

UNIVERZA NA PRIMORSKEM  
FAKULTETA ZA MANAGEMENT

DIPLOMSKA NALOGA  
VARČEVANJE V DELNICAH IN DOSEGANJE  
DOLGOROČNIH FINANČNIH CILJEV

JASNA TURNŠEK

MENTOR  
DOC.DR., PRIMOŽ DOLENC

KOPER, 2008







## POVZETEK

Diplomsko delo predstavlja varčevanje v delnicah kot obliko varčevanja na dolgi rok. Obravnavane so strateške oblike vlaganja, ki omogočajo doseganje realno postavljenih dolgoročnih finančnih ciljev, ob sprejemljivem tveganju, ki se ga lahko omeji s ključnimi odločitvami glede vrste investiranja, razporeditve premoženja, odnosa do tveganja ter oblikovanja portfelja. Pri tem so upoštevani dejavniki, ki vplivajo na donos in tveganje. Delo je osredotočeno na male vlagatelje, ki vlagajo na kapitalski trg. Teoretični podlagi sledi analiza donosnosti in likvidnosti delnic prve kotacije v osemletnem obdobju. V njej so pridobljeni in izračunani podatki, urejeni v tabelah, na osnovi katerih je ugotovljena relativno visoka donosnost, kar potrjuje osnovno trditev diplomske naloge.

*Ključne besede:* delnice, varčevanje, investiranje, strateško vlaganje, slovenski kapitalski trg, donosnost, likvidnost, tveganje

## ABSTRACT

The thesis presents saving money in shares as a long term saving. The strategic forms of investing which enable to achieve realistic financial aims on long term are dealt beside acceptable risk which can be restricted by essential decisions of investing, asset arrangement, risk aversion and forming a portfolio. The impact of factors on risk and return is considered. The thesis is focused on small shareholders who invested on Slovene financial market. On theoretical basis the analysis of return and share solvency is made for shares of prime market in an eight-year period. The contence includes gathered and empirical data which are represented in the tables. Relatively high return of slovenian shares are established on the basis of analysis which confirms the hypothesis, made in the introduction.

*Key words:* stocks, saving, investing, strategic investment, Slovene financial market, return, solvency, risk

**UDK:** 330.567.25:336.763.2(043.2)



## VSEBINA

<b>1 Uvod</b> .....	<b>1</b>
<b>2 Zakaj varčevati v delnicah?</b> .....	<b>5</b>
<b>3 Osnovne odločitve investitorjev</b> .....	<b>7</b>
3.1 Strateško ali špekulativno investiranje.....	7
3.2 Strateška razporeditev premoženja .....	8
3.3 Aktivno ali pasivno investiranje .....	10
3.4 Tveganje in donosnost .....	12
3.4.1 Merjenje tveganj .....	13
3.4.2 Kazalniki vrednotenja delnic .....	16
3.4.3 Vloga borznih indeksov .....	21
3.5 Diverzifikacija premoženja.....	27
<b>4 Analiza delnic prve kotacije</b> .....	<b>32</b>
4.1 Analiza donosnosti in likvidnosti .....	32
4.2 Opredelitev tveganja .....	38
<b>5 Sklep</b> .....	<b>42</b>
<b>Literatura</b> .....	<b>46</b>
<b>Viri</b> .....	<b>46</b>





## SLIKE

Slika 3.1	Povprečna dividendna donosnost trga (v odstotkih) v obdobju od leta 2003 do 2007.....	21
Slika 3.2	Gibanje indeksa SBI 20 v obdobju od leta 1992 do 2007 (prikazane so zaključne vrednosti indeksa ob koncu posameznega leta).....	24
Slika 3.3	Letna donosnost indeksa SBI 20 v obdobju od leta 1992 do 2007 .....	24
Slika 3.4	Gibanje indeksa SBI TOP v obdobju od leta 2004 do 2007 (prikazane so zaključne vrednosti indeksa ob koncu posameznega leta).....	26
Slika 3.5	Letna donosnost indeksa SBI TOP v obdobju od leta 2004 do 2007.....	26
Slika 4.1	Letna inflacija (v odstotkih) v obdobju od leta 2000 do 2007 .....	32
Slika 4.2	Gibanje nominalnih donosnosti preučevanih delnic v primerjavi z indeksom SBI 20 .....	35
Slika 4.3	Primerjava povprečne donosnosti posameznih delnic v obdobju z njihovim koeficientom variacije.....	39

## TABELE

Tabela 3.1	Primerjava kazalnika vrednotenja P/E delnic, ki so trenutno v prvi kotaciji za obdobje treh let .....	18
Tabela 3.2	Primerjava kazalnika P/B delnic, ki so trenutno v prvi kotaciji za obdobje treh let.....	19
Tabela 3.3	Primerjava kazalnika DY (v odstotkih) delnic, ki so trenutno v prvi kotaciji za obdobje treh let .....	20
Tabela 3.4	Stroški poslovanja z delnicami v borzno posredniških hišah.....	29
Tabela 3.5	Stroški poslovanja z delnicami v vzajemnih skladih .....	29
Tabela 4.1	Donosnosti (v odstotkih) indeksa SBI 20 v obdobju od leta 2000 do 2007.....	32
Tabela 4.2	Donosnosti delnic v obdobju od leta 2000 do 2007 .....	33
Tabela 4.3	Kazalniki likvidnosti za delnice prve kotacije v obdobju od leta 2000 do 2007.....	36
Tabela 4.4	Standardni odklon na letni ravni in koeficient variacije za obdobje od leta 2000 do 2007 .....	38



## 1 UVOD

S procesom lastninskega preoblikovanja je delnice pridobila večina slovenskih gospodinjstev. Velik del teh gospodinjstev je delnice tudi prodalo, toda sredi leta 2000 je delnice imelo še vedno več kot polovica slovenskih gospodinjstev, kar je predstavljalo visok delež v primerjavi z razvitimi tržnimi gospodarstvi. Večini prebivalstva so bile delnice pridobljene z lastninjenjem tudi edini stik z delnicami nasploh. Varčevalcev, ki bi se zavestno odločili, da bodo svoje prihranke plemenitili v delnicah, je bilo relativno malo. Raziskava mednarodnega centra CEEP, ki je bila izvedena v letu 1999, je pokazala, da je prihranke v delnicah načrtno in sistematično plemenitilo le dober odstotek slovenskih gospodinjstev (Kleindienst, Rems in Simoneti 2001, 5).

Večina Slovencev je svoje finančne presežke skoraj izključno usmerjala v bančne vloge, nepremičnine in življenjska zavarovanja. Eden izmed razlogov za takšno ravnanje je bil, da večina slovenskih gospodinjstev mesečno ni uspela privarčevati zneskov, ki bi jih bilo smotrno vlagati v delnice. Tisti, ki so razpolagali z višjimi prihranki, pa zaradi previdnosti in slabega poznavanja borznega dogajanja, niso investirali v delnice.

Podatki raziskave GfK Varčevalne klime o varčevalnih navadah Slovencev (Mrkun 2007) kažejo, da se za varčevanje oziroma nalaganje denarja odloči približno dve tretjini Slovencev in da se je ta delež v letu 2007 v primerjavi z letom 2006 nekoliko znižal. Še vedno se nam zdi najbolj zanimivo klasično varčevanje na banki, ki ne predstavlja visokega tveganja in je kljub relativno majhnim donosom ena izmed varnih naložb. Delež Slovencev, ki varčujejo na banki, je od leta 2001 do 2006 upadel s 70 odstotkov na 40 odstotkov, in je do letošnjega leta ohranil to raven. Sklenitev življenjskega zavarovanja se kot način varčevanja zdi zanimiv tretjini Slovencev. Pogosta načina varčevanja sta tudi nakup stanovanja ali hiše ter vlaganje v investicijske in vzajemne sklade, kjer pa je opazen trend upadanja. Večina varčevalnih namenov je dolgoročne narave in sicer za poznejše življenjsko obdobje (Mrkun 2007).

Trg kapitala je del finančnega trga in ima v tržnem gospodarstvu izredno pomembno vlogo. Omogoča učinkovit prenos prihrankov od varčevalcev do investitorjev, ki te prihranke kar najbolj produktivno porabijo. Z razvojem slovenskega trga kapitala so se možnosti za naložbe prihrankov bistveno povečale. Na Ljubljanski borzi lahko trgujemo z 188-timi vrednostnimi papirji, s skupno tržno kapitalizacijo 26.771 mio eurov (20. 12. 2007). Paleta naložbenih možnosti, ki se razlikujejo po tveganju in pričakovanih donosih, se z razvojem kapitalskih trgov povečuje. Na voljo imamo delnice, obveznice, investicijske sklade, vzajemne sklade, zakladne menice ter indeksni vzajemni sklad (ETF). Ljubljanska borza opravlja dejavno vlogo tudi po svetu

## *Uvod*

z vključitvijo v Svetovno združenje borz (WFE) in Evropsko združenje borz (FESE). Makroekonomski rezultati Slovenije so razmeroma dobri, borza pa ima pomembno vlogo v domači ekonomiji. Oktobra 1997 je postala petdeseta polnopravna članica Svetovnega združenja borz - WFE. Polnopravno članstvo v WFE Ljubljanski borzi omogoča enakovredno pravico do glasovanja na skupščinah združenja ob najpomembnejših svetovnih borzah vrednostnih papirjev (World Federation of Exchanges 2007). Junija 1999, je bila poleg varšavske in budimpeštanske borze sprejeta v pridruženo članstvo Evropskega združenja borz - FESE. Polnopravna članica FESE je postala junija 2004 skupaj z drugimi borzami iz držav, ki so postale članice EU. Polnopravno članstvo FESE pomeni pridobitev pravice do glasovanja o vseh pomembnih zadevah, ki zadevajo evropske trge kapitala (Federation of European Securities Exchanges 2007). Tako lahko Ljubljanska borza enakopravno sodeluje pri oblikovanju prihodnjega razvoja teh trgov. Cilj Ljubljanske borze v začetnem obdobju je predvsem integracija v kapitalske tokove Evropske unije. Sodelovanje z borzami JV Evrope je trenutno podrejeno temu cilju, saj je tesnejše povezovanje oteženo z zahtevnim pravnim okvirjem Evropske unije.

### *Namen in cilji*

Z diplomskim delom želimo približati varčevanje v delnicah kot sicer bolj tvegan, toda donosnejši finančni instrument, ki je precej bolj zanimiv od bančnih vlog, vendar terja določeno znanje in veščine. S strateškim vlaganjem v vrednostne papirje, lahko dosežemo takšno donosnost osebnega finančnega premoženja, ki ob sprejemljivem tveganju omogoča doseganje temeljnih dolgoročnih finančnih ciljev. Precejšen del tveganja lahko zmanjšamo s temeljnimi odločitvami glede vrste investiranja, razporeditve premoženja, odnosa do tveganja ter oblikovanja portfelja. Temelji uspešnega investiranja so predvsem strateški pogled investitorja, realno postavljeni finančni cilji, znanje in disciplina. Cilj diplomske naloge je opredeliti odnos do tveganja pri naložbah v delnice, glede na koristi, ki jih takšna razporeditev premoženja prinaša ter hkrati odgovoriti na vprašanje zakaj varčevati v delnicah in zakaj so primerne za dolgoročno varčevanje.

### *Predpostavke in omejitve*

Predpostavljam, da so varčevalne navade Slovencev še vedno precej konzervativne, saj se za klasično varčevanje na banki še vedno odloča relativno veliko varčevalcev. Ravno tako predpostavljam, da se bo z razvojem trga kapitala v Sloveniji povečalo število vlagateljev, ki bodo varčevali v vrednostnih papirjih. Predvidevam, da priporočljivo razporeditev premoženja določata cilj varčevanja in osebne finančne razmere, na katere imajo posreden vpliv tudi splošne gospodarske in finančne razmere v državi in v svetu.

Glavna omejitev pri obravnavanju problema je, da slovenski kapitalski trg še ni razvit. Večina podjetij na Ljubljanski borzi kotira šele kratek čas, zato je proučevanje letih omejeno na krajše obdobje. Večina spoznanj temelji na osnovi ameriške prakse, pri čemer je potrebno upoštevati specifične lastnosti posameznih trgov, ki niso nujne tudi za ostale trge. Omejila se bom predvsem na male delničarje, ki vlagajo z namenom, da bi si dolgoročno čimbolj oplemenitili prihranke.

#### *Metodologija in viri*

V prvem delu bomo s proučevanjem stališč, spoznanj in sklepov različnih avtorjev predstavili teoretična izhodišča, ki so povezana z vlaganjem premoženja v vrednostne papirje. V analitičnem delu bodo poleg analitskih postopkov zbiranja, urejanja in primerjanja podatkov ter statističnih metod, uporabljeni tudi slikovni prikazi in preglednice.

Uporabljeno literaturo in druge vire predstavljajo predvsem sekundarni podatki (domača in tuja literatura), nekateri primarni (statistična poročila, diplomska in magistrska dela) ter elektronski viri podatkov. Večina podatkov, potrebnih za analizo, je pridobljena z mesečnih, polletnih in letnih statističnih poročil Ljubljanske borze.

#### *Zgradba diplomske naloge*

Nalogo sestavlja pet poglavij. Takoj za uvodom pojasnujemo, zakaj je smotno varčevati v delnicah. Pravzaprav gre za vlaganje v produktivnost podjetij, ki stalno rastejo in se razvijajo in tako predstavljajo trdno osnovo za naložbe, za katere investitorji verjamejo, da bodo na dolgi rok prinesle več kot obresti na bankah. Tretje poglavje daje teoretičen okvir analizi, ki sledi v četrtem poglavju. V tretjem poglavju podrobno opisujemo odločitve, ki jih naj investitor sprejme pred vstopom na borzo, tveganje, ki ga s tem sprejema in donosnost, ki jo lahko pričakuje, ter kako se izmerita. V četrtem poglavju analiziramo donosnost in likvidnost ter tveganost slovenskih delnic. Na osnovi zbranih in obdelanih podatkov ugotavljamo, da so delnice prve kotacije v obdobju od leta 2000 do 2007 prinašale relativno visoke donose in nizke dividende. Njihova tržna likvidnost je zaradi visoke tržne kapitalizacije precej nizka. Glede na relativno visoko donosnost delnic, je tveganje razmeroma majhno.



## 2 ZAKAJ VARČEVATI V DELNICAH?

Trg vrednostnih papirjev je eden najpomembnejših delov finančnega trga, saj skrbi za neposreden prenos finančnih presežkov med suficitnimi in deficitnimi celicami (Prohaska 1994, 7). Zaradi omogočanja stalnega kupovanja, prodajanja in dodatnih možnosti razpršitve naložb skrbi za hitrejši razvoj gospodarstva. Z razvojem kapitalskega trga se odpirajo številne nove možnosti za vlaganje v vrednostne papirje. Toda zavedati se moramo, da je vlaganje v vrednostne papirje dolgoročen način varčevanja. V delnice namenimo denar, za katerega vemo, da ga vsaj krajše obdobje ne bomo potrebovali. Sicer se lahko zgodi, da bomo morali predčasno prodati delnice v neugodnem trenutku, in tako ne bomo dosegli pričakovanih donosov. Primerjave različnih naložb v času kažejo, da vlagatelji v delnice na dolgi rok praviloma dosežejo višje donose kot varčevalci v bankah (Ljubljanska borza 2007a).

Podjetja izdajo delnice, da si priskrbijo kapital, ki ga v okviru rasti in razvoja namenijo za dolgoročne projekte. Če so pri tem uspešna, lahko vrednost delnic zelo hitro zraste. V nasprotnem primeru pa izguba neposredno zniža vrednost kapitala družbe in s tem vrednost delnic. Lastnik delnice je lastnik dela kapitala podjetja, ki je delnice izdalo. Delničarji nimajo zagotovljenega povračila vplačane glavnice in to zanje predstavlja veliko tveganje. Imajo pravico do dividend, ki jih podjetja enkrat letno izplačujejo lastnikom delnic. Za vlagatelje je nakup delnic privlačen zaradi potencialnih kapitalskih dobičkov, ki jih lahko ustvarijo z razliko med nakupno in prodajno ceno delnice. Za podjetja, ki poslujejo dobro, je na dolgi rok velika verjetnost, da bo ta razlika pozitivna, saj se rast podjetja kaže tudi v ceni delnice. Gibanja cen delnic na kratek rok so nepredvidljiva, zato je tudi trgovanje z delnicami na kratek rok bolj tvegano (Ljubljanska borza 2007b).

