

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**INVESTIRANJE NA PODLAGI RAZMERJA MED  
NOTRANJO VREDNOSTJO IN CENO**

Ljubljana, junij 2009

DENIS MARINŠEK

## **IZJAVA**

Študent Denis Marinšek izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Aljoše Valentinčiča, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_.

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

## KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1 INVESTIRANJE</b> .....	<b>2</b>
1.1 Kaj je investiranje? .....	2
1.2 Investiranje proti špekuliranju .....	5
1.3 Aktivni in pasivni vlagatelj .....	6
<b>2 NEUČINKOVITOST TRGOV</b> .....	<b>7</b>
<b>3 TEMELJNA ANALIZA</b> .....	<b>9</b>
3.1 Rob varnosti .....	9
3.2 Kvantitativni koncepti.....	11
3.2.1 Neto sedanja vrednost .....	11
3.2.2 Primerljive transakcije.....	12
3.2.3 Likvidacijska vrednost .....	12
3.3 Kvalitativni koncepti.....	13
<b>4 EMPIRIČNE UGOTOVITVE</b> .....	<b>14</b>
4.1 Statistična analiza podatkov .....	20
<b>5 INVESTICIJSKI NAČIN RAZMIŠLJANJA</b> .....	<b>26</b>
5.1 Nasprotovanje množici .....	27
5.2 Pravilo treh let.....	27
5.3 Prodaja vrednostnih papirjev .....	28
5.4 Primarna izdaja delnic.....	28
5.5 Nenaklonjenost tveganju.....	29
5.6 Lastnosti dobrega podjetja .....	30
<b>6 FINANČNI PEARL HARBOR 2008</b> .....	<b>36</b>
<b>SKLEP</b> .....	<b>38</b>
<b>LITERATURA IN VIRI</b> .....	<b>42</b>

## KAZALO TABEL

<b>Tabela 1:</b> Gibanje cene delnice podjetja General Electric v obdobju 1930–1939 .....	4
<b>Tabela 2:</b> Izpis finančnih podatkov za vsa ustrezna podjetja, ki so 1. 1. 1997 kotirala na angleških borzah – strategija 1 .....	16
<b>Tabela 3:</b> Izpis finančnih podatkov za 99 podjetij, ki so 1. 1. 1997 kotirala na angleških borzah in imela najnižji P/E kazalnik – strategija 2 .....	16
<b>Tabela 4:</b> Izpis finančnih podatkov za 99 podjetij, ki so 1. 1. 1997 kotirala na angleških borzah in imela najvišji P/E kazalnik – strategija 3 .....	17
<b>Tabela 5:</b> Izpis finančnih podatkov za 100 podjetij, ki so 1. 1. 1997 kotirala na angleških borzah in imela najnižji P/B kazalnik – strategija 4 .....	17
<b>Tabela 6:</b> Izpis finančnih podatkov za 100 podjetij, ki so 1. 1. 1997 kotirala na angleških borzah in imela najvišji P/B kazalnik – strategija 5 .....	18
<b>Tabela 7:</b> Izpis finančnih podatkov za 100 podjetij, ki so 1. 1. 1997 kotirala na angleških borzah in imela nizek P/E in nizek P/B – strategija 6 .....	18
<b>Tabela 8:</b> Izpis finančnih podatkov za 100 podjetij, ki so 1. 1. 1997 kotirala na angleških borzah in imela nizek P/E in visok P/B – strategija 7 .....	18
<b>Tabela 9:</b> Izpis finančnih podatkov za 100 podjetij, ki so 1. 1. 1997 kotirala na angleških borzah in imela visok P/E in nizek P/B – strategija 8 .....	19
<b>Tabela 10:</b> Izpis finančnih podatkov za 99 podjetij, ki so 1. 1. 1997 kotirala na angleških borzah in imela visok P/E in visok P/B – strategija 9 .....	19
<b>Tabela 11:</b> Matrika povprečnih letnih donosov v % za obdobje 1. 1. 1997–1. 1. 2007 pri različnih kombinacijah kazalnikov P/E in P/B .....	20
<b>Tabela 12:</b> Statistični podatki za vse strategije .....	21
<b>Tabela 13:</b> Statistični podatki za 1. in 2. strategijo .....	21
<b>Tabela 14:</b> Statistični podatki za 1. in 3. strategijo .....	22
<b>Tabela 15:</b> Statistični podatki za 1. in 4. strategijo .....	23
<b>Tabela 16:</b> Statistični podatki za 1. in 5. strategijo .....	23
<b>Tabela 17:</b> Statistični podatki za 1. in 6. strategijo .....	24
<b>Tabela 18:</b> Statistični podatki za 1. in 7. strategijo .....	24
<b>Tabela 19:</b> Statistični podatki za 1. in 8. strategijo .....	25
<b>Tabela 20:</b> Statistični podatki za 1. in 9. strategijo .....	26

