljubljana, 3(2003), 3, str. 59-60.
17. Lončarski Igor: Lastniški vrednostni papirji in deleži podjetij. Moje finance, Ljubljana, 1(2001), 1, str. 52-53.
18. Lončarski Igor: Obveznice in kratkoročni dolžniški papirji. Moje finance, Ljubljana, 1(2001), 1, str. 50-51.
19. Macrae Thomas W.: Managing your own finances. London : International Thompson Business Press, 1997. 404 str.

20. Mastnak Simon: Slovenski investicijski skladi v letu 2003. Finance, Ljubljana, 9.3.2004, str. 27.
21. Mramor Dušan: Poglavlja iz poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 119 str., 6 pril.
22. Mramor Dušan: Slovar poslovnofinančnih izrazov. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1999. 116 str.
23. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
24. Novak Bojana et al.: Finančni instrumenti in njihovi trgi. Mramor Dušan, ur., Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000, str. 23-86.
25. Pahor Marko: Investicijski skladi. Mramor Dušan, ur., Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000, str. 88-105.
26. Pirtovšek Matej: Bančne vloge. Moje finance, Ljubljana, 1(2001), 1, str. 49-50.
27. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 199 str.
28. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija 1. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 378 str.
29. Sluga Gregor: Davki pri poslovanju z vrednostnimi papirji. Mramor Dušan, ur., Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000, str. 444-471.
30. Stanovnik Tine: Javne finance. 3. izd. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 226 str.
31. Svilan Sibil: Vrednostni papirji. Ljubljana : Gospodarski vestnik 1990. 210 str.
32. Šimon Aleksander: Metode za analizo vrednostnih papirjev. Ljubljana : Samozal., 1996. 119 str.
33. Veselinovič Meta: Tveganje in donosnost. Veselinovič Draško, ur., Borzni priročnik Ljubljanske borze. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1991. str. 152-171.

## **VIRI**

34. Amortizacijski načrt obveznic. Ljubljana : Ljubljanska borza. [URL: [http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Menu/tr\\_tec.htm](http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Menu/tr_tec.htm)], 10.4.2004.
35. Arhiv borznih indeksov. Ljubljana : Ljubljanska borza. [URL: [http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Menu/tr\\_stp.htm](http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Menu/tr_stp.htm)], 3.6.2004.
36. Arhiv borznih tečajev. Ljubljana : Ljubljanska borza. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/DirektSk/trgUrTec.htm>], 10.4.2004.
37. Arhiv dnevnih deviznih tečajev. Ljubljana : Banka Slovenije. [URL: [http://www.bsi.si/html/financni\\_podatki/arhiv/index.html](http://www.bsi.si/html/financni_podatki/arhiv/index.html)], 10.4.2004.
38. Arhiv vrednosti enote premoženja vzajemnih skladov. Ljubljana : Finance-on.net [URL: <http://www.finance-on.net/skladi.php?mode=skl-arh>], 2.4.2004.

39. Bilten banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 7(2003), 1, 103 str.
40. Borzni indeksi. Ljubljana : Ljubljanska borza. [URL: [http://www.ljse.si/StrSlo/BorzInf/Publikac/Indeksi\\_kon.pdf](http://www.ljse.si/StrSlo/BorzInf/Publikac/Indeksi_kon.pdf)], 3.6.2004.
41. Davki - predpisi in pojasnila, dohodnina. Ljubljana : Davčna uprava republike Slovenije. [URL: <http://www.sigov.si/durs/index.php?lg=sl&f=10,01,02.html>], 17.5.2004.
42. Davki in prispevki 2003: Zbirka predpisov. Ljubljana : Bonex, 2003. 708 str.
43. Interna gradiva Abanke Vipa, 2004.
44. Interna gradiva Gorenjske banke, 2004.
45. Interna gradiva SKB banke, 2004.
46. Jamstvo vlog BS. Ljubljana : Banka Slovenije. [URL: [http://www.bsi.si/html/zakoni\\_predpisi/jamstvo\\_vlog.html](http://www.bsi.si/html/zakoni_predpisi/jamstvo_vlog.html)], 25.3.2004.
47. Koeficienti za revalorizacijo nakupne vrednosti za leto 2003. Ljubljana : Statistični urad Republike Slovenije. [URL: [http://www.stat.si/tema\\_ekonomsko\\_cene\\_koef.asp](http://www.stat.si/tema_ekonomsko_cene_koef.asp)], 24.5.2004.
48. Objava inflacije za leto 2003. Ljubljana : Statistični urad Republike Slovenije. [URL: [http://www.stat.si/novice\\_poglej.asp?ID=125](http://www.stat.si/novice_poglej.asp?ID=125)], 25.3.2004.
49. Obrestna mero euribor. Brusel : Euribor. [URL: [http://www.euribor.org/html/content/euribor\\_data.html](http://www.euribor.org/html/content/euribor_data.html)], 19.5.2004.
50. Provizije vzajemnih skladov. Ljubljana : Vzajemci d.o.o. [URL: <http://www.vzajemci.com/sklad.php>], 11.04.2004.
51. Provizije za posredovanje vrednostnih papirjev pri Iliriki. Ljubljana : Ilirika borzno posredniška hiša d.d. [URL: <http://www.ilirika.si>] Ilirika 25.4.2004.
52. Provizije za posredovanje vrednostnih papirjev pri MP. Ljubljana : Medvešek Pušnik BPH d.d. [URL: [http://www.medvesekpusnik.si/bph/slo/posred\\_slo\\_provizije.html](http://www.medvesekpusnik.si/bph/slo/posred_slo_provizije.html)], 25.4.2004.
53. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 110/02).