Vlaganje v vrednostne papirje je v osnovi podobno plemenitenju prihrankov v obliki bančnih vlog, vendar med klasičnim varčevalcem in investitorjem obstajajo pomembne razlike. Investitor povečuje vrednost glavnice, medtem ko jo klasični varčevalec le ščiti. Za razliko od klasičnega varčevalca, ki minimizira tveganje, skuša investitor doseči čim višjo donosnost ob sprejemanju zanj optimalne ravni tveganja. Klasičnemu varčevalcu so pomembni predvsem redni dohodki iz naslova varčevanja, investitor pa varčuje predvsem zato, da bi povečal vrednost glavnice. Premoženje razprši na različne naložbe, medtem ko klasični varčevalec vzdržuje likvidnost premoženja. Prav tako se investitor dobro zavaruje pred razvrednotenjem zaradi inflacije (Kleindienst 2001, 19). Torej investitor razmišlja precej širše in v plemenitenje svojih prihrankov vloži več truda in časa pa tudi znanja ali pa to nalogo prepusti upravljalcem skladov. Izhaja predvsem iz vprašanja, koliko tveganja si lahko privošči glede na svoje finančne razmere in cilje, ki si jih zastavi. Zavedati se mora, da čim večje

### *Zakaj varčevati v delnicah*

tveganje bo prevzel, višjo donosnost prihrankov na dolgi rok lahko pričakuje. Tveganje mora biti pripravljen sprejemati do tiste meje, ki mu bo omogočila dosego finančnih ciljev brez večjih finančnih pretresov. Pri tem je potrebno poudariti, da se lastniki delnic, ki so prostovoljno kupili delnice in jih tudi plačali, pomembno razlikujejo od delničarjev, ki so posledica procesa lastninjenja in na slovenskem finančnem trgu še vedno prevladujejo.

Dolgoročna donosnost delnic ne pomeni, da so le-te donosna naložba v vsakem obdobju. Kratkoročno so lahko tudi nizko ali celo negativno donosna finančna naložba, vendar pa kumulativno v daljšem časovnem obdobju lahko dosežejo relativno velik razkorak. Delnice so namreč bolj tvegan finančni instrument kot bančne vloge ali kratkoročni vrednostni papirji, vendar pa se lahko to tveganje na dolgi rok s sistematičnim pristopom zmanjša tako, da vlagatelj svojo naložbo razprši. Denar vloži v čim več delnic, oziroma v delnice v različnih državah in s tem dodatno zmanjša tveganje svoje naložbe.



### **3 OSNOVNE ODLOČITVE INVESTITORJEV**

Varčevalce, ki se odločijo svoje prihranke plemenititi v delnicah, zanimajo osnovne značilnosti trgovanja z vrednostnimi papirji, koristi, ki jih naložba lahko prinese in tveganje, ki ga je potrebno sprejeti ter davčni vidik. Pri tem jim lahko pomagajo finančni svetovalci in borzni posredniki v borzno-posredniških hišah, bankah ali drugih finančnih institucijah. Po drugi strani pa lahko vlagatelji, ki se ne želijo poglobljati v delovanje kapitalskih trgov, svoje odločitve prepustijo upravljalcem skladov. Neizkušenost in nepoznavanje delovanja borznega trga namreč lahko terja pomembne napake, katerih posledice so lahko hude. Zato je pomembno, da k investiranju pristopimo sistematično in sprejmemo osnovne odločitve.

#### **3.1 Strateško ali špekulativno investiranje**

Glede na to, kako pristopimo k vlaganju, lahko govorimo o strateškem ali špekulativnem investiranju. Strateško investiranje je sistematično vlaganje na dolgi rok. Investitorji finančne naložbe prilagodijo svojim finančnim ciljem glede na premoženje, odnos do tveganja in drugim dejavnikom. Z vrednostnimi papirji ne trgujejo pogosto in se ne odzivajo na kratkoročna dogajanja na borzi. Torej, ko je portfelj oblikovan, ne terja več tolikšne porabe časa in energije, kot pri špekulativnem investiranju. Namen strateškega investiranja je s sistematičnim in dolgoročnim vlaganjem doseči zadovoljivo donosnost premoženja ob sprejemljivem tveganju.

Osnovni namen špekulativnega investiranja je doseganje kratkoročnih dobičkov, kar pomeni, da investitor nima izdelane dolgoročne naložbene strategije in se o finančnih naložbah odloča sproti, glede na informacije, ki jih ima na voljo. Doseganje nadpovprečne donosnosti je tesno povezano s sprejemanjem izredno visokega tveganja, veliko porabo časa in energije. Poleg tega terja visoke transakcijske stroške in plačilo davka na kapitalski dobiček. Zakon o dohodnini (ZDoh-2) navaja, da se od dohodka iz kapitala dohodnina izračuna in plača od davčne osnove po stopnji 20 odstotkov in se šteje kot dokončni davek. Pri določitvi stopnje dohodnine od dobička iz kapitala se upošteva tudi doba imetništva kapitala, pri čemer se stopnja dohodnine od dobička kapitala znižuje vsakih pet let. Po dopoljenih petih letih imetništva kapitala znaša 15 odstotkov, po desetih letih 10 odstotkov, po petnajstih letih 5 odstotkov in po dvajsetih letih in več se plačila dohodnine oprosti. V zvezi s pridobitvijo in odsvojitvijo kapitala se priznavajo normirani stroški v višini enega procenta nabavne oziroma vrednosti kapitala ob odsvojitvi.

Špekulativni investitorji povečujejo prometnost vrednostnih papirjev na borzi in pripomorejo k temu, da tečajni vrednostnih papirjev na borzi bolj odražajo njihovo dejansko vrednost. V primeru, da z medsebojno povezanostjo dosežejo takšno moč, ki bi načrtno pomembno vplivala na gibanje tečaja vrednostnega papirja ali skupine

vrednostnih papirjev, postanejo za trg škodljivi. Vsakršno namensko vplivanje na gibanje tečajev delnic, je v Sloveniji škodljivo. Nadzor nad tovrstnimi dejavnostmi vrši Agencija za trg vrednostnih papirjev.

### **3.2 Strateška razporeditev premoženja**

Pomembna razlika med špekulativnim in strateškim investitorjem je, da slednji izhaja iz strateške razporeditve premoženja v skupine finančnih naložb, ki je zasnovana dolgoročno. Njegov cilj je oblikovati takšno strateško sestavo premoženja, ki bo z vidika donosnosti in tveganja najbolj optimalna in primerna njegovi ekonomski celici.<sup>1</sup> Pri strateški razporeditvi premoženja gre poleg izbire naložbenih skupin tudi za odločitve o tem, kolikšen delež premoženja plemenititi v posameznih naložbenih skupinah.

Na strateško razporeditev premoženja vplivajo dejavniki: posameznikovi finančni cilji, obstoječe in pričakovane finančne razmere, odnos do tveganja, znanje in izkušnje, in nenazadnje tudi starost.<sup>2</sup> Ti dejavniki oblikujejo investitorjev finančni profil, ki pomembno vpliva na izbiro osnovnih finančnih naložb kot so delnice, obveznice in denarne rezerve (npr: bančne vloge in kratkoročni državni vrednostni papirji). Donosnost posameznih naložbenih skupin se v različnih obdobjih razlikuje, kar dodatno zmanjšuje tveganje vlaganja v vrednostne papirje brez zmanjšanja dela pričakovane donosnosti.

Dobro zastavljeni finančni cilji<sup>3</sup> imajo jasno opredeljene dobrine, ki jih investitor želi pridobiti, ali potrebe, ki jih želi zadovoljiti, natančno je določen znesek, potreben za nakup oz. zadovoljitev dobrine oz. potrebe, ter čas, v katerem želi zadovoljiti omenjen nakup oz. potrebo. Prav tako ima časovna dolžina varčevanja pomembno vlogo pri razporeditvi prihrankov. Delnice so tvegana naložba, vendar je velik del tveganja kratkoročnega in srednjeročnega značaja, zaradi poslovnih ciklov gospodarstva, enkratnih dogodkov in psihologije investitorjev. Dolgoročno na gibanje tečajev delnic vpliva donosnost podjetij in njihovo tveganje, kar je posledica rasti in razvoja, torej povečevanja produktivnosti. Ker le-ta na dolgi rok narašča, rastejo tudi tečaji delnic. Iz tega lahko sklepamo, da daljše kot je časovno obdobje, manjša je verjetnost, da bo donosnost delnic v tem obdobju negativna.

---

<sup>1</sup> Ekonomska celica kot skupnost ali družina, v kateri biva investitor.

<sup>2</sup> Predpostavljamo, da večina starejših oseb pred upokojitvijo, ne bo zainteresirana za tvegane naložbe v delnice, temveč bolj za oblikovanje rezervnega sklada v obliki obveznic in bančnih vlog.

<sup>3</sup> Primer dobro zastavljenega finančnega cilja je privarčevati 70.000 EUR v desetih letih za nakup stanovanja.

Pri varčevanju se srečujemo z različnimi vrstami ciljev in z različno ročnostjo ciljev. Najdaljšo ročnost ima gotovo pokojninsko varčevanje, katerega cilj je ustvariti relativno visok znesek finančnega premoženja, ki bo poleg pokojnine iz naslova obveznega pokojninskega zavarovanja zagotavljal večjo finančno brezskrbnost in varnost na stara leta. Torej ne gre za ustvarjanje rednih prihodkov za tekočo porabo od obresti in dividend, temveč za doseganje rasti finančnega premoženja. Kleindienst (2001, 44) navaja, da so najprimernejši način za tako varčevanje delnice, saj prinašajo najvišjo pričakovano donosnost premoženja na dolgi rok. Blizu pokojninskemu varčevanju je varčevanje za nakup stanovanja ali hiše, le da je bolj kratkoročne narave, približno od pet do deset let. Avtor ugotavlja, da je zaradi krajše ročnosti (do pet let) v ta namen primerno varčevanje v obliki namenskega stanovanjskega varčevanja, v obveznicah ali bančnih vlogah oziroma v denarnih rezervah. Ko gre za daljšo ročnost (nad pet let), je smotrno del prihrankov razporediti tudi v delnice (Kleindienst 2001, 55-56).

Zaostrojuje se tudi trg dela, kar pomeni, da bo vse bolj pomembna kakovost univerze, kar je pogojeno z višjimi stroški šolanja. Tovrstno varčevanje se lahko prične že ob rojstvu otroka in je dolgoročno, ter kot tako primerno za varčevanje v delnicah. Za gospodinjstva z nižjimi prihodki je zanimivo varčevanje, ki ima za cilj doseganje osnovne finančne varnosti. S tem mislimo na zbiranje prihrankov z namenom ustvarjanja dodatnih tekočih dohodkov ali zbiranje prihrankov, ki naj bi služili kot »zlate palice« za primer nepričakovanih večjih izdatkov.

Na posameznikovo strateško razporeditev prihrankov poleg finančnih ciljev vplivajo tudi finančne razmere v gospodinjstvu, ki so odvisne od rednih prihodkov, višine akumuliranega premoženja, števila vzdrževanih članov, drugih kratkoročnih ciljev in morebitnih nepričakovanih izdatkov. Zato naj bi gospodinjstva oblikovala varnostni sklad, namenjen pokrivanju nujnih življenjskih izdatkov v primeru izgube rednih dohodkov ali večjih izdatkov. Višina sklada bi naj bila prilagojena finančnim razmeram, sredstva sklada pa naložena v manj tvegane finančne instrumente, kot so bančne vloge, državne obveznice ter kratkoročni vrednostni papirji. Torej tako oblikovan sklad zagotavlja osnovno finančno varnost, na osnovi katere lahko ostalo premoženje razporedimo v bolj tvegane finančne instrumente (Kleindienst 2001, 58-59).

Strateška razporeditev premoženja je močno pogojena z odnosom do tveganja varčevalca. Ljudje se na splošno po nagnjenosti do tveganja razlikujemo od tistih, ki tveganja sploh ne marajo, pa vse do tistih, ki se za tveganje zlahka odločijo. Ker so delnice tvegana naložba, smo tveganje pripravljeni prevzeti, če v zameno lahko pričakujemo nadpovprečno donosnost. Sicer je racionalneje prihranke razporediti v manj tvegane naložbe. Odločitev ne sme temeljiti le na subjektivnem odnosu do tveganja, temveč tudi na objektivnih okoliščinah, kot so finančne razmere in narava

finančnih ciljev. Tu odigra ključno vlogo tudi raven poznavanja finančnih naložb in trga kapitala. Znanje in izkušnje pomagajo vlagateljem razumeti psihologijo borzništva, varujejo jih pred napačnimi odločitvami, ki so pogosto posledica reakcij na kratkoročna nihanja tečajev delnic. Podporo pri naložbenih odločitvah varčevalcem nudijo usposobljeni finančni svetovalci ali borzni posredniki v bankah, borznih hišah in drugih finančnih inštitucijah.

### **3.3 Aktivno ali pasivno investiranje**

Aktivno investiranje temelji na strateški razporeditvi premoženja, kljub temu, da je zanj značilno pogosto trgovanje, zaradi česar so takšni investitorji pogosto označeni kot špekulantje. Z načrtnim iskanjem trenutno nerealno ovrednotenih vrednostnih papirjev<sup>4</sup> (precenjenih ali podcenjenih), skušajo ti vlagatelji doseči višjo donosnost, kot če bi sestavo portfelja pustili enako na dolgi rok. Tveganju namenjujejo veliko pozornost in se mu izpostavljajo le v okviru vnaprej določenih omejitev, kar za špekulante ne moremo trditi. Aktivni vlagatelji deleže posameznih naložbenih skupin spreminjajo običajno na četrtletni, polletni ali letni ravni, medtem ko špekulantje sestavo finančnega premoženja pomembno spremenijo tudi v enem dnevu.

Prav tako aktivni investitorji namenjujejo veliko pozornosti temeljnim dejavnikom, ki vplivajo na vrednosti tečajev delnic, zlasti uspešnosti poslovanja, tveganju in dogajanju v ekonomiji. Špekulante zanima pričakovana ponudba in povpraševanje na borznem trgu ter psihologija investitorjev, v temeljne vzroke za takšna gibanja se ne spuščajo (Kleindienst 2001, 76). Torej ima aktivno upravljanje premoženja v tveganih finančnih skupinah na podlagi finančnega načrta, ki temelji na strateški razporeditvi premoženja, vrsto prednosti, saj dovoljuje doseganje nadpovprečne donosnosti ob sprejemljivem tveganju. V primerjavi s špekuliranjem povzroča nižje transakcijske stroške, ter manjšo porabo časa in energije. Temelji na osnovnih finančnih zakonitostih, ki vplivajo na tečaje delnic in ne na iskanju trendov na finančnem trgu. Terja pa posebna znanja o trgu vrednostnih papirjev in spremljanje tako borznega kot splošnega gospodarskega dogajanja.

Vlagatelji, ki nimajo posebnega znanja o trgu vrednostnih papirjev in ne spremljajo borznega dogajanja, se zaradi transakcijskih stroškov, ki jih povzroča pogosto trgovanje in negativnih davčnih učinkov, raje odločijo za pasivni način investiranja. Pasivni investitorji premoženje strateško razporedijo in se držijo »buy-and-hold strategy«<sup>5</sup>. Z

---

<sup>4</sup> Tržna cena delnic na borznem trgu niha in je odvisna od vrste dejavnikov. Osnovni dejavnik je dobro poslovanje in rast v podjetju, na gibanje cen vpliva ponudba in povpraševanje ter posamezni dogodki v gospodarstvu, splošne gospodarske razmere, politične razmere in tudi morebitni izredni dogodki kot naravne katastrofe ali vojne.