## KAZALO PRILOG

Finančni podatki za 1173 podjetij .....	iii
---	-----

## UVOD

*Price is what you pay,  
Value is what you get.*  
Warren Buffett

Finančni zlom leta 1929 je omogočil prvo resnejšo analizo tržnih neučinkovitosti na kapitalskih trgih. Profesorja financ na univerzi Columbia Benjamin Graham in David Dodd sta leta 1934 izdala knjigo *Security Analysis*, ki predstavlja rojstvo t. i. **investiranja na podlagi razmerja med notranjo vrednostjo in ceno** (angl. *value investment*), vendar pa v času izdaje knjiga ni dosegla širše množice. Danes ostaja njuno delo neprecenljiv zemljevid za vlagatelje, saj jih usmerja na nepredvidljivih, volatilnih in včasih celo varljivih finančnih trgih, pogosto pa se zanj uporablja tudi izraz Biblija o investiranju (Graham, 2009, str. xiii). Benjamin Graham je v upanju, da bodo ljudje tokrat sledili njegovim napotkom, kasneje izdal še manj znanstveno delo *The Intelligent Investor (1949)*, vendar ideje tudi tedaj niso bile upoštevane.

Poleg Grahama je v času finančnega zloma aktivno deloval tudi Philip Fisher. Ta je s svojimi deli *Common Stocks and Uncommon Profits*, *Conservative Investors Sleep Well* in *Developing an Investment Philosophy* predstavil dopolnilo h Grahamovim idejam. Kljub mnogim podobnostim se zamisli obeh avtorjev vseeno pomembno razlikujejo. Medtem ko Graham poudarja kvantitativno analizo računovodskih izkazov podjetij, pa Fisher prisega na kvalitativno presojo posameznega podjetja z namenom ugotavljanja njegove poslovne odličnosti.

Kljub temu da se večina ljudi v Grahamovem času ni zmenila za nov koncept razmišljanja, so se našli posamezniki, ki so začeli slediti novim principom vlaganja. Večina je prišla iz kroga Benjamina Grahama, najbolje pa se je izkazal Warren Buffett, ki velja za največjega vlagatelja vseh časov. Buffett 85 % svojega uspeha pripisuje Benjaminu Grahamu, 15 % pa Philipu Fisherju (Hagstrom, 1997, str. 27). V tem diplomskem delu bomo obravnavali najpomembnejše prispevke obeh idejnih očetov vlaganja v vrednostne papirje. Začeli bomo z razlago nekaterih temeljnih pojmov, ki bodo omogočili kasnejšo analizo našega koncepta. Dotaknili se bomo teorije učinkovitosti trgov, ki poskuša ovreči pomen **temeljne analize** (angl. *fundamental analysis*); ta bo tudi podrobno predstavljena v osrednjem delu. Razložili bomo, da so zaradi najrazličnejših razlogov tržne neučinkovitosti vedno prisotne, in pokazali, kako jih izkoristiti.