## PRILOGE

*Tabela 10: Obrestna mera, datum ter višina izplačila kupona in glavnice leta 2003, valuta izdaje, enotni tečaj v začetku in koncu leta 2003 in osnova za kotacijo v začetku in koncu leta 2003 za posamezno obveznico.*

V.P.	Obr. mera	Datum izplačila kupona in glavnice leta 2003	Izplačilo glavnice leta 2003 (v izdani valuti)	Izplačilo kuponov leta 2003 (v izdani valuti)	Enotni tečaj 6. 1. 2003	Osnova za kotacijo 6. 1. 2003 (v izdani valuti)	Valuta izdaje	Enotni tečaj 30. 12. 2003	Osnova za kotacijo 30. 12. 2003
AB03	5%	1.5. 1.11	0 0	2,50 2,50	99,50	100,00	EUR	100,00	100,00
AB04	6,25%	1.6. 1.12.	0 0	3,07 3,09	101,40	100,00	EUR	103,50	100,00
AB05	6%	15.4. 15.10.	0 0	2,95 2,96	100,50	100,00	EUR	102,00	100,00
AB06	5,90%	15.5. 15.11.	0 0	2,88 2,92	101,00	100,00	EUR	102,00	100,00
BCE3	6%	1.3. 1.9.	0 0	2,98 3,02	102,00	100,00	EUR	102,99	100,00
BCE4	6%	15.4. 15.10.	10,44 10,75	2,40 2,09	100,80	80,02	EUR	101,20	58,83
BCE5	6%	15.03. 15.09.	0,00 0,00	3,00 3,00	101,80	100,00	EUR	101,80	100,00
BCE6A	5,60%	15.02.	0,00	5,60	100,40	100,00	EUR	100,40	100,00
BCE6B	4,9%+TOM	15.02.	0,00	12.670,6 2	NP	100.000, 00	SIT	NP	/
BTC1E	10,50%	1.1. 1.7.	3,65 3,65	2,11 1,92	111,55	36,52	EUR	109,00	32,87
BZ02E	7,50%	31.3. 30.9.	0 0	9,39 9,44	101,30	255,65	EUR	102,00	255,65
HTB1E	8,50%	1.2.	51,22	39,45	103,00	464,08	EUR	106,00	412,86
KBM1E	6%	NP	/	/	101,00	/	/	/	/
KBM2	5,90%	17.1. 17.7.	0 0	14,66 14,42	100,50	500,00	EUR	103,90	500,00
KBM3	5,8%+TOM	1.4.	0	6.757,08	107,20	100.000, 00	SIT	109,50	100000,00
KBM4	6%	1.4.	0	30,00	NP	500,00	EUR	NP	/
NI01	5,5%+TOM	15.2. 15.8.	0 0	5.080,81 5.031,25	101,50	135.740, 00	SIT	108,65	135740,00
NLB3	5,25%+ TOM	1.3. 1.9.	0 0	3.291,11 3.387,52	103,00	100.000, 00	SIT	105,00	100000,00
NLB4	5,65%	1.3. 1.9.	0 0	13,81 14,05	100,51	500,00	EUR	102,00	500,00
NLB5	5,80%	1.6. 1.12	0 0	28,51 28,67	/	100,00	EUR	103,40	1000,00
PRB1	6%+TOM	20.11.	NP	NP	101,45	NP	/	/	/
PRB2E	8%	31.5.	NP	NP	101,30	NP	/	/	/
RS08E	5%	29.12.	NP	NP	98,10	NP	/	/	/
RS10	<b>4,5%+TOM</b>	<b>31.5.</b>	<b>530,37</b>	<b>360,75</b>	<b>100,50</b>	<b>7.441,67</b>	<b>SIT</b>	<b>102,50</b>	<b>6373,35</b>
RS13E	5,55%	29.6. 29.12	0 0	14,19 14,19	100,01	511,29	EUR	101,50	511,29
RS14	4%+TOM	1.3.	NP	NP	100,90	NP	100,9	/	NP
RS16	4,2%+TOM	13.2.	NP	NP	100,00	NP	100	/	NP
RS17	4,7%+TOM	24.2.	0	1.232,03	102,01	10.000,0 0	SIT	104,00	10000,00
RS18	6%	26.4.	0	6,03	102,00	100,00	EUR	107,50	100,00
RS19	4,2%+TOM	2.6.	NP	NP	100,00	NP	100	/	NP
RS20	4,2%+TOM	4.12.	NP	NP	101,00	NP	101	/	NP