<sup>5</sup> Strategija »kupi in obdrži«.

vrednostnimi papirji tudi na daljši rok opravijo malo transakcij, le tiste, ki so potrebne za vzdrževanje ciljne sestave premoženja in nakupov na osnovi tekočih prihrankov. Pasivni pristop je zlasti utemeljen za manjše investitorje, ki zaradi pomanjkanja časa ne morejo namenjati dovolj pozornosti dogajanjem na trgu kapitala. Vedno več ima tudi zagovornikov med profesionalnimi investitorji, zlasti tistimi, ki delujejo na razvitih trgih kapitala. Dolgoletne izkušnje namreč kažejo, da aktivno investiranje težko prinese želene koristi, po upoštevanju stroškov, ki jih takšno investiranje povzroča (Kleindienst 2001, 87-88).

S kombinacijo aktivnega in pasivnega načina investiranja, ko investitor premoženje razdeli na dva dela, se pomembno zmanjša tveganje. Z enim delom upravlja aktivno, drugega strateško razporedi na dolgi rok in tako kompenzira morebitne negativne učinke upravljanja aktivnega dela. Tovrstno investiranje je primerno za relativno veliko premoženje.

Z metodo tempiranja trga se investitor odloča o tem, v katere osnovne skupine finančnih naložb bo v določenem obdobju vlagal. Odločitev temelji na splošni rasti tečajev delnic, ki je merjena z borznim indeksom. Kadar investitor pričakuje, da bo splošna rast tečajev delnic v določenem obdobju višja od donosnosti bančnih vlog, bo večino premoženja držal v delnicah. Sicer bo večino premoženja razporedil v obveznice, kratkoročne vrednostne papirje ali bančne vloge. Takšen način vlaganja lahko ustvari nadpovprečno donosnost na osnovi odstopanj od strateške razporeditve premoženja, torej s taktično alokacijo premoženja in je povezano z visokimi transakcijskimi stroški.

Za investitorje, ki posedujejo nadpovprečna znanja, obstaja možnost aktivnega vlaganja na osnovi izbire posameznih naložb. Temeljna analiza oziroma analiza računovodskih izkazov, je osnova za nakup podcenjenih delnic. V tako oblikovanem portfelju, so nujne le tiste transakcije, ki vzdržujejo strateško sestavo premoženja. Metoda je primerna za vlagatelje, ki zaradi manjšega obsega premoženja ne uporabijo metode tempiranja trga. Njena slabost je, da manjši kot je obseg premoženja, večji so stroški, ki negativno vplivajo na donosnost.

Na izbiro metode varčevanja vpliva raven znanja in izkušnje, informacije, s katerimi razpolagamo, obseg premoženja, čas, ki ga lahko vložimo ter odnos do tveganja. Poleg teh dejavnikov velja opozoriti na specifičnost slovenskega trga kapitala, ki sodi med razvijajoče se trge kapitala, kar pomeni, da je šibko do zmerno učinkovit.<sup>6</sup> Posledica tega je, da lahko tečaji vrednostnih papirjev na teh trgih dlje časa odstopajo od

---

<sup>6</sup> Trg, na katerem cene vrednostnih papirjev večino časa dobro izražajo njihovo dejansko vrednost in na dolgi rok ustvarjajo donosnost, ki je v skladu z njihovim tveganjem, je učinkoviti trg. Učinkoviti trg sestavlja veliko udeležencev, od katerih nihče nima prevladujočega deleža, informacije so lahko dosegljive, transakcijski stroški nizki, vrednostni papirji likvidni in institucionalna ureditev trga dobro razvita (Kleindienst 2001, 145).

dejanskih oziroma notranjih vrednosti. Notranja vrednost delnice je enaka sedanji vrednosti vseh denarnih tokov, ki jih lastnik pričakuje v prihodnosti. Šimon (1996, 15) poudarja, da je to izrazito subjektivna vrednost, odvisna od sposobnosti, znanja in izkušenj analitika, ki jo ugotavlja. To nesistematičnost lahko investitorji, ki razpolagajo z nadpovprečnim znanjem in z dobrimi informacijami v pravem trenutku, izkoristijo. Poleg učinkovitosti trga velja nameniti pozornost še likvidnosti vrednostnih papirjev, ki je pokazatelj obsega trgovanja z vrednostnimi papirji in obdavčitvi kapitalskih dobičkov.

### **3.4 Tveganje in donosnost**

Delnice imetniku dajejo pravico do sorazmernega lastništva v podjetju in s tem do nadzora nad upravljanjem podjetja. Imetnik ima tudi pravico do likvidacijske vrednosti, v primeru da podjetje doleti najbolj črn scenarij, to je likvidacija ali stečaj. Delničarji kot lastniki, imajo tudi pravico do obveščeniosti o poslovanju podjetja, saj finančni in pravni položaj ter pomembni poslovni dogodki relevantno vplivajo na gibanje tečajev delnic.

Med vsemi pravicami, pri odločitvi za investiranje v delnice, najbolj odtehtajo pričakovane finančne koristi, s katerimi lahko razpolagajo imetniki delnic. Sem sodi udeležba pri čistem dobičku podjetja (dividende) in pričakovana kapitalaska donosnost. Kljub temu, da se investitorji odločijo za nakup delnic zaradi njihove pričakovane prihodnje donosnosti, je pomembna in zanimiva tudi pretekla dolgoročna donosnost, ker podaja izhodišča za napovedovanje prihodnjih dolgoročnih donosnosti. Pri napovedovanju prihodnje donosnosti je prisotno investicijsko tveganje, da bo dejanska donosnost nižja od pričakovane. Podjetja delničarjem donosnosti ne zagotavljajo, temveč je le-ta odvisna od prihodnje uspešnosti poslovanja. Ta uspešnost pa je lahko višja ali nižja, kot jo tržni udeleženci v danem trenutku pričakujejo.

Če spremljamo gibanje tečajev delnic na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev (v nadaljevanju Ljse) opazimo, da iz dneva v dan nihajo. Torej se vlagatelji izpostavljajo tveganju padca tečajev. Investitor mora upoštevati še likvidnostno tveganje. To je tveganje, da delnic ne bo mogel prodati po trenutnem tečaju, ki velja na trgu, temveč po bistveno nižji ceni.<sup>7</sup> Likvidnostno tveganje je povezano z likvidnostjo borze in lahko nastopi v primeru kadar:

- je razlika med nakupno in prodajno ceno (angl.: bid-ask spread) visoka,
- je število dni trgovanja glede na vse dneve trgovanja v letu majhno,

---

<sup>7</sup> To tveganje pri delnicah sicer obstaja, je pa njegov pomen pri obveznicah toliko bolj izrazit. Poleg tega so delnice na Ljubljanski borzi na splošno najbolj likvidna finančna naložba.

- je letni obrat na borzi nizek (merjeno v odstotku delnic glede na celotno izdajo delnic),
- je ustvarjeni povprečni dnevni promet, merjeno vrednostno, nizek,
- je odstotek delnic (angl.: Free Float) v celotni izdaji delnic, ki so v prostem obtoku in s tem na voljo za trgovanje nizek,
- se zmanjša likvidnost posamezne naložbe (npr. zaradi koncentracije lastništva) ali celotna likvidnost trga, merjeno z vrednostnim upadom celotnega prometa na posamezni borzi;

Na tveganost naložbe v delnice vplivajo dejavniki sistematičnega in nesistematičnega tveganja.

Sistematično tveganje (angl.: nondiversifiable risk) je tveganje, ki je odvisno od splošnih gospodarskih pogojev in ga z razpršitvijo ni mogoče odpraviti (Berk, Lončarski in Zajc 2006, 12). Dejavnikom sistematičnega tveganja (inflacija, obrestne mere, menjalni tečajji, cena nafte, gospodarski cikel in podobno) je izpostavljeno celotno gospodarstvo. Nobenega izmed teh makroekonomskih dejavnikov ni mogoče napovedati z gotovostjo, vendar vsi tako ali drugače vplivajo na donos posamezne delnice (Brigham, Ehrhardt 2005, 146-147).

Nesistematično tveganje (angl.: diversifiable risk) pa je tveganje premoženja, ki ga povzročajo neki slučajni dogodki (stavke, uspešni in neuspešni tržni programi, sklenitev ali izguba pomembne pogodbe, tožbe itd.), značilni za posamezno podjetje. Ravno zaradi slučajnosti takšnih dogodkov, je lahko njihov vpliv na celoten portfelj omejen z diverzifikacijo. To pomeni, da lahko z razpršitvijo naložb med različna podjetja izravnavamo neugodne dogodke v enem podjetju z ugodnimi dogodki v drugem podjetju in tako se celotno – portfeljsko tveganje zmanjša (Brigham, Ehrhardt 2005, 146).

#### **3.4.1 Merjenje tveganj**

Naložbe v vrednostne papirje so tvegane, kar pomeni, da ob nakupu vrednostnega papirja ne moremo natančno vedeti, koliko bo naša naložba vredna, ko jo bomo želeli prodati. Vrednost naložbe je odvisna od gibanja cen delnic, ki je nepredvidljivo. Eden izmed kazalnikov, ki meri stopnjo nihanja tečaja v določenem obdobju, je standardni odklon donosnosti. Večja kot je stopnja nihanja tečaja delnice, večja je verjetnost, da prihodnji donos ne bo enak pričakovanemu, oziroma večje je tveganje. Kazalnik se izračunava na osnovi preteklih gibanj tečajev delnic, ob predpostavki, da bo stopnja njihovega nihanja podobna tudi v prihodnosti. Njegova vrednost pa se izračunava po naslednji formuli:

$$\text{standardni odklon donosnosti } \sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2}{n-1}} \quad (1)$$

kjer so:

$r$  = donosnost delnice v podobdobju  $i$ ,

$\bar{r}$  = povprečna donosnost delnice v proučevanem obdobju in

$n$  = število podobdobj.

Standardni odklon je tehtano povprečje odstopanj od pričakovane vrednosti in nam pove, kako daleč nad ali pod pričakovano vrednostjo lahko pričakujemo dejansko vrednost (Brigham, Ehrhardt 2005, 134-135). V praksi se najpogosteje izračunava na mesečni in letni osnovi. Njegova pomanjkljivost pa se kaže v tem, da meri celotno tveganje delnic, to je del, ki bi ga z razpršitvijo lahko odpravili, kot del, ki ga z razpršitvijo ni moč odpraviti. Torej je dobro merilo tveganja za vlagatelje, ki svoje premoženje vložijo v delnice enega podjetja. Takšna strategija vlaganja vlagatelja močno izpostavi tveganju nesistematičnih dejavnikov, torej dejavnikom, ki vplivajo na posamezno podjetje, zato jo strokovnjaki odsvetujejo.

Za ocenjevanje sistematičnega tveganja imamo CAPM model (Capital Asset Pricing Model), katerega avtor je William F. Sharpe. Model podaja razmerje med tveganjem, ki ga posamezna naložba doprinese k tveganju premoženja (portfelja) in zahtevano donosnostjo te posamezne naložbe (Berk, Lončarski in Zajc 2006, 66).

Tveganje posamezne naložbe oziroma del tveganja delnic, ki ga z razpršitvijo ni moč odpraviti, merimo s kazalnikom beta ( $\beta$ ). Torej je kazalnik primeren predvsem za tiste vlagatelje, ki svoje premoženje razpršijo na več finančnih naložb. Kazalnik beta nam pove, kako se tečaj določenega vrednostnega papirja odziva na splošne spremembe tečajev delnic na določenem trgu, torej kakšen je vpliv delniškega indeksa na vrednost delnice oziroma sistemsko tveganje delnice. Beta v velikosti 1 pove, da je sistemsko tveganje neke delnice enako tveganju povprečno tvegane delnice na trgu. Beta, ki je manjša od ena pove, da je delnica podpovprečno tvegana, saj se njena vrednost skoraj ne odziva na rast in padec indeksa SBI 20 in beta, ki je večja od ena pove, da je delnica nadpovprečno tvegana, saj se njena vrednost hitro spreminja. Izračunava se po naslednji formuli:

$$r_i = r_f + (r_m - r_f)\beta \quad (2)$$

kjer so:



$r_i$  = donosnost delnice  $i$  v obdobju,

$r_f$  = netvegana obrestna mera,

$r_m$  = donosnost tržnega premoženja in

$\beta$  = beta.

Torej bi lahko rekli, da je prispevek tveganja delnice k tveganju tržnega portfelja enak  $\beta$ . Ker pa nas kot investitorje zanima  $\beta$  celotnega portfelja, bomo na podlagi ocen  $\beta$  posameznih delnic, ocenili  $\beta$  celotnega portfelja, in sicer kot:

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n \beta_i \times w_i \quad (3)$$

kjer so:

$\beta_p$  = beta portfelja delnic,

$\beta_i$  = beta delnice  $i$  in

$w_i$  = delež delnice  $i$  v celotnem premoženju delnic.

Tretje merilo za merjenje tveganosti delnic in portfelja je korelacijski koeficient, ki prikaže povezanost donosa delnic z donosom indeksa. Tendanca povezanosti dveh spremenljivk se imenuje korelacija in korelacijski koeficient meri to tendenco (Brigham, Ehrhardt 2005, 141). Njegova vrednost se giblje med -1 in 1. Delnice imajo večinoma pozitiven korelacijski koeficient, torej rastejo ko raste indeks. Delnice z negativnim korelacijskim koeficientom rastejo takrat, ko drugim vrednost pada. Torej bi jih lahko uporabili v portfelju za zmanjševanje tveganja, vendar previdnost ni odveč, saj se lahko zgodi, da v portfelj dodamo delnico, ki ne bo rasla, ko bodo rasle druge delnice, padala pa bo skupaj z njimi (Ljubljanska borza, 2007c). V primeru, da je korelacijski koeficient enak 0, pomeni, da spremenljivki med sabo nista povezani. Korelacijski koeficient je definiran kot:

$$r = \frac{\sum_{t=1}^n (r_{i,t} - \bar{r}_{i,t})(r_{j,t} - \bar{r}_{j,t})}{\sqrt{\sum_{t=1}^n (r_{i,t} - \bar{r}_{i,t})^2 \sum_{t=1}^n (r_{j,t} - \bar{r}_{j,t})^2}} \quad (4)$$

kjer so:

$r$  = korelacijski koeficient,

$r_{i,t}$  = dejanski donos delnice  $i$  v obdobju  $t$ ,

$\overline{r_{i,t}}$  = povprečni donos delnice  $i$  v obdobju  $t$ ,

$r_{j,t}$  = dejanski donos delnice  $j$  v obdobju  $t$  in

$\overline{r_{j,t}}$  = povprečni donos delnice  $j$  v obdobju.

Običajno korelacijski koeficient ne dosega ekstremnih vrednosti in se giblje nekje vmes, zato na splošno pri primerjavi dveh delnic v portfelju le zmanjšuje in ne izloča tveganja posamezne delnice. Več kot je delnic v portfelju, manjše bo tveganje na račun razpršenosti (Brigham, Ehrhardt 2005, 141-144).

### 3.4.2 Kazalniki vrednotenja delnic

Ko se odločimo za trgovanje z delnicami, se nam zastavijo vprašanja kot npr.: katere delnice kupiti, kdaj jih kupiti in kdaj jih prodati? Do odgovorov si pomagamo s kazalniki vrednotenja, ki so namenjeni hitremu vpogledu v vrednotenje delnic. Pomagajo nam oceniti ali je neka delnica precenjena ali podcenjena. Vendar sta nakup ali prodaja delnic zgolj na osnovi kazalnikov vrednotenja precej tvegana, saj se iz njih ne vidi, kakšno je poslovanje podjetja. Najpogosteje uporabljeni in izračunani kazalniki vrednotenja so: tečaj/dobiček na delnico (P/E), tečaj/knjigovodska vrednost delnice (P/B) in dividendni donos (DY).

#### Kazalnik P/E (*price to earnings ratio*)

S kazalnikom P/E merimo, koliko evrov so vlagatelji pripravljeni plačati za en evro dobička družbe, oziroma za kolikokrat tržna cena delnice presega zadnji letni dobiček na delnico družbe. Uporablja se kot merilo precenjenosti ali podcenjenosti delnic. Med seboj primerjamo kazalnike P/E podjetij, ki so si podobna po panogi, rasti dobička, zadolženosti itd.