Osrednji del bo sestavljen iz štirih enot. Prva enota bo vsebovala razlago vpliva kvantitativnih in kvalitativnih dejavnikov na vrednost podjetja (temeljna analiza), druga empirični test predstavljenih konceptov, v tretji bo podan pomen investicijskega načina razmišljanja, v zadnji enoti pa bomo opisano teorijo skušali aplicirati na finančno krizo iz leta 2008.

Temeljna analiza bo osredotočena na glavno idejo Benjamina Grahama, tj. **rob varnosti** (angl. *margin of safety*). Celotna ideja se skriva v kupovanju delnic, ki imajo značilno nižjo ceno od svoje **notranje vrednosti** (angl. *intrinsic value*). Z empiričnim delom bomo skušali dokazati, da podjetja z nizkima P/E in P/B kazalnikoma na dolgi rok v povprečju dosegajo boljše donose, kot to velja za hitro rastoča podjetja z visokimi mnogokratniki. Bistvo investiranja na podlagi razmerja med notranjo vrednostjo in ceno ni iskanje hitrih zaslužkov s pomočjo visoko obetajočih in tveganih podjetij, temveč kupiti podjetja po nizki ceni in si s tem zagotoviti varnost naložbe. V poglavju o investicijskem načinu razmišljanja si bomo pogledali nekaj pomembnih investicijskih strategij, ki jih mora vlagatelj vedno upoštevati, na koncu osrednjega dela pa bo sledilo še razmišljanje Warrena Buffetta in Seta Klarmana o finančni krizi iz leta 2008; oba ugotavljata, da je tvegano in nepremišljeno obnašanje nekaterih pomembnih ekonomskih subjektov (predvsem trgovanje s špekulativnimi vrednostnimi papirji) sprožilo val nezaupanja v obstoječi kapitalistični sistem.

Iz uvoda lahko zaključimo, da bo cilj diplomske naloge dokazati, da so ideje o investiranju na podlagi razmerja med notranjo vrednostjo in ceno, ki so nastale v tridesetih letih prejšnjega stoletja, danes še vedno zanimive, uporabne in predvsem varne. Graham (2003, str. 4) je trdil, da se temeljni principi investiranja v prihodnosti ne bodo spremenili, mi pa bomo pokazali, da trditev res drži. Kljub temu velja opozoriti, da razprava, ki sledi, nikakor ne podaja nasvetov za investiranje, temveč gre le za analizo že dolgo znanih konceptov, ki bo omogočila bralcu, da si lažje ustvari svoje mnenje.

## 1 INVESTIRANJE

### 1.1 Kaj je investiranje?

Dvajseto stoletje je bilo zaznamovano z množico finančnih zlomov. Leta 1920 je Amerika veljala za najbolj razvito gospodarstvo tistega časa. Doživljala je razcvet na finančno-kapitalskem trgu, optimizem, zasidran v človekovi zavesti, pa je povzročil, da so cene vrednostnih papirjev strmo rasle. Zaradi lahkega in hitrega zaslužka so se ljudje začeli obnašati vse bolj neracionalno, kar je privedlo do vse večjega špekuliranja z nakupi delnic, prisotnega še danes. Tako je leta 1929 nastala največja finančna kriza, kar jih poznamo. Delnice, ki so kotirale na ameriški borzi, so izgubile večino svoje vrednosti, brezposelnost se je močno povečala, mnoge banke so propadle. Šele močna intervencija države je povzročila vnovično vzpostavitev ravnotežja.