Nadaljevanje tabele 10: Obrestna mera, datum ter višina izplačila kupona in glavnice leta 2003, valuta izdaje, enotni tečaj v začetku in koncu leta 2003 in osnova za kotacijo v začetku in koncu leta 2003 za posamezno obveznico.

V.P.	Obr. mera	Datum izplačila kupona in glavnice leta 2003	Izplačilo glavnice leta 2003 (v izdani valuti)	Izplačilo kuponov leta 2003 (v izdani valuti)	Enotni tečaj 6. 1. 2003	Osnova za kotacijo 6. 1. 2003 (v izdani valuti)	Valuta izdaje	Enotni tečaj 30. 12. 2003	Osnova za kotacijo 30. 12. 2003
RS21	1%+TOM	1.3.	300,00	844,80	85,00	9.700,00	SIT	93,80	9400,00
RS22	4,7%+TOM	13.2.	0	1.239,45	102,00	10.000,00	SIT	104,00	10000,00
RS23	6%	13.2.	0	6,00	104,00	100,00	EUR	110,40	100,00
RS24	4,2%+TOM	13.3.	NP	NP	102,00	NP	/	100,30	NP
RS25	4,7%+TOM	18.4.	0	1.210,83	102,51	10.000,00	SIT	106,00	10000,00
RS26	5,38%	2.6.	0	5,36	102,75	100,00	EUR	105,54	100,00
RS27	4,7%+TOM	4.12.	0	1.089,75	110,00	10.000,00	SIT	107,60	10000,00
RS28	4,2%+TOM	15.1.	0	1.185,74	102,01	10.000,00	SIT	104,27	10000,00
RS29	5,38%	15.1.	0	5,38	102,00	100,00	EUR	105,73	100,00
RS31	4,7%+TOM	15.1.	0	1.235,74	107,01	10.000,00	SIT	108,00	10000,00
RS32	5,38%	15.1.	0	5,38	104,00	100,00	EUR	108,20	100,00
RS33	8%	20.1. 20.4. 20.7. 1.10.	0 0 0 0	10,23 10,23 10,23 10,23	134,01	511,29	EUR	140,00	511,29
RS34	4,2%+TOM	18.2.	0	1.185,74	104,75	10.000,00	SIT	107,00	10000,00
RS35	4,2%+TOM	18.3.	0	1.178,84	105,20	10.000,00	SIT	109,22	10000,00
RS36	9%	18.3.	0	900,00	100,00	10.000,00	SIT	104,80	10000,00
RS37	4%+TOM	19.4.	0	1.146,43	104,21	10.000,00	SIT	105,70	10000,00
RS38	5,63%	19.4.	0	5,63	105,18	100,00	EUR	112,09	100,00
RS39	1%+TOM	15.9.	0	76,50	94,23	1.000,00	SIT	98,88	1000,00
RS40	3,9%+TOM	31.5.	0	1.105,06	104,00	10.000,00	SIT	105,95	10000,00
RS41	3,9%+TOM	17.06.	0	1.088,55	106,00	10.000,00	SIT	106,00	10000,00
RS42	9%	15.07.	0	900,00	100,00	10.000,00	SIT	102,21	10000,00
RS43	3%+TOM	15.10.	0	954,49	102,00	10.000,00	SIT	104,50	10000,00
RS44	6,65%	08.11.	0	665,00	100,00	10.000,00	SIT	100,50	10000,00
RS45	8,20%	08.11.	0	820,00	NP	10.000,00	SIT		
RS48	4,75%	02.12.	0	4,75	98,99	100,00	EUR	105,21	100,00
RS4E	8%	11.2.	NP	/	101,00	/	/	/	/
RS8DE	5%	15.3.	NP	/	96,50	/	/	/	/
RSH	5,55%+TOM	1.12.	NP	/	104,20	/	/	/	/
RSI	5,7%+TOM	1.12.	NP	/	100,00	/	/	/	/
SKB3E	7,50%	31.10.	NP	/	100,90	/	/	/	/
SKB4A	5,25%+TOM	01.06. 01.12.	0 0	5.948,95 5.474,84	103,81	100.000,00	SIT	103,50	100000,00
SKB4B	5,25%	01.06. 01.12.	0 0	12,92 12,99	97,30	500,00	EUR	97,30	500,00
SKR1E	5%	16.2.	NP	NP	99,16	NP	99,16	/	NP
SSR1E	6%	01.05. 31.10.	1,63 1,68	0,96 0,92	98,30	32,68	EUR	102,00	29,37
SSR2	7,2%+TOM	15.05.	13.809,11	7.148,14	106,00	92.557,17	SIT	106,30	85470,67
SZB3	5,3%+TOM	01.08.	682,53	566,17	103,00	10.000,00	SIT	102,00	10000,00