Podjetja, ki delujejo v istem okolju, načeloma dosejajo zelo podobne vrednosti multiplikatorja. Razlike med njimi pa pojasnujemo z različnimi pričakovanimi stopnjami rasti dobičkov (in ponavadi posledično tudi dividend) ter z različno tveganostjo podjetij (Berk et al. 2006, 42).

Višje vrednosti kazalnika P/E imajo podjetja, ki ustvarjajo več dobička na kapital, dosejajo višje stopnje rasti dobička in ne poslujejo s finančnim vzvodom (majhna zadolženost). Izkušnje kažejo, da lahko visoka vrednost kazalnika P/E opozarja tudi na precenjene delnice, medtem ko nizka vrednost kazalnika ne pomeni nujno podcenjenosti.

V praksi se pojavita predvsem problema izbire ustrezne velikosti multiplikatorja ter verodostojnost čistega dobička kot računovodske kategorije za ocenjevanje prihodnjih donosov (Berk et al. 2006, 42).

Do razlik lahko pride tudi zaradi različnih izdatkov za raziskave in razvoj, saj stroški za raziskave in razvoj zmanjšujejo dobiček podjetja. Zaradi tega podjetja, ki veliko vlagajo v raziskave in razvoj, dosegajo nižje čiste dobičke, kar jim zmanjšuje vrednost kazalca P/E. Na drugi strani nekatera podjetja ne rastejo z velikimi naložbami v raziskave in razvoj, ampak raje prevzemajo manjša podjetja ter na takšen način povečujejo dobiček, kar jim zmanjšuje vrednost kazalca P/E. Niti dve podjetji na svetu ne poslujeta enako, zaradi česar so primerjave izredno zahtevne. Kazalnik P/E uporablja dobiček preteklega leta, torej meri preteklo stanje. Izračunava se po formuli:

$$P/E = \frac{P}{EPS} \quad (5)$$

kjer so:

P = cena delnice na izbrani dan in

EPS = dobiček na delnico v zadnjem letu.

Za natančen izračun dobička na delnico v zadnjem letu, je treba ugotoviti, koliko dobička na delnico ostane za navadne delničarje in odšteti prednostne dividende ter ga primerjati s povprečnim številom delnic, ki ne vključuje lastnih delnic družbe. To izračunamo po formuli:

$$EPS = \frac{E - Dp}{POVPR. \dot{S}T. DELNIC} \quad (6)$$

kjer so:

E = konsolidirani dobiček lastnika,

Dp = izplačane prednostne dividende iz dobička v tekočem letu in

POVPR. ŠT. DELNIC = ((št. delnic na začetku leta - lastne delnice na začetku leta) + (št. delnic na koncu leta - lastne delnice na koncu leta))/2.

Pri podjetjih, ki so imela v preteklem letu izreden vir prihodkov ali odhodkov, je uporaben tudi kazalnik Forward P/E. Izračuna se na podlagi tekočih tečajev delnic in napovedanega dobička na delnico. Napovedani dobiček nam lahko da boljše podlago za ocenjevanje podjetja, vendar je potrebno upoštevati subjektivni vidik analitikov, ki so lahko bolj ali manj optimistični.

**Tabela 3.1** Primerjava kazalnika vrednotenja P/E delnic, ki so trenutno v prvi kotaciji za obdobje treh let

OZNAKA DELNICE	P/E 31.12.2005	P/E 31.12.2006	P/E 31.12.2007
GRVG	13,23	14,65	21,34
IEKG	15,00	21,81	46,93
KRKG	23,64	27,29	37,62
LKPG	22,64	33,45	62,36
MELR	18,02	50,81	38,74
MER	16,48	16,70	23,14
PETG	20,97	29,04	37,54
TLSG	/	20,79	26,05

Vir: Ljubljanska borza 2007

Za delnice hitro rastočih podjetij, so značilne višje vrednosti kazalnika P/E, vendar to še ne pomeni, da so precenjene. Vrednost kazalnika odraža predvsem to, da se za podjetja z višjim kazalnikom P/E v naslednjih letih pričakuje višja rast čistih dobičkov na delnico. Kazalnik je na splošno zelo uporaben za primerjavo ustreznosti tečajev sorodnih podjetij iz istih panog, kar pa je v Sloveniji zaradi majhnega števila le-teh relativno težko (npr: ITBG in PETG). Pri primerjavi vrednosti kazalnika P/E v posameznih obdobjih je pomembna splošna raven obrestnih mer. Če se zmanjša, se vrednost delnic običajno poveča, s tem pa naj bi se povečala tudi vrednost kazalnika P/E. Torej kazalnik P/E je eden izmed instrumentov, ki pomaga investitorju pri odločanju ob analizi uspešnosti poslovanja podjetja in njegove zadolženosti.

#### *Kazalnik P/B (price to book)*

S kazalnikom P/B računamo razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice, to je koliko evrov so vlagatelji pripravljeni plačati za en evro knjigovodske vrednosti podjetja. Kazalnik P/B je uporaben pri holdingih in investicijskih skladih, kjer je aktiva družbe sestavljena iz vrednostnih papirjev in podobnih naložb v drugih podjetjih, ker jim lahko določimo tržno vrednost. Z njim se ocenjuje precenjenost oz. podcenjenost delnic družbe. Ovire pri uporabi kazalnika P/B so, da se pri izračunu uporablja knjigovodska vrednost delnice, ki je odvisna od računovodskih standardov, ki jih družba uporablja. Enake postavke v bilanci imajo za različna podjetja lahko različno vrednost, ker lahko ustvarjajo različne prihodke. Prav tako pa ima lahko družba v bilanci nepotrebna sredstva. Kazalnik izračunavamo po formuli:

$$P/B = \frac{P}{BV} \quad (7)$$

kjer je:

P = cena delnice na izbrani dan in

BV = knjigovodska vrednost delnice (book value).

Za natančen izračun je treba od knjigovodske vrednosti odšteti prednostni kapital in knjigovodsko vrednost lastnih delnic, od števila delnic pa število lastnih delnic. Tako se odstrani vpliv prednostnega kapitala in lastnih delnic družbe v naslednji formuli:

$$BV = \frac{BV - BV_p - Ld}{\text{ŠT.DELNIC}(t) - Ld(\text{št})} \quad (8)$$

kjer je:

BV = knjigovodska vrednost lastniškega kapitala,

BV<sub>p</sub> = knjigovodska vrednost prednostnega lastniškega kapitala,

Ld = knjigovodska vrednost lastnih delnic,

ŠT. DELNIC = število delnic na dan *t* in

Ld(št) = število lastnih delnic na dan *t*.

**Tabela 3.2** Primerjava kazalnika P/B delnic, ki so trenutno v prvi kotaciji za obdobje treh let

OZNAKA DELNICE	P/B 31.12.2005	P/B 31.12.2006	P/B 31.12.2007
GRVG	1,04	1,34	2,06
IEKG	1,19	1,17	1,69
KRKG	3,47	5,86	7,73
LKPG	1,64	2,45	4,24
MELR	1,34	1,24	2,06
MER	1,15	1,39	2,38
PETG	1,85	2,88	4,75
TLSG	/	2,05	2,73

Vir: Ljubljanska borza 2007

Kazalnik P/B služi kot osnovno izhodišče pri ocenjevanju tržne vrednosti delnice. Kot prejšnji kazalnik je tudi kazalnik P/B najbolje primerjati med sorodnimi podjetji. Kazalnik opozarja na precenjenost, če je njegova vrednost za delnico nadpovprečna, donosnost lastniškega kapitala podjetja pa podpovprečna in obratno. Večjo pozornost velja usmeriti uspešnosti poslovanja podjetja, ki jo kaže izkaz uspeha.

*Kazalnik DY (dividend yield)*

Z dividendno donosnostjo merimo donosnost, ki bi jo dosegel vlagatelj, če bi danes kupil delnico in bi mu podjetje naslednje leto izplačalo enako dividendo, kakor letos. Dividendna donosnost je kot merilo vrednotenja delnic uporabna v kombinaciji z drugimi kazalniki vrednotenja. Podjetja si pri izplačevanju dividend niso enotna. Tista v zrelih panogah, ki ustvarjajo visok denarni tok in ne potrebujejo veliko sredstev za naložbe, izplačujejo višje dividende. Nizka dividendna donosnost je lahko znamenje precenjenosti delnice, toda ne pri podjetjih, ki dosegajo visoke stopnje rasti prihodka in dobička. Tekočo dividendno donosnost izračunamo tako, da zadnjo izplačano dividendo primerjamo s ceno delnice na izbrani dan:

$$DY = \frac{DIVIDENDA}{P} \quad (9)$$

kjer je:

DY = dividendna donosnost,

DIVIDENDA = zadnja izplačana dividenda in

P = cena delnice na izbrani dan.

Višina dividende je odvisna od številnih dejavnikov, zato dividendna donosnost ni najboljši kazalec podcenjenosti ali precenjenosti.

Na Ljubljanski borzi v statistikah izračunavajo kazalnik dividendna donosnost delnic, ki je razmerje med vsoto izplačanih dividend prilagojeno za delnice, ki ne kotirajo v določenem letu in tržno kapitalizacijo delnic v istem letu. Uporabljajo se letni podatki, zato da so podjetja z različno politiko izplačevanja dividend lažje primerljiva, saj je tako izločena frekvenca izplačil.

**Tabela 3.3** Primerjava kazalnika DY (v odstotkih) delnic, ki so trenutno v prvi kotaciji za obdobje treh let

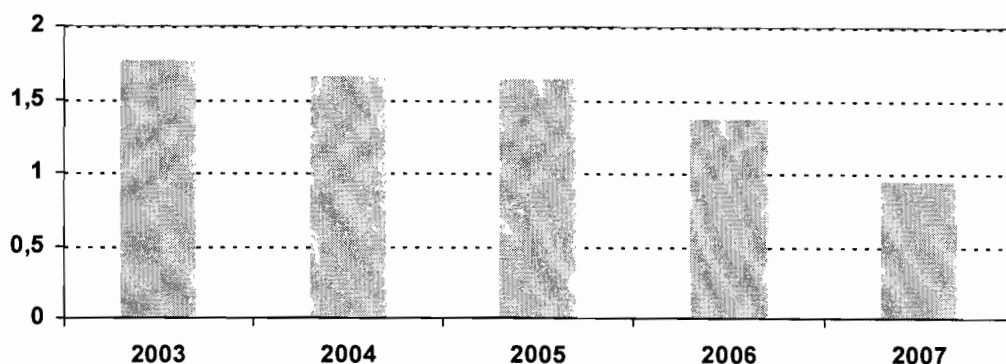
OZNAKA DELNICE	DY 31.12.2005	DY 31.12.2006	DY 31.12.2007
GRVG	1,84	1,57	0,99
IEKG	4,48	4,09	2,19
KRKG	1,37	0,88	0,64
LKPG	3,45	2,29	1,23
MELR	0,86	1,18	1,19
MER	1,65	1,52	0,88
PETG	1,27	0,84	0,61
TLSG	/	1,72	1,48

Vir: Ljubljanska borza 2007

Iz tabele 3.3 lahko vidimo, da je dividendna donosnost upadala pri vseh delnicah prve kotacije, razen pri delnici Mercatorja. Na splošno večji delež dobička izplačujejo podjetja v zrelih panogah, medtem ko hitro rastoča podjetja v obliki dividend izplačajo le manjši del dobička ali pa ga sploh ne izplačajo. Delnice z visoko dividendno donosnostjo na splošno vlagateljem prinašajo manj tveganja kot delnice z nizko dividendno donosnostjo.

Predpostavka, da na tekočo dividendno donosnost lahko gledamo tudi kot na pričakovano osnovno donosnost, ker se izplačane dividende zaradi določenih ciljev, ki jim vodstvo podjetja sledi, redko močno spremenijo, v Sloveniji ni najbolj zanesljiva (Kleindienst 2007, 7).

**Slika 3.1** Povprečna dividendna donosnost trga (v odstotkih) v obdobju od leta 2003 do 2007



Vir: Ljubljanska borza 2007 in lastni izračuni

### 3.4.3 Vloga borznih indeksov

Da bi si investitor lažje ustvaril podobo o gibanju tečajev vrednostnih papirjev na trgu kot celoti ali na določenem segmentu, borza izračunava indekse. Temeljni namen izračunavanja in objavljanja indeksov LJSE je zagotoviti širši javnosti jedrnato informacijo o stanju in dogajanju v posameznih segmentih trga, hkrati pa zagotoviti indekse, po katerih je mogoče oblikovati indeksne investicijske sklade, kakor to določa Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1). Ljubljanska borza trenutno izračunava delniški indeks borznega in prostega trga (SBI 20), slovenski blue chip indeks (SBI TOP), delniški indeks investicijskih skladov (PIX) in obvezniški indeks borznega in prostega trga (BIO) (Ljubljanska borza 2007d).

#### *Slovenski borzni indeks SBI 20*

SBI 20 je indeks celotnega delniškega trga Ljubljanske borze in meri donosnost celotnega slovenskega organiziranega kapitalskega trga. Sestavlja ga petnajst delnic,

njegov osnovni namen pa je zagotavljati zbirne in jedrnate informacije o gibanju cen največjih in najlikvidnejših delnic na borznem in prostem trgu. Pri uvrščanju delnic v SBI 20, je najpomembnejši dejavnik tržna kapitalizacija v prostem obtoku, ki ima močan vpliv na reprezentativnost indeksa. Tako indeks najbolje posnema donosnost trga, kar je njegova primarna naloga. Naslednji dejavnik je povprečna absolutna dnevna vrednost prometa posamezne delnice brez prijavljenih svežnj<sup>8</sup> v zadnjem letu (letna revizija) oziroma šestih mesecih (polletna revizija) pred revizijo. Kot zadnji dejavnik se upošteva povprečno dnevno število poslov posamezne delnice brez prijavljenih svežnj<sup>8</sup> v zadnjem letu oziroma zadnjih šestih mesecih pred revizijo.

Z indeksom SBI 20 merimo spremembe v ceni vključenih delnic. Sestava indeksa SBI 20 je tehtana s tržno kapitalizacijo delnic v prostem obtoku. Kapitalizacija slovenskega trga je precej skoncentrirana in lahko povzroči prevelik vpliv nekaterih delnic ali panog na gibanje vrednosti indeksa, zato je udeležba posamezne delnice omejena na petnajst odstotkov. Ljubljanska borza ima oblikovan sistem rednih revizij indeksa SBI 20, na osnovi katerega se vršijo polletne (1.9.) in letne (1.3.) revizije. Na podlagi letnih revizij se v indeks uvrsti petnajst delnic borznega in prostega trga, ki najbolje izpolnjujejo pogoje za uvrstitev. Na podlagi polletnih revizij pa se delnica uvrsti v indeks, če doseže vključno deseto ali višje mesto, oziroma se izključi iz indeksa, če doseže vključno dvajseto ali nižje mesto. Poleg rednih revizij lahko borza opravi tudi izredne revizije, s katerimi ob izrednih dogodkih ali okoliščinah prilagodi sestavo indeksa. Takšen sistem zagotavlja, da so v vsakem trenutku v indeks uvrščene delnice, ki so najreprezentativnejše na organiziranem trgu Ljubljanske borze. Prav tako je na minimum zmanjšana frekvenca sprememb v sestavi, kar zmanjšuje stroške in omogoča lažje sledenje indeksu.