Vprašajmo se, kaj je sprožilo krizo leta 1929 in zakaj je bila tako edinstvena. Prvič, zakonodaja na področju vrednostnih papirjev v tistem času je bila slaba. Kmalu po zlomu je Franklin Roosevelt s programom New Deal zmagal na predsedniških volitvah in Ameriki pokazal pot iz recesije. Njegov program je poudarjal razvoj zakonodaje na področju finančno-kapitalskih trgov. Drugič, prebivalstvo, ki je v vse večji meri aktivno sodelovalo na trgu vrednostnih papirjev, ni imelo niti ustreznega znanja niti ni pričakovalo, da bi lahko kaj izgubilo. Ljudje so verjeli, da se bo vedno našel nekdo, ki bo pripravljen za delnico plačati še več. V želji po čim večjem dobičku so se zadolževali, da bi lahko kupovali že tako ali tako močno precenjene delnice. Povsem razumljivo je, da takšno ravnanje ni moglo trajati. Klarman (1991, str. xv) meni, da bi Nezemljan ob pogledu na dogajanje na finančnih trgih v preteklosti (pogosto pa tudi v sedanjosti) povsem upravičeno podvomil v človekovo inteligenco. Omenjeni drugi razlog imejmo v mislih, saj je integralni del za razumevanje tega diplomskega dela.

V današnjem času smo zasuti z množico najrazličnejših investicijskih formul, ki obljublajo velike kapitalske dobičke ob minimalnem naporu, vendar se vedno znova izkaže, da takšna formula v resnici ne obstaja. Razlog je v velikem številu neodvisnih spremenljivk, ki vplivajo na ceno delnice, zaradi česar jih je nemogoče združiti v eno samo enačbo. Klarman (1991, str. 17) trdi, da so finančni trgi prezapleteni, da bi jih lahko kadar koli izrazili z enačbo. Nadaljuje, da bodo vlagatelji na boljšem, ko bodo čas, namenjen iskanju matematičnih formulacij, posvetili temeljni analizi. Podobno ugotavlja tudi Graham (2003, str. 570), ki pravi, da bolj ko je matematika, uporabljena v analizi vrednostnih papirjev, kompleksna, bolj špekulativni so zaključki. Trdi, da v svoji 44-letni karieri nikoli ni videl zanesljivih ocen vrednosti delnice, ki so presegale preprosto aritmetiko in elementarno algebro. Enako meni tudi Peter Lynch, ki je dvajset let vodil enega izmed najbolj uspešnih ameriških skladov. Zanj je investiranje bolj kot znanosti podobno umetnosti, kar za tiste, ki so bili naučeni, da je treba vsak podatek kvantitativno obdelati, lahko predstavlja veliko oviro (Lynch, 2000, str. 49).

Mnogi zmotno menijo, da je investiranje na podlagi razmerja med notranjo vrednostjo in ceno le še ena izmed investicijskih formul. V resnici je mnogo več; predstavlja celovito in obsežno investicijsko filozofijo, ki poudarja pomen izvedbe temeljne analize, zasleduje dolgoročne investicijske rezultate, omejuje tveganje, nauči nas izogniti se učinku množice, nenazadnje pa je koncept logično zasnovan in zato relativno preprost (Graham, 2009, str. xiv). Takšen pristop vlagatelju omogoča realizacijo visokega dobička ob minimalni stopnji tveganja, v ospredje pa sta postavljena racionalnost in premišljenost kot nasprotje vse prepogostemu emocionalnemu ravnanju.

Kot primer posledice emocionalnega obnašanja posameznikov, si oglejmo gibanje cene delnice podjetja General Electric v obdobju 1930–1939:

Tabela 1: Gibanje cene delnice podjetja General Electric v obdobju 1930–1939

Leto	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939
Visoka	95,3	54,7	26,1	30,2	25,2	40,8	55,0	64,8	48,0	44,6
Nizka	41,5	22,8	8,50	10,5	16,8	20,5	34,5	34,0	27,2	31,0

Vir: Graham & Dodd, *Security Analysis*, 2009, str. 30.