Nadaljevanje tabele 10: Obrestna mera, datum ter višina izplačila kupona in glavnice leta 2003, valuta izdaje, enotni tečaj v začetku in koncu leta 2003 in osnova za kotacijo v začetku in koncu leta 2003 za posamezno obveznico.

V.P.	Obr. mera	Datum izplačila kupona in glavnice leta 2003	Izplačilo glavnice leta 2003 (v izdani valuti)	Izplačilo kuponov leta 2003 (v izdani valuti)	Enotni tečaj 6. 1. 2003	Osnova za kotacijo 6. 1. 2003 (v izdani valuti)	Valuta izdaje	Enotni tečaj 30. 12. 2003	Osnova za kotacijo 30. 12. 2003
VIP3E	7,50%	16.02. 16.08.	15,98 15,98	4,80 4,19	101,00	127,84	EUR	103,81	95,88
VIP4E	7%	01.02. 01.08.	15,98 15,98	5,59 5,03	102,00	159,80	EUR	103,00	127,84
VIP5	6%	15.01. 15.07.	12,50 12,50	4,50 4,13	100,60	150,00	EUR	102,00	125,00
VIP6	5,50%	09.03. 09.09.	12,50 12,50	4,81 4,47	100,35	175,00	EUR	101,00	150,00
VIP7	6,20%	18.06. 18.12.	12,50 12,50	6,09 5,74	101,01	200,00	EUR	100,00	175,00
VP02E	10%	01.04. 01.10.	15,98 15,98	3,993,20	105,00	79,90	EUR	104,00	47,94
ZKB1E	10%	15.03. 15.09.	27,24 28,60	5,87 4,50	103,71	117,40	EUR	103,70	61,56

Vir: Amortizacijski načrt obveznic, arhiv borznih indeksov, 2004; Arhiv dnevnih deviznih tečajev, 2004; Lasten izračun, 2004.

**Tabela 11:** Nominalna kuponska, kapitalna in celotna donosnost posamezne obveznice leta 2003, realna donosnost obveznic ter realna donosnost obveznic po provizijah Ilirika in realna donosnost posamezne obveznice po provizijah in po davkih po posameznih davčnih razredih leta 2003.