#### *Slovenski blue chip indeks SBI TOP*

SBI TOP predstavlja prvi pravi blue-chip indeks v zgodovini Ljubljanske borze. Vanj so vključene le najbolj likvidne delnice. Namenjen je tudi za uporabo v terminskih pogodbah in strukturiranih finančnih produktih (npr: certifikatih). Obstoj takšnih produktov posredno vpliva tudi na višjo likvidnost na trgu delnic. Uvrstitev delnic v blue-chip indeks poveča prepoznavnost delnic, kar posredno na srednji rok povečuje likvidnost delnic. V indeks SBI TOP so lahko vključene delnice, ki sestavljajo indeks SBI 20 in izpolnjujejo določene kriterije glede velikosti tržne kapitalizacije v prostem

---

<sup>8</sup> Sveženj je posel, za katerega velja omejitev vrednosti, ki jo predpiše uprava z Navodili. Posli s svežnji so vrednostno veliki posli z delnicami, ki jih prek borze ni mogoče speljati brez pomembnejše spremembe cen in se zato z njimi trguje za zaprtimi vrati v neposrednih pogajanjih med kupci in posredniki. Tako trgovanje je na slovenskem kapitalskem tako organiziranem kot neorganiziranem, prevladujoča oblika trgovanja (Groznik 2002, Finance 17.03.).



obtoku, povprečne absolutne dnevne velikosti prometa brez svežnjev in povprečnega števila poslov brez svežnjev. SBI TOP je cenovni indeks, z njim merimo spremembe v ceni vključenih delnic. Njegova sestava je tehtana s tržno kapitalizacijo delnic v prostem obtoku, udeležba posamezne delnice v indeksu pa je omejena na trideset odstotkov. Po sistemu rednih revizij se opravljata letna in polletna revizija. Na podlagi letne revizije se v indeks uvrsti od pet do deset delnic borzne kotacije, ki izpolnjujejo pogoje in dodatne strožje kriterije za uvrstitev v indeks SBI TOP. Pri polletni reviziji se uvstijo v indeks delnice, ki izpolnjujejo kriterije za vključitev in pri rangiranju zasedejo vključno peto ali višje mesto. Izloči pa se lahko delnice, ki ne izpolnjujejo kriterijev za uvrstitev in pri rangiranju dosežejo vključno deseto ali nižje mesto. Če se število delnic vključenih v indeks po izključitvi zmanjša na manj kot pet, se v indeks uvrsti delnico, ki pri rangiranju doseže najvišje mesto.

#### *Indeks investicijskih skladov PIX*

Indeks investicijskih skladov prikazuje gibanje tečajev delnic investicijskih družb. Vanj so vključene vse delnice investicijskih skladov. Merilo za izbiro delnic in sistem revizij je kot pri indeksu SBI 20. Indeks je ponderiran s celotno tržno kapitalizacijo delnic.

#### *Obvezniški indeks borznega in prostega trga BIO*

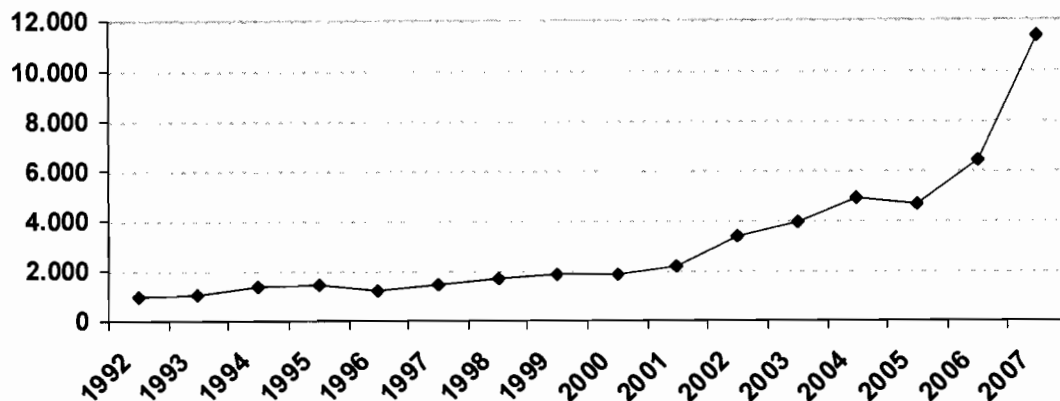
Indeks BIO kaže smer gibanja tečajev obveznic, ki so nominirane v tujih valutah. Gre za tehtani borzni indeks, kjer se kot uteži uporabljajo deleži prometa s posameznimi izdajami obveznic v celotnem prometu z obveznicami, ki so vključene v indeks. V indeks se vključijo obveznice, s katerimi se trguje na Ljubljanski borzi najmanj dvajset trgovalnih dni pred datumom revizije, je čas do zapadlosti daljši od enega leta in trgovanje z obveznico poteka v najmanj štiridesetih odstotkih razpoložljivih trgovalnih dni v preteklem trimesečnem obdobju. Sistem revizij za indeks BIO je enodelen in sestavljen iz dveh enakovrednih revizij.

#### *Analiza gibanja borznih indeksov SBI 20 (od leta 1992 do 2007) in SBI TOP (od leta 2004 do 2007)*

Izhodiščna vrednost indeksa SBI leta 1992 je bila 1.000,00 točk, njegova vrednost pa je bila prvič izračunana na dan 31.12.1993.

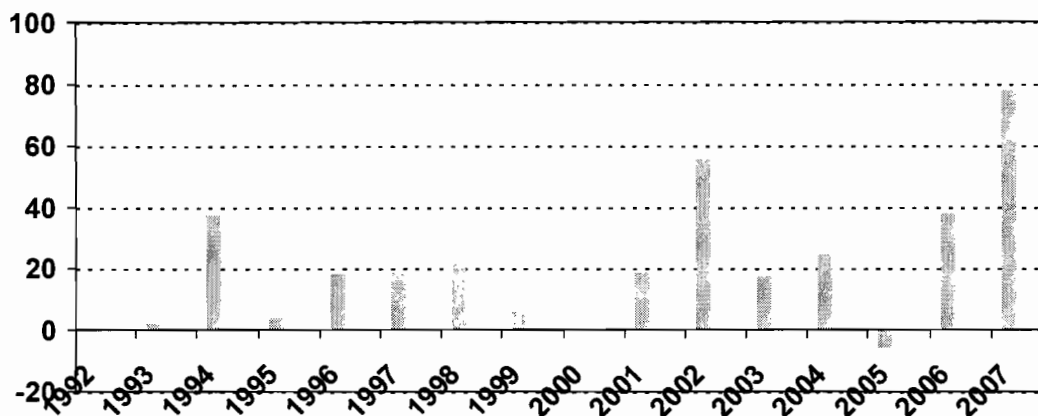
Leta 2000 se je borzni indeks delnic SBI preimenoval v borzni indeks SBI 20. Na sliki 3.2, ki prikazuje njegovo gibanje od leta 1992, so uporabljene zaključne vrednosti indeksa ob koncu posameznega leta. Podatke o njegovi letni donosnosti lahko razberemo iz slike 3.3.

**Slika 3.2** Gibanje indeksa SBI 20 v obdobju od leta 1992 do 2007 (prikazane so zaključne vrednosti indeksa ob koncu posameznega leta)



Vir: Ljubljanska borza 2007

**Slika 3.3** Letna donosnost indeksa SBI 20 v obdobju od leta 1992 do 2007



Vir: Ljubljanska borza 2007

V prvih letih po ustanovitvi se je Ljubljanska borza šele razvijala. Sprva se je trgovalo ročno in le z nekaj delnicami. Do leta 1999 so bili na novo sprejeti Zakon o deviznem poslovanju, Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih, Zakon o trgu vrednostnih papirjev in Zakon o prvem pokojninskem skladu. Bil je uveden nov borzni trgovalni sistem BTS in tako so bili izpolnjeni vsi pogoji za dobro delovanje.

Dogodki, ki so leta 1999 vplivali na gibanje indeksa, so bili precej ugodni vplivi dokončne ratifikacije pridružitvenega sporazuma Slovenije z Evropsko Unijo, uvedba davka na dodano vrednost ter prevelika pričakovanja v zvezi z naložbami nerezidentov, ki so povzročili precejšnje nihanje indeksa, ki je konec leta kljub temu dosegel 5,89 odstotno rast.

Že januarja 2000 se je povzpел do najvišje vrednosti 1.903,66 točk, nato pa je sledilo izrazito padanje do 1.584,23 točke, najnižje vrednosti v letu. Po maju 2000 je indeks večinoma beležil pozitiven trend gibanja, v zadnjem trimesečju pa je strmo narasel in dosegel 1.807,94 točke, kar pomeni za 0,1 odstotka višjo vrednost v primerjavi s preteklim letom.

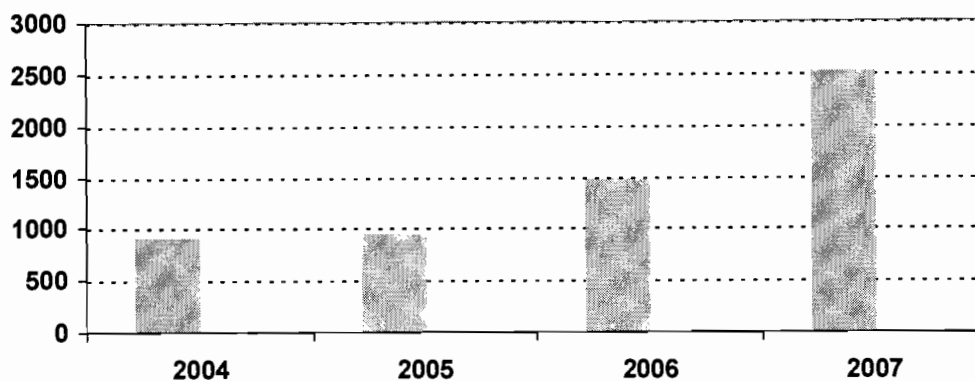
Rahlemu padanju v prvih petih mesecih leta 2001, je sledila rast indeksa SBI 20 vse do 11. septembra, ko so se zaradi tragičnih dogodkov v ZDA zamajali vsi indeksi na slovenskem kapitalskem trgu. Po oktobru je ponovno zavladal optimizem in indeks SBI 20 je decembra dosegel svoj absolutni rekord, 2.159,4 točke. Ob koncu leta je sicer pristal nekoliko nižje, vendar za 19 odstotkov presešel vrednost, ki jo je imel konec leta 2000.

Na prvi trgovanjski dan leta 2002, je indeks SBI 20 zabeležil najnižjo vrednost tega leta, 2.140,8 točke. Sledila je porast za 55,24 odstotka, kar je bil do takrat najboljši letni rezultat. V letu 2003 je porasel za 17,71 odstotka in decembra prvič presešel mejo 4.000 točk. Indeks SBI 20 je zelo hitro rasel predvsem v prvih štirih mesecih leta 2004 in do konca aprila pridobil 18,7 odstotka vrednosti. V maju in oktobru je bila rast negativna, vse ostale mesece pa je končal pozitivno. Najvišjo vrednost 4.935,29 točke, je dosegel novembra. Leto 2005 rasti indeksa ni bilo naklonjeno, saj je bil pozitiven le pet mesecev in izgubil 5,6 odstotkov svoje vrednosti. V enoletnem obdobju 2006 pa je indeks SBI 20 dosegel novo rekordno vrednost pri 6.465 indeksnih točkah in tako pridobil 37,9 odstotkov svoje vrednosti.

Indeks delnic borznega in prostega trga SBI 20, je v prvih šestih mesecih leta 2007 zabeležil 65,5 odstotno rast. Najnižjo vrednost je dosegel v februarju, v juniju pa presešel vrednost 10.000 točk. SBI 20 je v juliju prvič presešel vrednost 11.000 točk, v avgustu pa 12.000 točk in se zadnji dan avgusta ustavil pri 12.242 indeksnih točkah. V mesecu septembru se je trend obrnil in SBI 20 je izgubil 1,2 odstotka in nato v oktobru še 3,5 odstotka. Najslabše pa se je odrezal v novembru, ko mu je vrednost padla za 4,8 odstotka.

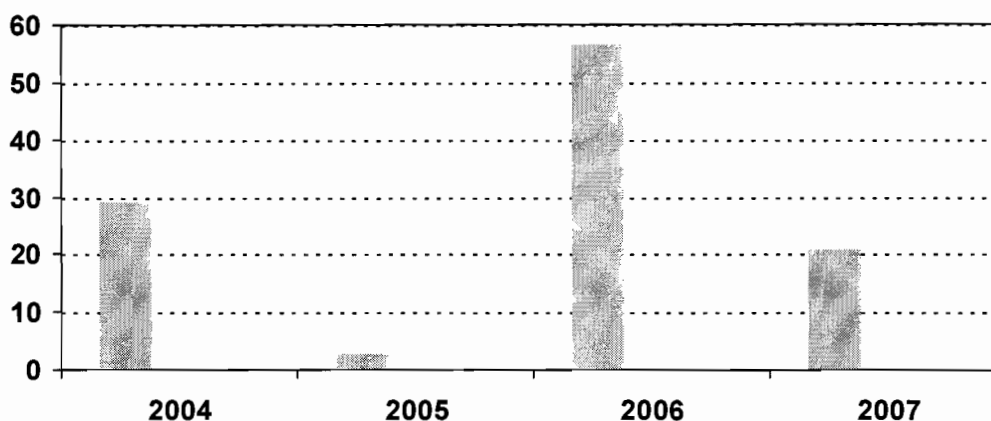
Aprila 2006 je bil na borzi uveden indeks blue-chip delnic imenovan SBI TOP. Slika 3.4 prikazuje njegovo gibanje od leta 2004 do 2007. Kot pri indeksu SBI 20 so uporabljene zaključne vrednosti indeksa ob koncu posameznega leta. Letno donosnost indeksa ponazarja slika 3.5. Podatki o vrednostih in donosnosti so na Ljubljanski borzi, kljub kasnejši ustanovitvi indeksa, spremljani od leta 2004, zaradi boljše predstave in lažje analize.

**Slika 3.4** Gibanje indeksa SBI TOP v obdobju od leta 2004 do 2007 (prikazane so zaključne vrednosti indeksa ob koncu posameznega leta)



Vir: Ljubljanska borza 2007

**Slika 3.5** Letna donosnost indeksa SBI TOP v obdobju od leta 2004 do 2007



Vir: Ljubljanska borza 2007

Aprila 2006 je bil na Ljubljanski borzi uveden indeks SBI TOP, ki je v devetih mesecih pridobil 49,6 odstotne vrednosti. V letu 2007 je narasel za 54,4 odstotkov svoje vrednosti, in sicer največ v januarju 14,8 odstotkov, najmanj pa v februarju, ko je izgubil 4,9 odstotkov. V poletnih mesecih se je povzdignil na 2.675 indeksnih točk. Zaradi negativnega trenda, je tudi SBI TOP v septembru zabeležil 1,9 odstoten padec in v oktobru še dodatnih 2,8 odstotka.

#### *Ugotovitve*

Kot lahko vidimo na osnovi preteklih podatkov o borznih indeksih, se na njihovih gibanjih zrcalijo tako gospodarski kot politični dejavniki in dejavniki posameznih družb, ki so vključene v indeks. Na osnovi rezultatov preteklega dogajanja, želimo

napovedovati dogajanje v prihodnosti. Pretekle ugotovitve bodo sorazmerno dobro pojasnjevale dogajanja v prihodnosti takrat, ko bodo prihodnje razmere podobne preteklim. Ker pa se dejanske razmere spreminjajo, moramo naše ocene ves čas posodabljati, hkrati pa na osnovi opažanj razlik v razmerah biti kritični.

V septembru 2007 je prišlo do precejšnje korekcije tečajev ter povečane volatilnosti (nestanovitnosti), ki ga je povzročila hipotekarna kriza na ameriških trgih. Po ukrepih ameriške centralne banke, ki je znižala obrestne mere, so se tečaji delnic najbolj prizadetih ameriških ter evropskih bank nekoliko popravili. Na nestanovitnost tečajev je prav tako vplivalo povečano politično tveganje v balkanski regiji. Kratkoročni dejavnik, ki bi lahko v teh dneh negativno vplival na gibanje trga, je prva javna ponudba delnic Nove KBM, saj lahko predvidevamo, da so vlagatelji črpali kapital iz drugih finančnih naložb, za nakup delnic Nove KBM. Nekaj negotovosti pa je na finančni trg lahko prinesla tudi izjava o možnem odstopu predsednika vlade Slovenije in glasovanje zaupnici vladi. V prihodnje se pričakuje nadaljevanje procesa privatizacije in umika države iz kapitala večine slovenskih družb. Prvi korak v to smer je država storila z novim zakonom, ki narekuje, da morajo vsi pidi začeti postopek za uvrstitev na borzo. Med njimi je Zavarovalnica Triglav. Pri tem velja omeniti, da postaja trgovanje na sivem trgu vse bolj zanimivo za širši krog vlagateljev. Pri organiziranem in sivem trgu gre za dva popolnoma različna segmenta kapitalskega trga, vrednotenja na obeh ne igrajo pomembne vloge pri sprejemanju nakupnih odločitev. Pestro dogajanje na sivem trgu pa brez dvoma vpliva na dogajanje na organiziranem trgu.