Osredotočimo se na leti 1937 in 1938. Leta 1937 se je delnica podjetja General Electric prodajala po ceni nekaj manj kot 65 \$, že naslednje leto pa je cena padla na 27,25 \$. V prvem primeru je bila celotna tržna vrednost podjetja 1.870.000.000 \$, čez nekaj manj kot eno leto pa le še 784.000.000 \$. Prepričani smo lahko, da v tako kratkem času v obravnavanem podjetju ni moglo priti do tako velikih sprememb, da bi njegova vrednost padla za kar 58 %. Drastičen padec se je zgodil zato, ker so bili leta 1937 ljudje veliko bolj optimistični kot leto kasneje. Na podlagi tega ugotavljamo, da trg nikoli ne more biti verodostojni cenilec vrednosti podjetja, saj je pogosto pod močnim vplivom emocionalnosti tržnih udeležencev, le-to pa ponuja vlagatelju izjemne investicijske priložnosti, kot bomo videli v nadaljevanju.

Na drugi strani predstavlja temeljna analiza objektivno ovrednotenje podjetja, saj je sestavljena iz natančnega pregleda kvantitativnih in kvalitativnih značilnosti podjetja, na podlagi katerih vlagatelj ugotovi, kolikšna je njegova dejanska vrednost, ki jo primerja s tržno kapitalizacijo, na podlagi tega pa sprejme ali zavrne nakup delnic. Klarman (1991, str. 11) navaja, da sprememba cene delnice ob odsotnosti od ugotovljene vrednosti podjetja nikoli ne more vplivati na vlagateljevo odločitev, saj se tržna cena giblje zaradi dveh popolnoma različnih vzrokov. Lahko je posledica spremembe okoliščin znotraj podjetja, ki bodo na vrednost vplivale dolgoročno, ali pa je le izraz v spremembi med tržno ponudbo in povpraševanjem, ki se zgodi zaradi neracionalnega obnašanja posameznikov in je v večini primerov kratkoročne narave. Ker je pogosto nemogoče ugotoviti, kaj je dejanski vzrok spremembe v ceni, vlagatelju preostane edino temeljna analiza.

V povezavi s tržno ceno je pomembna tudi ugotovitev, ki jo navaja Graham (2003, str. 203–204), in sicer da ima pravi vlagatelj veliko začetno prednost, saj nanj lahko gledamo iz dveh zornih kotov – je namreč lastnik delnic in lastnik podjetja. V danem trenutku lahko izkoristi tisto vlogo, ki mu nudi boljši položaj. Ker je dober vlagatelj le redkokdaj primoran v prodajo kupljenih vrednostnih papirjev, ima tržna cena zanj majhen pomen; koristi mu samo takrat, ko mu znaten padec cene ponudi nakup dodatnih delnic oz. prodajo v primeru neutemeljeno visokih, optimističnih cen. Ves preostali čas naj bo vlagatelj lastnik podjetja in se naj zato raje posveti dividendnemu donosu ter spremljanju poslovnih rezultatov svojih podjetij. Če se neupravičeno obremenjuje zaradi kratkoročnega nihanja tržnih cen, je svojo osnovno prednost spremenil v slabost. »Zanj bi bilo boljše,« ugotavlja Graham (2003, str. 205), »če njegove delnice ne bi imele tržne kotacije, saj bi mu bile s tem prihranjene duševne muke, ki mu jih povzročajo napake v razumevanju drugih ljudi.« Podobno ugotavlja tudi Warren Buffett, ki pravi, da bi mu bolj ustrezalo, če bi bila borza



večino časa zaprta (Hagstrom, 1997, str. 55–56). Danes večina vlagateljev tržni ceni namenja vse preveč pozornosti, zaradi česar se pogosto znajdejo pod neprijetnim pritiskom, ki negativno vpliva na dosežen rezultat.