V.P. koda	Nom. kup. don. v %	Nom. kap. don. v %	Nom. cel. don. v %	Real. don. v %	Realna donosnost po provizijah v %			Realna donosnost po provizijah Ilirika po posameznih davčnih razredih v %					
					ILIR.	SKB	MP	Prvi dav. raz.	Dru. dav. raz.	Tretji dav. raz.	Četr. dav. raz.	Peti dav. raz.	Šesti dav. raz.
AB03	5,03	2,51	7,54	2,94	1,59	1,38	1,12	1,59	1,59	1,59	1,59	1,59	1,59
AB04	6,12	4,09	10,20	5,60	4,22	4,01	3,74	4,22	4,22	4,22	4,22	4,22	4,22
AB05	5,86	3,49	9,35	4,75	3,38	3,17	2,90	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38
AB06	5,76	2,99	8,75	4,15	2,79	2,58	2,32	2,79	2,79	2,79	2,79	2,79	2,79
BCE3	5,80	2,95	8,75	4,15	2,79	2,58	2,32	2,79	2,79	2,79	2,79	2,79	2,79
BCE4	5,54	1,43	6,97	2,37	1,10	0,92	0,74	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
BCE5	5,83	1,98	7,81	3,21	1,86	1,65	1,39	1,86	1,86	1,86	1,86	1,86	1,86
BCE6A	5,30	2,00	7,30	2,70	1,35	1,15	0,89	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
BTC1E	4,75	2,98	7,72	3,12	1,73	1,53	1,33	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
BZ02E	7,19	2,65	9,84	5,24	3,87	3,66	3,40	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87
HTB1E	7,64	3,08	10,72	6,12	4,71	4,50	4,30	4,71	4,71	4,71	4,71	4,71	4,71
KBM2	5,65	5,35	11,00	6,40	5,01	4,80	4,53	4,94	4,81	4,80	4,77	4,74	4,70
KBM3	6,01	2,17	8,19	3,59	2,23	2,02	1,76	2,23	2,23	2,23	2,23	2,23	2,23
NI01	7,13	6,84	13,97	9,37	7,95	7,73	7,46	7,57	7,18	7,13	7,07	6,96	6,85
NLB3	6,34	1,88	8,22	3,62	2,26	2,06	1,80	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26
NLB4	5,47	3,48	8,95	4,35	2,99	2,78	2,51	2,99	2,99	2,99	2,99	2,99	2,99

Nadaljevanje tabele 11: Nominalna kuponska, kapitalska in celotna donosnost posamezne obveznice leta 2003, realna donosnost obveznic ter realna donosnost obveznic po provizijah Ilirika in realna donosnost posamezne obveznice po provizijah in po davkih po posameznih davčnih razredih leta 2003.