Ko analiziramo vplive na gibanje borznih indeksov, se zdi, da se vrtimo le okoli političnih in gospodarskih dejavnikov, dejavnike posameznih družb pa nekoliko puščamo ob strani. Poslovanje posameznih podjetij ocenjujemo na osnovi finančnih kazalnikov, kazalnikov vrednotenja in računovodskih izkazov, ki so vidni v poslovnih poročilih podjetij.

### **3.5 Diverzifikacija premoženja**

Pozitivni učinki razpršitve premoženja so bili omenjeni že v poglavju o strateški razporeditvi premoženja. Kot za posamezne naložbene skupine, velja tudi za posamezne naložbe znotraj določene naložbene skupine, da v različnih obdobjih prinašajo različne donosnosti. Investitor z razpršitvijo premoženja na večje število različnih naložb dodatno zmanjša investicijsko tveganje, ne da bi moral zato zmanjšati pričakovano donosnost.

Razpršitev znotraj portfelja delnic je pomembna zato, ker zmanjšuje tveganje zaradi razpršitve na delnice različnih izdajateljev. Pri tem pa ni pomembno le to, da so v portfelju delnice z visokim potencialom rasti, ampak je pomembna tudi povezanost

gibanja cen delnic. Se pravi, ali te rastejo in upadajo hkrati ali pa nekatere med njimi rastejo, medtem ko druge upadajo in nasprotno (Mastnak 2007, 87).

Razpršitev premoženja na različne kapitalske trge daje dodatne možnosti za zmanjšanje tveganja, vendar poveča stroške. Torej morajo koristiti, ki jih takšna razpršitev prinese, odtehtati nastale stroške. Stroški so višji tudi pri vlagateljih, ki so potrebne denarne rezerve šele oblikovali in postopno vstopajo na trg z manjšimi zneski. Osnovna provizija za borzno posredovanje je namreč določena v odstotku in omejena z najnižjim zneskom. Takšni vlagatelji imajo možnost denarni znesek takoj razporediti v delnice enega izdajatelja in sčasoma v portfelj vključevati tudi delnice drugih izdajateljev. Res pa je, da so na začetku, ko njihov portfelj tvori le ena ali nekaj delnic različnih izdajateljev, precej izpostavljeni tveganju.

Naslednja možnost je, da vstop na trg odložijo za nekaj časa, da zberejo več prihrankov in jih naenkrat usmerijo v večje število delnic. Slaba stran takšnega vstopa na trg je, da bo vlagatelj sredstva zbiral določeno obdobje in se tako odpovedal presežni donosnosti delnic v tem obdobju. Tretja možnost je posreden vstop na trg prek vzajemnih investicijskih skladov, ki se zdi za manjše vlagatelje še najbolj primerna, ker že ob vstopu na trg lažje dosežejo zadovoljivo stopnjo razpršitve premoženja. Med pomanjkljivosti skladov sodijo visoke vstopne in izstopne provizije ter letne provizije za upravljanje z vloženimi sredstvi. Poleg visokih stroškov, pa je težko oceniti sposobnost upravitelja sklada, namreč dejstvo, da je bil določen upravitelj sklada uspešen ali nadpovprečno uspešen v preteklosti, še ne zagotavlja njegove prihodnje uspešnosti.

#### *Primerjava stroškov neposrednega in posrednega vstopa na organiziran finančni trg*

Da bi si lažje predstavljali, kaj s stroškovnega vidika pomeni posreden ali neposreden vstop na slovenski finančni trg, spodnji dve tabeli prikazujeta, kako se gibljejo stroški poslovanja z delnicami v borzno posredniških hišah in vzajemnih skladih. Razpon stroškov je bil izračunan na osnovi cenikov storitev naslednjih bank in borzno posredniških hiš:

- ILIRIKA borzno posredniška hiša, d. d.,
- MP BPH, d. d., Moja delnica BPH, d. d.,
- POTEZA, borzno posredniška družba, d. d.,
- PUBLIKUM, borzno posredovanje, d. d.,
- VERITAS B. H., d. o. o.,
- ABANKA VIPA, d. d.,
- NOVA LJUBLJANSKA BANKA, d. d.,
- SKB BANKA, d. d. in
- UNICREDIT BANK, d. d.

**Tabela 3.4** Stroški poslovanja z delnicami v borzno posredniških hišah

STROŠKI (za delnice)	Neposreden vstop
osnovna provizija	od 0,5 do 1,5 % oz. najmanj od 6,25 do 25,00 EUR
provizija borze	od 0,02 do 0,09 % od transakcije
provizija KDD	0,033 % od transakcije
enkratni strošek odprtja trgovalnega računa	od 12,52 do 13,77 EUR
vodenje računa enkrat letno	6,51 EUR

**Tabela 3.5** Stroški poslovanja z delnicami v vzajemnih skladih

STROŠKI (sklad)	Posreden vstop
vstopni stroški	od 0,00 do 5,00 %
izstopni stroški	od 0,00 do 3,00 %
provizija za upravljanje	od 0,50 do 3,00 %
provizija za skrbniške storitve	od 0,00 do 0,20 %

Prvi korak pri oblikovanju portfelja je oblikovanje temeljnega portfelja delnic, ki naj bo izrazito dolgoročen in zasnovan tako, da je verjetnost nepričakovanih negativnih sprememb (utemeljenih dvomov o prihodnji uspešnosti poslovanja posameznega izdajatelja delnic) majhna. Osnovni portfelj naj tvorijo delnice uspešnih podjetij, za katere se pričakuje, da bodo njihovi tečaji naraščali zlasti na osnovi temeljnih dejavnikov, ki vplivajo na vrednost delnic, ne pa na osnovi psiholoških in tehničnih dejavnikov.

Zasebni investitor običajno nima časa ali pa tudi znanja, da bi preučeval letna poročila in računovodske izkaze vseh podjetij, katerih delnice so uvrščene na organizirani trg. Pri izboru so mu lahko v pomoč nekatera merila. Prvo takšno merilo za vključitev v temeljni portfelj je velikost podjetja oziroma izdajatelja delnic. Osnovni podatek o njegovi velikosti je tržna kapitalizacija delnic, ki jo izračunamo tako, da število izdanih delnic pomnožimo s tečajem delnice. Znesek, ki ga v delnice vloži povprečen zasebni investitor je premajhen, da bi lahko v svoj portfelj vključil večino delnic na trgu, zato svoje prihranke v temeljnem portfelju razporedi v delnice nekaj večjih podjetij. Na ta način tudi zmanjša likvidnostno tveganje svojega premoženja, saj so delnice velikih podjetij praviloma likvidnejše. Drugo tako merilo je likvidnost oziroma prometnost delnice, ki naj bi bila čim višja. Le visoko likvidne delnice na trgu omogočajo prodajo, ki je sorazmerno hitra in brez težav. Podatek, ki kaže na to, kakšna

je likvidnost posamezne delnice, je število poslov in pogostost poslov v določenem obdobju. Med velikostjo podjetja in likvidnostjo obstaja zelo visoka stopnja povezave, zato so pogosto najbolj likvidne delnice tudi tiste z najvišjo tržno kapitalizacijo.

V veliki meri na pričakovano donosnost in tveganje delnice vpliva perspektivnost in tveganje panoge, zato velja nameniti pozornost tudi izbiri panoge. Ker sta temeljni cilj in skrb investitorja učinkovito zmanjšanje tveganja premoženja, je smotrno premoženje razporediti v delnice, katerih gibanja tečajev so šibkeje povezana. Gibanja tečajev večine delnic na trgu so na srednji in dolgi rok pozitivno povezana, ker na njih vplivajo sistematični dejavniki. Na gibanja tečajev delnic pa vplivajo tudi nesistematični dejavniki, ki so povezani s samim podjetjem ali panogo. Zato je smiselno pričakovati, da bodo gibanja tečajev delnic znotraj panoge med seboj v povprečju močnejše povezana. Iz tega sledi, da bo investitor najučinkoviteje zmanjšal tveganje, če bo prihranke razporedil v delnice podjetij iz različnih panog.

K odločitvi investitorja o tem, katere delnice naj vključi v svoj portfelj, pomembno prispeva pregled računovodskih izkazov, ki jih je smiselno primerjati za nekaj let (vsaj tri) nazaj, in finančnih kazalnikov, ki so bili podrobno obravnavani v tretjem poglavju. Poudarili smo pomembne značilnosti kazalnikov kot so: stopnja zadolženosti in likvidnost podjetja, uspešnost podjetja ter financiranje podjetja. Poleg teh, velja upoštevati še nekaj dodatnih kvalitativnih meril: delež prodaje podjetja na tujih trgih, širitev v nove panoge, kakovost upravljanja in skrb uprave za delničarje, sestava lastništva podjetja, nihanje tečaja in donosnost delnice v preteklosti, moč podjetja<sup>9</sup>.

Investitorji, ki razpolagajo z relativno velikim premoženjem, znanjem in informacijami, lahko poleg temeljnega oblikujejo še dodatni portfelj. Vanj lahko vključijo delnice, ki ne izpolnjujejo pogojev za vključitev v temeljni portfelj. Torej delnice, za katere menijo, da bodo v prihodnosti prinesle nadpovprečno visoko donosnost glede na tveganje. To so npr: delnice mladih podjetij iz hitro rastočih panog, delnice manjših podjetij z visokim potencialom rasti, delnice, za katere vlagatelj meni, da so podcenjene ipd. Kot vidimo, je dodatni portfelj mnogo bolj tvegan od temeljnega in zato zahteva občutno več znanja, izkušenj in agresivnosti vlagateljev. Upravljanje dodatnega portfelja delnic za razliko od temeljnega, temelji na aktivnem pristopu, kar pomeni, da se njegova sestava lahko pogosteje spreminja.

---

<sup>9</sup> Pri tem mislim predvsem na moč blagovne znamke, patentov ali franšize in velikost tržnega deleža podjetja, ki mu daje izvirnost in je njegova vodilna konkurenčna prednost.



## 4 ANALIZA DELNIC PRVE KOTACIJE

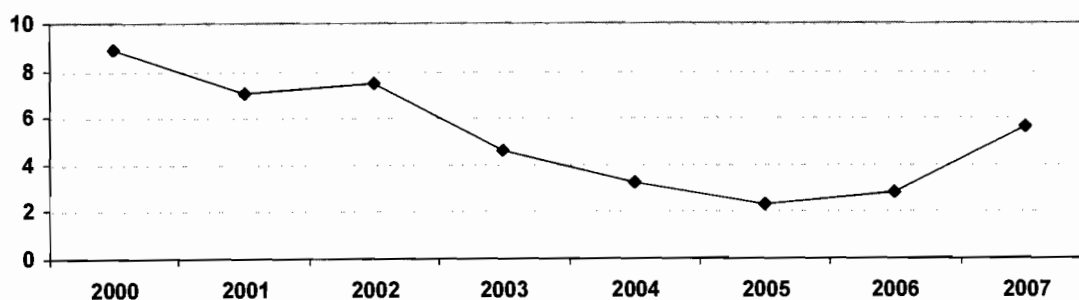
V tem poglavju bomo analizirali donosnost in likvidnost delnic prve kotacije ter opredelili njihovo tveganje v obdobju od leta 2000 do leta 2007. Tveganje bomo ocenili z vidika samostojnega tveganja naložbe v posamezno delnico in izračunali delež tveganja na enoto donosnosti za posamezno delnico.

### 4.1 Analiza donosnosti in likvidnosti

Pri analizi finančnih naložb je ključna razlika med nominalno in realno donosnostjo. Razlika med njima se kaže v inflaciji. Če je ta znatna, nas lahko relativno visoki donosi vrednostnih papirjev zavedejo, da smo tudi realno »zaslužili«. Nominalno donosnost izračunamo tako, da primerjamo ceno vrednostnega papirja v dveh različnih obdobjih (če ne upoštevamo dividend in obresti). Realna donosnost, pa je popravljena nominalna donosnost za porast cen v istem obdobju (Mramor 2000, 254). Torej inflacija zmanjšuje realno vrednost ustvarjenega donosa, zato jo je pri analizi donosnosti treba upoštevati.

Na spodnji sliki vidimo, da so letne rasti cen upadale do leta 2005, ko je letna inflacija znašala 2,3 odstotka. V letu 2006 je nekoliko porasla do 2,8 odstotka, v lanskem letu pa je bila rast cen življenjskih potrebščin bolj strma in dosegla kar 5,6 odstotka.

Slika 4.1 Letna inflacija (v odstotkih) v obdobju od leta 2000 do 2007



Vir: Statistični urad Republike Slovenije 2007

Tabela 4.1 Donosnosti (v odstotkih) indeksa SBI 20 v obdobju od leta 2000 do 2007

SBI 20	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Nominalna donosnost	-	0,09	19,01	55,24	17,71	24,74	-5,59	37,86	78,13
Realna donosnost	-	-8,09	11,22	44,41	12,53	20,87	-7,72	34,11	68,68

Vir: Ljubljanska borza 2008 in lastni izračuni

Analiza donosnosti zajema slovenske delnice prve kotacije in sicer: Gorenja, d. d., Intereurope, d. d., Krke, d. d., Luke Koper, d. d., Mercatorja, d. d., Merkurja, d. d.<sup>10</sup> in Petrola, d. d. Z njimi je največ prometa in so zato tudi najbolj zanimive za preučevanje. Delnice Telekoma Slovenije, d. d. niso vključene v analizo, ker kotirajo na borzi šele od oktobra 2006 in imajo prekratko zgodovino za preučevanje.

Podatki o enotnih tečajih na zadnji trgovni dan v letu so vzeti iz letnih statističnih poročil Ljubljanske borze d. d. in preračunani v EUR po srednjem tečaju Banke Slovenije na zadnji dan v letu. Prav tako podatki o višini dividend, razen za leto 2007, za katero so pridobljeni iz sklepov skupščin o delitvi dobička posameznih družb.

Nominalna donosnost (v odstotkih) je izračunana iz prejete dividende ter razlike med končnim enotnim tečajem predhodnega leta in leta, za katerega stopnjo donosa računamo, v primerjavi s tečajem predhodnega leta. Povprečna donosnost v preučevanem obdobju za posamezno delnico je izračunana kot aritmetična sredina vseh donosnosti za posamezno leto. Donosnost v celotnem obdobju za posamezno delnico je izračunana iz vsote prejetih dividend ter razlike med končnim enotnim tečajem leta 2007 in končnim enotnim tečajem leta 1999, v primerjavi s končnim enotnim tečajem leta 1999. Enotni tečaj in dividenda sta izražena v evrih. Realna donosnost (v odstotkih) je izračunana po formuli:  $(\text{stopnja donosa}+1)/(\text{stopnja inflacije}+1)-1$ , in ne upošteva transakcijskih stroškov nakupa oziroma prodaje delnic in davka na kapitalske dobičke.

**Tabela 4.2** Donosnosti delnic v obdobju od leta 2000 do 2007

GRVG	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Enotni tečaj (v EUR)	11,91	10,19	10,03	19,14	20,78	27,00	22,63	26,65	42,42
Dividenda (v EUR)	-	0,33	0,36	0,41	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
Nominalna donosnost (v %)	-	-12	2	95	11	32	-15	20	61
Realna donosnost (v %)	-	-19,19	-4,67	81,39	6,12	27,91	-16,91	16,73	52,46
IEKG	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Enotni tečaj (v EUR)	12,28	12,72	17,84	22,79	22,75	31,04	22,38	25,51	37,93
Dividenda (v EUR)	-	0,76	0,90	0,96	1,01	1,00	1,04	0,83	0,83
Nominalna donosnost (v %)	-	10	47	33	4	41	-25	18	52
Realna donosnost (v %)	-	1,01	37,38	23,72	-0,57	36,63	-26,69	14,79	43,94

<sup>10</sup>Delnice Merkurja so bile dne 7. 3. 2008 na podlagi sklepa skupščine umaknjene iz organiziranega trga vrednostnih papirjev.