## 1.2 Investiranje proti špekuliranju

V sodobnem času so mnogi poskušali povezati pojem vlaganje z investiranjem v najrazličnejša sredstva, kot so umetniška dela, znamke, redka vina in podobno. Ker omenjeni predmeti nimajo niti določljive notranje vrednosti niti ne ustvarjajo denarnih tokov, hkrati pa je njihova prihodnja vrednost v celoti odvisna od tistih, ki bodo za njih pripravljene ponuditi določen znesek, tovrstne naložbe ne predstavljajo nič drugega kot navadno špekulacijo in iskanje hitrih zaslužkov.

Za vlagatelja v vrednostne papirje je pomembno, da v primeru, ko želi špekulirati, to počne ločeno od investicijskega portfelja. S tem obdrži možnost večjih dobičkov in ob najslabšem scenariju ne ogrozi svojega obstoja; špekuliranje postane nevarno ravno takrat, ko ga vlagatelj ne zna ločiti od investiranja, ali pa se ga loti nekdo, ki nima dovolj izkušenj in znanja o zakonitostih trga, zato je pomembno, da se investicijskih operacij nikoli ne združuje s špekulativnimi, ne pri razmišljanju, še manj pa pri dejanjih (Graham, 2003, str. 21–22).

Sodobna ekonomska teorija in poslovna praksa pogosto neupravičeno označujeta vsakršen nakup vrednostnih papirjev z investiranjem. To je eden izmed razlogov, zakaj mnogo ljudi misli, da z nakupi vrednostnih papirjev investira svoje prihranke, čeprav so njihova dejanja povsem špekulativne narave in se pogosto končajo z neprijetnim izidom. Najbolj bistvena razlika med vlagateljem in špekulantom je verjetno ta, da se zadnji giblje z množico, vlagatelj pa ji pogosto nasprotuje. Za začetek definirajmo, kaj mora naložba izpolnjevati, da jo lahko poimenujemo investicija (Graham, 2005, str. 38): »Vlaganje v vrednostne papirje predstavlja investicijo takrat, ko si vlagatelj s pomočjo temeljne analize zagotovi varnost vložka in ustrezen dobiček. Vlaganje, ki teh pogojev ne izpolnjuje, je špekulacija.« Pri tem so pomembni trije pojmi, in sicer temeljna analiza (analiza finančnih izkazov in značilnosti podjetja, ki odsevajo standarde varnosti in vrednosti naložbe), varnost vložka (biti zavarovan pred izgubo, ki lahko nastane v vseh normalnih oziroma razumljivo verjetnih scenarijih) in ustrezen dobiček (vsakršen dobiček, lahko še tako nizek, ki ga je investitor pripravljen sprejeti).

Vsaka naložba vsebuje vsaj določeno stopnjo tveganja, ki jo poimenujemo špekulativna komponenta (vlagatelj ne more nikoli do potankosti predvideti razvoja vseh dogodkov v prihodnosti, zato do določene stopnje vedno špekulira). Graham (2003, str. 573) meni, da se špekulativna komponenta glede na atraktivnost podjetja porazdeljuje v obliki črke U (na abscisi merimo atraktivnost podjetja, na ordinati pa stopnjo špekuliranja): najslabša

podjetja so na levem delu, kjer je močno prisotno tveganje stečaja, najbolj zaželena podjetja pa so na desnem delu, kjer prevelik optimizem povzroči neupravičeno visoke cene delnic. Vlagatelj mora zato iskati podjetja nekje na sredini, kjer je špekulativna komponenta najnižja, investicijska pa posledično najvišja. Takšna podjetja ne uživajo najvišje tržne atraktivnosti, zato zaradi relativno nizkih tržnih cen predstavljajo lepo investicijsko priložnost na dolgi rok.