V.P. koda	Nom. kup. don. v %	Nom. kap. don. v %	Nom. cel. don. v %	Real. don. v %	Realna donosnost po provizijah v %			Realna donosnost po provizijah Ilirika po posameznih davčnih razredih v %					
					ILIR.	SKB	MP	Prvi dav. raz.	Dru. dav. raz.	Tretji dav. raz.	Četr. dav. raz.	Peti dav. raz.	Šesti dav. raz.
NLB5	5,76	5,44	11,20	6,60	5,21	4,99	4,72	5,07	4,92	4,90	4,88	4,84	4,80
RS10	<b>4,69</b>	<b>-5,96</b>	<b>-1,27</b>	<b>-5,87</b>	<b>-7,16</b>	<b>-7,34</b>	<b>-7,53</b>	<b>-7,16</b>	<b>-7,16</b>	<b>-7,16</b>	<b>-7,16</b>	<b>-7,16</b>	<b>-7,16</b>
RS13E	5,63	3,51	9,14	4,54	3,17	2,96	2,70	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17	3,17
RS17	10,94	0,08	11,02	6,42	4,96	4,75	4,54	4,96	4,96	4,96	4,96	4,96	4,96
RS18	5,70	7,25	12,94	8,34	6,93	6,71	6,43	6,48	6,01	5,96	5,88	5,75	5,62
RS21	<b>9,42</b>	<b>7,42</b>	<b>16,84</b>	<b>12,24</b>	<b>10,81</b>	<b>10,59</b>	<b>10,32</b>	<b>10,81</b>	<b>10,81</b>	<b>10,81</b>	<b>10,81</b>	<b>10,81</b>	<b>10,81</b>
RS22	10,96	0,02	10,98	6,38	4,91	4,70	4,50	4,91	4,91	4,91	4,91	4,91	4,91
RS23	5,47	7,97	13,44	8,84	7,42	7,20	6,92	6,85	6,25	6,19	6,09	5,92	5,75
RS25	10,89	1,59	12,48	7,88	6,50	6,29	6,02	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
RS26	5,09	4,68	9,77	5,17	3,79	3,58	3,32	3,78	3,77	3,77	3,77	3,76	3,76
RS27	9,82	-2,44	7,37	2,77	1,36	1,15	0,95	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36
RS28	10,44	0,32	10,76	6,16	4,70	4,49	4,28	4,70	4,70	4,70	4,70	4,70	4,70
RS29	4,99	5,55	10,54	5,94	4,55	4,33	4,07	4,39	4,23	4,21	4,18	4,13	4,09
RS31	10,38	-0,77	9,61	5,01	3,56	3,35	3,15	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56
RS32	4,90	5,92	10,82	6,22	4,83	4,61	4,35	4,61	4,38	4,35	4,31	4,25	4,18
RS33	5,93	6,81	12,74	8,14	6,73	6,51	6,24	6,36	5,97	5,92	5,86	5,75	5,64
RS34	10,29	0,26	10,56	5,96	4,50	4,29	4,08	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
RS35	10,28	1,86	12,14	7,54	6,16	5,95	5,68	6,16	6,16	6,16	6,16	6,16	6,16
RS36	8,39	4,33	12,72	8,12	6,72	6,51	6,24	6,72	6,72	6,72	6,72	6,72	6,72
RS37	10,20	-0,28	9,92	5,32	3,87	3,66	3,45	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87
RS38	5,17	8,46	13,63	9,03	7,60	7,38	7,11	6,95	6,27	6,19	6,08	5,89	5,69
RS39	7,92	3,97	11,89	7,29	5,90	5,68	5,42	5,90	5,90	5,90	5,90	5,90	5,90
RS40	9,99	0,43	10,42	5,82	4,36	4,15	3,94	4,36	4,36	4,36	4,36	4,36	4,36
RS41	9,71	-1,16	8,56	3,96	2,52	2,31	2,11	2,52	2,52	2,52	2,52	2,52	2,52
RS42	8,59	1,47	10,05	5,45	4,09	3,88	3,62	4,09	4,09	4,09	4,09	4,09	4,09
RS43	9,16	1,75	10,91	6,31	4,94	4,73	4,47	4,94	4,94	4,94	4,94	4,94	4,94
RS44	6,58	0,37	6,95	2,35	0,91	0,71	0,50	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91
RS48	4,87	8,40	13,26	8,66	7,24	7,02	6,74	6,60	5,92	5,85	5,74	5,55	5,36
SKB4A	10,88	-0,69	10,19	5,59	4,14	3,93	3,72	4,14	4,14	4,14	4,14	4,14	4,14
SKB4B	5,37	2,00	7,36	2,76	1,42	1,21	0,95	1,42	1,42	1,42	1,42	1,42	1,42
SSR1E	5,88	5,94	11,82	7,22	5,79	5,58	5,37	5,79	5,79	5,79	5,79	5,79	5,79
SSR2	6,96	5,85	12,81	8,21	6,79	6,59	6,38	6,79	6,79	6,79	6,79	6,79	6,79
SZB3	5,37	5,39	10,76	6,16	4,71	4,50	4,29	4,71	4,71	4,71	4,71	4,71	4,71
VIP3E	6,80	2,72	9,53	4,93	3,62	3,44	3,25	3,62	3,62	3,62	3,62	3,62	3,62
VIP4E	6,35	1,48	7,83	3,23	1,91	1,72	1,54	1,91	1,91	1,91	1,91	1,91	1,91
VIP5	5,59	2,57	8,16	3,56	2,21	2,02	1,83	2,21	2,21	2,21	2,21	2,21	2,21
VIP6	5,18	1,21	6,39	1,79	0,45	0,26	0,07	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
VIP7	5,82	-0,78	5,04	0,44	-0,89	-1,08	-1,27	-0,89	-0,89	-0,89	-0,89	-0,89	-0,89
VP02E	8,59	0,02	8,62	4,02	2,83	2,67	2,50	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83	2,83

*Nadaljevanje tabele 11: Nominalna kuponska, kapitalska in celotna donosnost posamezne obveznice leta 2003, realna donosnost obveznic ter realna donosnost obveznic po provizijah Ilirika in realna donosnost posamezne obveznice po provizijah in po davkih po posameznih davčnih razredih leta 2003.*

V.P. koda	Nom. kup. don. v %	Nom. kap. don. v %	Nom. cel. don. v %	Real. don. v %	Realna donosnost po provizijah v %			Realna donosnost po provizijah Ilirika po posameznih davčnih razredih v %						
					ILIR.	SKB	MP	Prvi dav. raz.	Dru. dav. raz.	Tretji dav. raz.	Četr. dav. raz.	Peti dav. raz.	Šesti dav. raz.	
ZKB1E	8,35	-1,32	7,04	2,44	1,33	1,17	1,01	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33

Vir: Lasten izračun, 2004.