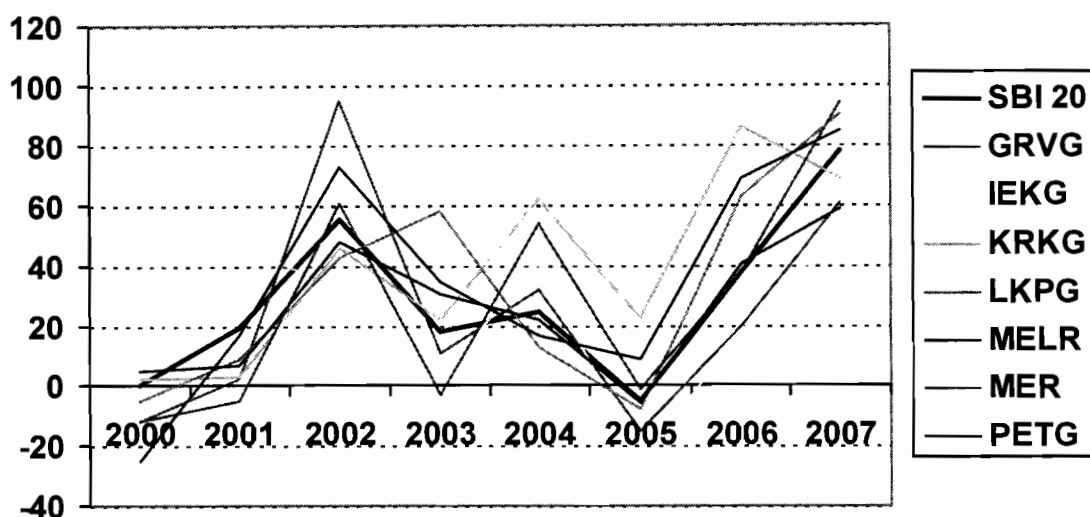
KRKG	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Enotni tečaj (v EUR)	130,70	129,55	129,68	185,35	220,49	352,39	427,18	784,75	124,29
Dividenda (v EUR)	-	3,16	4,13	4,44	5,01	5,84	6,89	8,00	8,00
Nominalna donosnost (v %)	-	2	3	46	22	62	23	86	69
Realna donosnost (v %)	-	-6,34	-3,74	35,81	16,63	56,98	20,23	80,93	60,04
LKPG	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Enotni tečaj (v EUR)	15,76	14,20	14,66	19,96	30,50	33,57	29,67	47,29	88,76
Dividenda (v EUR)	-	0,71	0,86	0,98	1,03	1,02	1,08	1,09	1,09
Nominalna donosnost (v %)	-	-5	9	43	58	13	-8	63	90
Realna donosnost (v %)	-	-12,76	1,87	33,02	51,05	9,50	-10,07	58,56	79,92
MELR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Enotni tečaj (v EUR)	68,58	70,37	73,18	106,64	138,01	167,03	153,85	212,86	335,00
Dividenda (v EUR)	-	1,42	1,81	1,95	2,11	1,33	2,50	4,00	4,00
Nominalna donosnost (v %)	-	5	7	48	31	22	-6	41	59
Realna donosnost (v %)	-	-3,58	0	37,67	25,24	18,22	-8,11	37,16	50,57
MER	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Enotni tečaj (v EUR)	-	75,71	69,34	108,76	103,05	156,04	151,34	205,63	395,50
Dividenda (v EUR)	-	2,60	2,71	2,82	2,96	2,50	3,13	3,50	3,50
Nominalna donosnost (v %)	-	-12	-5	61	-3	54	-1	38	94
Realna donosnost (v %)	-	-19,19	-11,21	49,77	-7,27	49,22	-3,23	34,24	83,71
PETG	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Enotni tečaj (v EUR)	125,74	91,60	104,56	178,13	237,50	275,06	295,28	493,91	907,58
Dividenda (v EUR)	-	2,36	2,71	3,04	2,96	3,75	4,17	5,50	5,50
Nominalna donosnost (v %)	-	-25	17	73	35	17	9	69	85
Realna donosnost (v %)	-	-31,13	9,35	60,93	29,06	13,37	6,55	64,40	75,19

Vir: Ljubljanska borza 2008 in lastni izračuni

V celotnem preučevanem obdobju je najvišjo donosnost dosegla delnica Krke in sicer 885,75 odstotkov, sledita ji še Petrol s 645,64 odstotki in Luka Koper s 513,07 odstotki. Najnižjo donosnost sta dosegli delnici Intereurope z 268,57 odstotki in Gorenja z 283,00 odstotki. Donosnost indeksa SBI 20 v istem obdobju je bila 529,45 odstotna. Če izračunamo povprečno donosnost delnic v preučevanem obdobju, je situacija precej podobna in znaša za delnico Krke 39 odstotkov, Petrola 35 odstotkov, Luke Koper 33 odstotkov, Intereurope in Gorenja pa 23 in 24 odstotkov.

Gibanje nominalnih donosnosti v primerjavi z indeksom SBI 20, bolj nazorno prikazuje spodnja slika.

**Slika 4.2** Gibanje nominalnih donosnosti preučevanih delnic v primerjavi z indeksom SBI 20



Pri pregledu posameznih delnic po letih ponovno najbolj izstopajo delnice Krke, ki so imele kljub negativni donosnosti indeksa v letu 2005, ves čas pozitivno nominalno donosnost, realna donosnost pa je bila rahlo negativna v letih 2000 in 2001. Zanimivo je to, da je delnicam Krke donosnost upadala v letu 2007, medtem ko je vsem ostalim delnicam znatno narasla. Tudi delnice Petrola so imele negativno rast le leta 2000, visoko realno donosnost pa so dosegle v letih 2002, 2006 in 2007. Delnicam Luke Koper je vrednost upadala takrat kot indeksu, znatno pa naraščala v letih 2003, 2006 in 2007. Izstopa leto 2003, ko je vrednost ostalih delnic upadala. Za delnice Intereurope bi lahko rekli, da še najmanj odražajo gibanje indeksa v letu 2001, ker začnejo upadati, ko še indeks raste in se nato ves čas gibljejo pod vrednostjo indeksa, razen v letu 2004, ko ga za dobrih 16 odstotkov prehitijo. Gorenjeve delnice so skokovito porasle leta 2002, ko so dosegle tudi najvišjo donosnost, sicer pa so se gibale precej skladno z indeksom. Delnice Mercatorja in Merkurja dobro odražajo gibanje indeksa, čeprav njihov delež v sestavi indeksa ni med najvišjimi. Kljub negativnim donosnostim v kar štirih letih, skupna donosnost Merkurjevih delnic v preučevanem obdobju ni med nižjimi in dosega 372,84 odstotkov.

Dividende so upoštewane v izračunanih donosnostih, vendar je za vlagatelje zanimivo, kako se je v osem letnem obdobju spreminjala njihova višina ter donosnost. Podatki o višini dividend se nahajajo v tabeli 6.2, in kažejo, da se je višina dividende v obdobju od leta 2000 do 2007 pri delnici Gorenja spremenila za 27,3 odstotka, pri delnici Intereurope za 9,2 odstotka, pri delnici Krke za 153,2 odstotka, pri delnici Luke

Koper za 59,5 odstotkov, pri delnici Mercatorja za 182 odstotkov, pri delnici Merkurja za 35 odstotkov in pri delnici Petrola za 133,1 odstotek. Torej so se v omenjenem obdobju znatno povešale dividende Krke, Mercatorja in Petrola. Podatki o dividendni donosnosti pa kažejo, da le-ta od leta 2000 do 2007 upada pri delnicah Gorenja, Krke, Luke Koper, Merkurja in Petrola, pri delnicah Intereurope in Mercatorja pa niha.

Donosnost kot najpomembnejša lastnost vsake naložbe, je povezana tudi z likvidnostjo naložbe. V tabeli spodaj sta izračunana kazalnika navadne in tržne likvidnosti v odstotkih. Kazalnik navadne likvidnosti primerja število dni trgovanja s posamezno delnico v letu s številom vseh trgovalnih dni v letu. Kazalnik tržne likvidnosti pa primerja promet delnice s tržno kapitalizacijo. Tako vidimo, kolikšen del tržne kapitalizacije delnice v posameznem letu zamenja lastnika. Vrednosti prometa in tržne kapitalizacije so preračunane v EUR po srednjem tečaju Banke Slovenije na zadnji dan v letu. Podatki o številu trgovalnih dni na leto za posamezno delnico so pridobljeni iz internih podatkov Ljubljanske borze, podatki o prometu in tržni kapitalizaciji pa iz letnih poročil Ljubljanske borze.

**Tabela 4.3** Kazalniki likvidnosti za delnice prve kotacije v obdobju od leta 2000 do 2007

GRVG	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Promet (v 000 EUR)	8.068	6.502	10.982	25.857	40.143	21.125	30.325	123.292
Tržna kapitalizacija (v 000 EUR)	124.337	122.392	233.516	253.483	329.444	276.080	325.117	595.000
Navadna likvidnost (v %)	99,20	99,60	100,00	99,20	98,82	99,60	99,19	99,59
Tržna likvidnost (v %)	6,49	5,31	4,70	10,20	12,19	7,65	9,33	20,72
IEKG	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Promet (v 000 EUR)	20.675	5.554	3.049	15.878	49.299	9.037	13.750	65.244
Tržna kapitalizacija (v 000 EUR)	91.720	128.599	180.072	179.772	245.305	176.892	201.623	300.000
Navadna likvidnost (v %)	99,20	100,00	100,00	99,20	98,82	99,60	99,19	99,19
Tržna likvidnost (v %)	22,54	4,32	1,69	8,83	20,10	5,11	6,82	21,74
KRKG	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Promet (v 000 EUR)	57.151	12.362	24.200	67.527	130.648	111.401	305.208	508.732
Tržna kapitalizacija (v 000 EUR)	458.940	459.393	653.346	781.109	1.248.374	1.513.339	2.780.049	4.403.000
Navadna likvidnost (v %)	99,60	100,00	99,19	99,60	99,61	99,60	99,60	100,00
Tržna likvidnost (v %)	12,45	2,69	3,70	8,65	10,47	7,36	10,98	11,55

*Analiza delnic prve kotacije*

LKPG	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Promet (v 000 EUR)	13.572	1.306	1.792	18.865	25.369	15.870	27.049	124.292
Tržna kapitalizacija (v 000 EUR)	101.363	104.674	142.481	217.725	239.665	211.829	337.648	634.000
Navadna likvidnost (v %)	99,60	98,79	100,00	99,60	99,61	99,20	100,00	99,59
Tržna likvidnost (v %)	13,39	1,25	1,26	8,66	10,59	7,49	8,01	19,6
MELR	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Promet (v 000 EUR)	63.221	6.702	6.892	38.569	63.009	44.591	64.981	97.232
Tržna kapitalizacija (v 000 EUR)	225.770	234.750	342.154	442.752	535.928	493.635	801.502	1.261.000
Navadna likvidnost (v %)	99,60	100,00	100,00	99,60	98,82	99,20	99,60	100,00
Tržna likvidnost (v %)	28,00	2,85	2,01	8,71	11,76	9,03	8,11	7,71
MER	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Promet (v 000 EUR)	4.539	404	2.772	12.377	30.128	8.202	12.761	44.501
Tržna kapitalizacija (v 000 EUR)	69.086	63.275	99.700	125.164	189.525	183.817	269.909	519.000
Navadna likvidnost (v %)	99,60	100,00	99,60	99,20	99,61	99,60	100,00	100,00
Tržna likvidnost (v %)	6,57	0,64	2,78	9,89	15,90	4,46	4,73	8,57
PETG	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Promet (v 000 EUR)	50.617	7.486	8.558	43.745	53.828	43.748	140.210	257.782
Tržna kapitalizacija (v 000 EUR)	191.100	218.109	371.631	495.441	573.856	616.031	1.030.440	1.893.000
Navadna likvidnost (v %)	99,60	99,60	100,00	100,00	99,61	99,20	98,38	99,20
Tržna likvidnost (v %)	26,49	3,43	2,30	8,83	9,38	7,10	13,61	2,61

Vir: Ljubljanska borza 2008 in lastni izračuni

Odstotek trgovanja s posameznimi delnicami v skupnem številu dni kaže, da se je z vsemi delnicami trgovalo skoraj vsak dan. Tak rezultat je bil pravzaprav pričakovan, saj je to eden izmed kriterijev na osnovi katerih so delnice uvrščene v prvo kotacijo. Zato je izračunan tudi kazalnik tržne likvidnosti.

Iz podatkov o tržni likvidnosti je razvidno, da je le-ta razmeroma skromna, saj pri nobeni delnici v nobenem letu ne dosega niti 30 odstotkov, kar pomeni, da so delnice glede na tržno kapitalizacijo razmeroma nizko likvidne. To je predvsem posledica zelo visoke tržne kapitalizacije in na drugi strani plitkosti borznega trga. Pri tem velja omeniti, da so delnice prve kotacije najbolj likvidne na kapitalskem trgu.

Če sodimo po kriteriju nizke likvidnosti do 30 odstotkov, lahko vse delnice uvrstimo v en razred, toda kljub temu so med njimi razlike. Tako je letni promet delnice

Intereurope trikrat presešel petino tržne kapitalizacije. Dobro četrtno tržne kapitalizacije po prometu sta dosegli delnici Mercatorja in Petrola v letu 2000. V povprečju pa se tržna likvidnost posameznih delnic giblje okrog 10 odstotkov. Gledano po letih, je bila najnižja v letih v 2001 in 2002, čeprav je bil promet na borzi leta 2002 drugi najvišji (za letom 2007) in je presešel 2,089 mrd EUR. Delež prometa z delnicami v borzni kotaciji od celotnega prometa, je takrat znašal 67,1 odstotka. V letu 2007 je promet na Ljubljanski borzi dosegel najvišjo vrednost in je znašal 2,227 mrd EUR, od tega je bil delež prometa z delnicami v borzni kotaciji 87,7 odstotkov in podatki v letnih statistikah Ljubljanske borze kažejo, da od leta 2003, ko je nekoliko upadel, znatno narašča. Gledano po posameznih delnicah, imata najnižjo tržno likvidnost delnici Merkurja in Krke. Najvišji delež prometa glede na tržno kapitalizacijo, je delnica Merkurja dosegla leta 2004 in sicer 15,90 odstotkov. Najslabši pa leta 2001, ko ni dosegla niti odstotka. Podobno je bilo pri Krkini delnici, ki je najvišji delež tržne likvidnosti dosegla leta 2000 pri 12,45 odstotkih, najnižja pa leta 2001 in 2002 pri 2,69 in 3,70 odstotkih.

Tržna kapitalizacija pri vseh delnicah po posameznih letih precej narašča, še posebej pri delnicah Krke, Mercatorja in Petrola. S prometom pa ni ravno tako. Opazna so povišanja predvsem v letih 2003, 2004 in 2007, vmes pa je zaznati precejšnje padce v primerjavi z letom nazaj.

#### 4.2 Opredelitev tveganja

Poleg donosa je pri investicijskih odločitvah ključnega pomena tveganje. Ker želimo prikazati tveganje posamezne delnice glede na njeno donosnost v preučevanem obdobju, ga bomo opredelili z odmikom od povprečne letne donosnosti za posamezno delnico. Za opredelitev deleža standardnega odklona v dejanski stopnji donosa oziroma deleža tveganja na enoto donosnosti, pa bomo izračunali še koeficient variacije. Izračunane vrednosti standardnega odklona iz mesečnih ocen letnih donosnosti in koeficienta variacije so prikazane v spodnji tabeli 4.4.

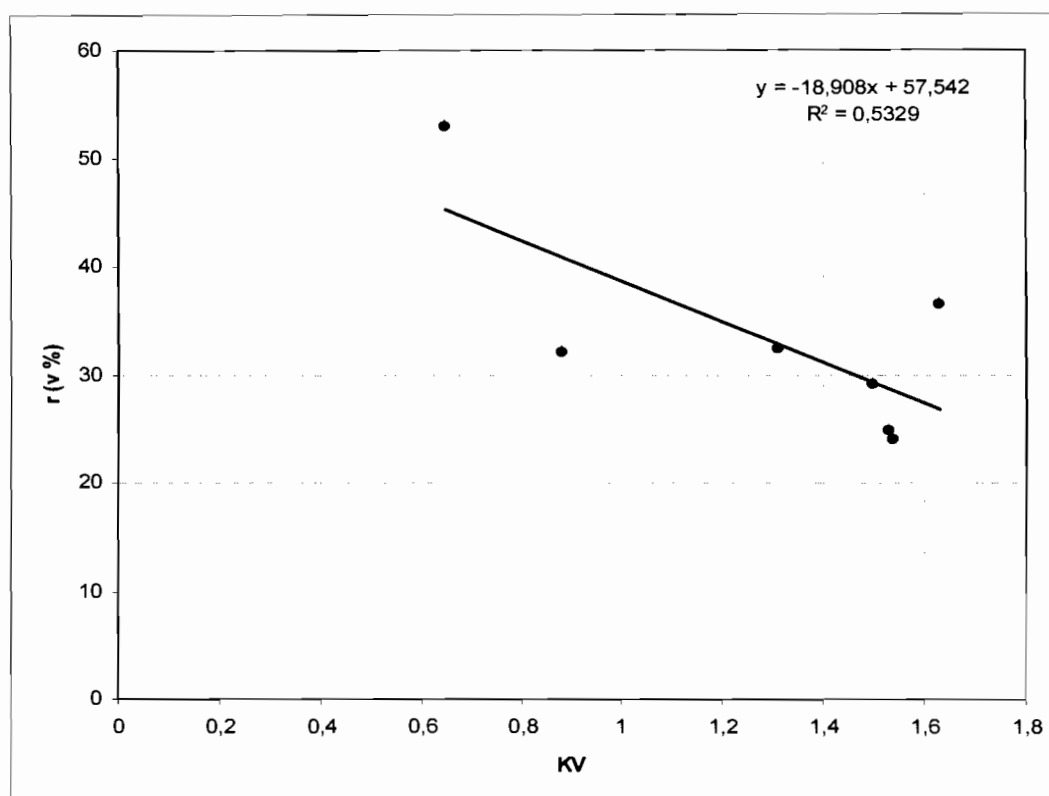
**Tabela 4.4** Standardni odklon na letni ravni in koeficient variacije za obdobje od leta 2000 do 2007

Oznaka delnice	Standardni odklon $\sigma$ (v %)	Koeficient variacije KV(v %)
GRVG	37,78	1,53
IEKG	36,80	1,54
KRKG	34,31	0,65
LKPG	59,58	1,63
MELR	28,19	0,88
MER	43,84	1,50
PETG	42,52	1,31

Standardni odklon od povprečnih stopenj donosa je razmeroma visok pri večini delnic.

Višje vrednosti standardnega odklona pomenijo, da se donosnosti posameznih delnic v različnih obdobjih med seboj bolj razlikujejo, torej so bolj nepredvidljive. Vrednosti koeficienta variacije kot relativne mere nestanovitnosti, pa kažejo na manjšo izpostavljenost tveganju. Na sliki 4.3 poglejmo grafični prikaz razmerja med povprečno donosnostjo delnic v obdobju in koeficientom variacije.

**Slika 4.3** Primerjava povprečne donosnosti posameznih delnic v obdobju z njihovim koeficientom variacije



Opazimo, da večji koeficient variacije pomeni manjšo povprečno donosnost. Torej bi lahko rekli, da višja kot je povprečna donosnost, manjši je delež tveganja na enoto donosnosti, kar pa je za razvite trge povsem nenavadno. Torej lahko izpostavimo specifičnost slovenskega trga kapitala, ki se od ameriškega kot vodilnega v svetu in ostalih trgov kapitala pomembno razlikuje. Posebnost mu daje dejstvo, da se dejavniki,



ki vplivajo na ceno vrednostnih papirjev na njem vsaj na kratek ali srednji rok, lahko bistveno razlikujejo od dejavnikov, ki vplivajo na gibanje tečajev na razvitih trgih kapitala (Kleindienst 2001, 322-335).

Temeljni dejavniki, ki navadno pomembno vplivajo na vrednosti delnic, imajo v Sloveniji manjši relativni vpliv na gibanje tečajev delnic, kot na razvitih trgih kapitala. Vpliv teh dejavnikov se dostikrat porazgubi zaradi razmeroma močnega vpliva ostalih, predvsem prehodnih dejavnikov, kot je proces konsolidacije lastništva in pogoste spremembe zakonodaje. Mramor (1993, 140) navaja, da so razmere na finančnem trgu tudi odraz splošnega ekonomskega in političnega stanja v državi. Posebnost slovenskega trga kapitala je tudi njegova majhnost in zmerna učinkovitost, zaradi česar prihaja do izraza »psihologija« trga. To je odzivanje trga glede na majhno število večinoma domačih investitorjev, pasivnost in sledenje govoricam, nedostopnost informacij, makroekonomsko okolje in podobno.

*Analiza delnic prve kotacije*

## 5 SKLEP

Namen diplomske naloge je bil prikazati varčevanje v delnicah kot sicer bolj tvegan, toda donosnejši in zanimiv finančni instrument, ki terja nekoliko več znanja in spremljanja dogajanja na kapitalskih trgih, in ga lahko sprejmemo kot izziv. Kot izziv predvsem zato, ker nas trenutna ekonomska in socialna situacija postavljata pred dejstvo, da bomo za svoje blagostanje na starejša leta morali poskrbeti sami. Vlagatelji, ki ne tvegajo radi, lahko izberejo posredno investiranje v delnice preko investicijskih skladov, tisti, ki so bolj nagnjeni k tveganju, pa v delnice investirajo neposredno.

Ljubljanska borza se vse bolj integrira v kapitalske tokove Evropske unije in nudi vedno širšo paleto naložbenih možnosti. Slovenski investitorji pri investiranju niso omejeni le na slovenski kapitalski trg, temveč lahko vlagajo na vse pomembne svetovne trge kapitala. Investiranje v tuje delnice je postalo dostopno Slovencem s sprejetjem deviznega zakona in naknadno sprejetih podzakonskih aktov Banke Slovenije od prvega septembra 1999. Tehnološki napredek in odpravljanje kapitalskih omejitev posameznih nacionalnih trgov kapitala sta gotovo najbolj pripomogla k temu, da se informacije z določenega trga kapitala skoraj v trenutku prenesejo po vsem svetu.

Kapitalski trg v Sloveniji se iz majhnega, slabo organiziranega ter pogosto špekulativno naravnane, razvija v trg, ki postopno dobiva podobo zahodnega tipa. S postopnim sprejemanjem zakonodaje in drugih predpisov s področja organiziranega trgovanja z vrednostnimi papirji, se je občutno povečala urejenost in preglednost trgovanja ter varnost investitorjev.

Tveganje, ki je pri vlaganju v delnice prisotno, lahko uspešno omejujemo s strateško razporeditvijo premoženja oziroma s sistematičnim pristopom. Ta od vlagatelja zahteva, da sprejme nekaj osnovnih odločitev. Ali bo k vlaganju pristopil strateško, se pravi sistematično in na dolgi rok, ali pa bo špekuliral in skušal dosežati kratkoročne dobičke na osnovi nihanja tečajev. Za strateškega investitorja je značilna dolgoročno zasnovana strateška razporeditev premoženja v skupine finančnih naložb, ki temelji na dobro zastavljenih finančnih ciljih, ki jih želi uresničiti. Odloča se lahko med aktivnim investiranjem, kjer se sestava premoženja pogosto spreminja in pasivnim investiranjem, kjer strateško razporedi svoje premoženje in ga na dolgi rok pomembno ne spreminja. Med obema variantama je možna tudi kombinacija obeh, ko vlagatelj del premoženja upravlja aktivno, del pa pasivno.

Pred investiranjem mora vlagatelj opredeliti svoj osebni odnos do tveganja oziroma nagnjenost do tveganja, saj le-ta pomembno vpliva na posameznikovo optimalno strateško razporeditev premoženja in je odvisen od znanja in izkušenj, ki jih vlagatelj ima. Predstavlja neko subjektivno oviro, s katero se mora vlagatelj spopasti, pri tem mu lahko pomaga usposobljen finančni svetovalec. V zameno za tveganje, ki ga je

## Sklep

pripravljen sprejeti, pričakuje ustrežno donosnost, in praviloma velja, da večje tveganje kot sprejema, višjo donosnost pričakuje. Temeljna težava pri merjenju tveganja delnic je, da se tveganje ocenjuje na osnovi preteklih gibanj tečajev, delničarje pa zanima prihodnje tveganje delnic. Pri odločitvi katere delnice kupiti in katere prodati, nam pomagajo kazalniki vrednotenja, ki jih lahko spremljamo na spletnih straneh Ljubljanske borze. Vlagatelji, ki razpolagajo z večjim ekonomskim znanjem, lahko delnice in dogajanje na trgu kapitala analizirajo z tehnično in temeljno analizo, ki jo opravljajo tudi borzni analitiki na Ljubljanske borze in drugih borzno posredniških hišah.

Analiza zajema delnice prve kotacije kot posebnega segmenta znotraj borzne kotacije, kamor so uvrščene delnice podjetij, ki izstopajo po svoji likvidnosti, velikosti in transparentnosti poslovanja. Kot take so po velikosti oziroma globini prometa ter številu poslov v samem vrhu in so zato zanimive delničarjem. Pasivni strateški vlagatelji, tisti, ki se držijo »buy and hold strategy«, vlagajo v ta podjetja, ker v njih vidijo potencial rasti in razvoja, torej tudi donosa na dolgi rok. So pa priložnost tudi za aktivne vlagatelje, ker dobro odražajo vpliv dejavnikov na kapitalskem trgu in njihova cena pogosto zaniha. Delnice prve kotacije pa so pomembne tudi za prihodnost Ljubljanske borze, zato jih le-ta kot posebno blagovno znamko aktivno trži s ciljem pridobivanja mednarodnih vlagateljev.

Analiza donosnosti je pokazala relativno zelo visoko donosnost in relativno nizko dividendno donosnost delnic prve kotacije v preučevanem obdobju. Za podjetja, ki dosegajo visoko rast, je običajno, da izplačujejo nizke dividende, saj dobiček vlagajo v rast produktivnosti in razvoj. Vlagatelji, ki so v tem obdobju varčevali v delnicah, so dosegli nadpovprečne donose ob razmeroma nizkem tveganju, kljub relativno visoki inflaciji v nekaterih letih, vendar bi bilo zmotno pričakovati, da bodo tako visoki tudi v prihodnosti. Prav tako so imeli priložnost tudi aktivni vlagatelji, ki ustvarjajo donose z izkoriščanjem nihanja tečajev, saj so bili tečaji med obdobjem precej variabilni. Najvišjo rast v obdobju so delnice dosegle v letu 2007, ko je vrednost indeksa narasla s približno 7.000 točk na 12.000. Leto 2007 se je začelo z vstopom v evropsko monetarno območje, kar je bilo vzpodbudno za trgovanje na borzi. Toda v zadnji četrtini leta je bilo čutiti porast inflacije, zaradi dviganja cen po celem svetu, ki jo je povzročila ameriška hipotekarna kriza. Predpostavljamo lahko, da se gospodarske razmere po celem svetu zaostrujejo in da bo potrebno nekaj časa, da se bo spet vzpostavilo ravnovesje. Zato je pri izbiri finančnih naložb in oblikovanju portfelja potrebna posebna previdnost. Na podlagi takšnih napovedi, lahko aktivni vlagatelji sredstva iz delnic preusmerijo v druge naložbe (zlato, srebro), tisti, ki so precej nagnjeni k tveganju, pa morda ravno zdaj vidijo priložnost v nakupu podcenjenih delnic ali ameriškega dolarja. Pasivni vlagatelji

so v takšnih razmerah upravičeno negotovi, a na dolgi rok verjamejo v ponovno rast tečajev.

Vlagatelji, ki nimajo dovolj znanja na področju upravljanja z osebnim premoženjem, se morajo pri planiranju in izdelavi finančnega načrta obrniti na usposobljenega finančnega svetovalca. Toda brez ustreznega znanja je težko oceniti njegove nasvete, hkrati pa se morajo zavedati, da posledice zgrešenih odločitev nosijo sami in iz tega vidika je najboljša zaščita finančna izobrazba. Prav tako velja za tiste, ki vložijo prihranke v investicijske sklade, ki jih je danes vedno več. Večinoma se izpostavljajo visoki donosi, če je temu res tako, pa je potrebno preveriti. Ne smemo pozabiti, da vlagatelje v sklade bremenijo z visokimi vstopnimi in izstopnimi stroški, plačevati morajo tudi stroške upravljanja, in nositi posledice slabe izbire. S tega vidika je najbolje z ustreznim znanjem o osebnih financah, spremljanjem splošnega gospodarskega dogajanja in pridobivanjem sposobnosti za interpretiranje, za svoje finance poskrbeti sam.



## LITERATURA

- Berk, Aleš, Igor Lončarski in Peter Zajc. 2006. *Poslovne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Brigham, Eugene F and Michael C. Ehrhardt. 2005. *Financial management: theory and practice*. 11th, international student ed. Mason (OH), Australia South-Western: Thomson Learning.
- Kleindienst, Robert, Marko Rems in Marko Simoneti. 2001. Projekt Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Časnik Finance.
- Kleindienst, Robert. 2001. *Varčevanje v domačih in tujih delnicah*. Ljubljana: GV Založba.
- Mastnak, Simon. 2007. *Kako do visokih donosov in ob tem mirno spati*. Ljubljana: Časnik Finance.
- Mramor, Dušan. 1993. *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- Mramor, Dušan. 2000. *Trg kapitala v Sloveniji: prikazi, analize, mnenja*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- Prohaska, Zdenko. 1994. *Uvod v finančne trge: metode analize in instrumenti*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Šimon, Aleksander. 1996. *Metode za analizo vrednostnih papirjev*. Ljubljana: samozaložba.
- Zakon o dohodnini. *Uradni list RS*, št. 117/2006.

## VIRI

- DURS. 2007. *Dobiček iz kapitala od odsvojitve finančnega kapitala*. [Http://www.durs.gov.si/index.php?id=8513/](http://www.durs.gov.si/index.php?id=8513/) (10. 9. 2007).
- Federation of European Securities Exchanges. 2007. *About members*. [Http://www.fese.be/en/?inc=cat&id=4/](http://www.fese.be/en/?inc=cat&id=4/) (20. 9. 2007).
- Groznik, Peter. 2002. *Ureditev trgovanja s svežnji*. Časnik Finance: št. 52/2002. (17. 3. 2002).
- Kleindienst, Robert. 2007. *O borznih balonih tu in tam*. Bilten. Naložbeni pregled NLB Skladi. NLB d.d.: št.4/2007.
- Ljubljanska borza d.d. 2007a. *Zakaj vlagati denar na borzi?* [Http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1478&sid=cLLSIJxmtVEroApv/](http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1478&sid=cLLSIJxmtVEroApv/) (10. 9. 2007).
- Ljubljanska borza d.d. 2007b. *Delnice*. [Http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=398&sid=cLLSIJxmtVEroApv/](http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=398&sid=cLLSIJxmtVEroApv/) (10. 9. 2007).
- Ljubljanska borza d.d. 2007c. *Katere delnice so poceni?* [Http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=431&sid=BsuWleQMTTrdTvkaU/](http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=431&sid=BsuWleQMTTrdTvkaU/) (21. 11. 2007).
- Ljubljanska borza d. d. 2007d. *Predstavitev indeksov*. [Http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=688&sid/](http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=688&sid/) (25.11.2007).
- Ljubljanska borza d. d. 2007e. *Kaj lahko kupim na borzi?* <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=398&sid=OKGdzeaNtLUXULrg/> (10. 09. 2007).

- Mrkun, Mateja. 2007. *Varčevalne navade Slovencev*. GfK Gral- Iteo. E-mesečnik GfK Orange, št. 65. [Http://www.gfk.si/lnovice.php?NID=1876/](http://www.gfk.si/lnovice.php?NID=1876/) (8. 9. 2007).
- Statistični urad Republike Slovenije. 2007. *Cene*. [Http://www.stat.si/](http://www.stat.si/) (10. 3. 2008).
- World Federation of Exchanges. 2007. *Members*. [Http://www.world-exchanges.org/](http://www.world-exchanges.org/) (20. 9. 2007).