Klarman (1991, str. 44) ugotavlja, da mora vlagatelj med procesom investiranja razlikovati med t. i. relativnim in absolutnim rezultatom. Za finančne sklade in špekulante je značilno, da svoje rezultate primerjajo z določenimi indeksi, ki jih poskušajo preseči. V nasprotju s takšnim početjem pa dobrega vlagatelja zanima predvsem absolutni rezultat, ki ga doseže v daljšem časovnem obdobju. Slabost skladov je, da kljub atraktivnosti določenih delnic vanje ne smejo vlagati in da morajo imeti ves razpoložljiv kapital v kar največji možni meri vedno investiran, pa četudi v danem trenutku ni primernih naložb. To je neposredno povezano z zasledovanjem relativnega rezultata. Vlagatelj se takšnemu početju lahko izogne tako, da svoj kapital naloži šele takrat, ko se ponudijo prave priložnosti.

Kot pomemben mejnik med investiranjem in špekuliranjem lahko vlagatelju služi tudi rob varnosti (Graham, 2003, str. 519). Klarman (1991, str. 87) definira, da je investiranje na podlagi razmerja med notranjo vrednostjo in ceno treba razumeti kot nakup delnic po značilno nižji ceni od njihove notranje vrednosti. Vlagatelj jih nato obdrži toliko časa, dokler trg ne spozna prave vrednosti podjetja, kar povzroči dvig tržne cene. Ko vlagatelj z omejenim kapitalom najde več podjetij, ki izpolnjujejo zahtevane pogoje, izbere tistega, ki ponuja najvišji rob varnosti. To predstavlja najpomembnejši faktor pri njegovi odločitvi in posledično optimizacijo njegovega absolutnega rezultata ob minimalni stopnji tveganja, obenem pa razlikuje pravega vlagatelja od množice špekulantov.

### **1.3 Aktivni in pasivni vlagatelj**

Vlagatelje je glede na znanje in intenzivnost investiranja mogoče razdeliti v dve skupini: prvo predstavljajo t. i. aktivni vlagatelji (angl. *aggressive investor*), ki se z investiranjem ukvarjajo profesionalno in večino svojega časa namenijo iskanju obetavnih podjetij; drugo, mnogo večjo skupino, pa tvorijo pasivni vlagatelji (angl. *defensive investor*), ki se z investiranjem ukvarjajo zgolj ljubiteljsko. Iz tega sledi, da sami nimajo niti časa niti potrebnega znanja, da bi lahko našli ustrezna podjetja, vendar pa si kljub tej bistveni razliki oboji delijo enak pristop k investiranju; razumejo, da nakup delnice pomeni lastništvo podjetja. V svoj portfelj vključijo zanesljive vrednostne papirje, čeprav v nekoliko različnih sestavah. To omogoča tako aktivnemu kot pasivnemu vlagatelju visoke donose skozi daljše investicijsko obdobje. Vredno je pripomniti, da vmesne pozicije med aktivnim in pasivnim vlagateljem ne obstajajo. Vlagatelj, ki z omejenim časom, znanjem in potrpežljivostjo poskuša igrati aktivno vlogo, v večini primerov doseže nezadovoljive

rezultate (Graham, 2003, str. 6, 176). V tem delu je izbrana obravnava aktivnega pristopa k vlaganju.

## 2 NEUČINKOVITOST TRGOV

Sodobna ekonomija daje velik pomen teoriji učinkovitosti trgov (angl. *efficient market theory*). Leta 1965 je P. Samuelson s svojim razumevanjem formiranja cene na konkurenčnih trgih ugotovil, da se morajo konkurenčne cene, ki naj bi se razvile na finančnih trgih, obvezno gibati po teoriji slučajnega gibanja brez vsakršnih pristranskosti. »Če bi nekdo lahko bil prepričan, da se bo cena delnice dvignila, bi se to že zgodilo,« je dejal (Dimson, 1998). Leta 1970 je nato Fama združil Samuelsonov mikroekonomski pristop s sistematiko H. Robertsa (Wikipedia). Njegova združena teorija je definirala učinkovit trg kot trg, na katerem je z danimi razpoložljivi informacijami nemogoče dosegati nadpovprečen donos. S tem je definicija učinkovitega trga postala odvisna od zahtevanega donosa, kar je bilo obenem tudi rojstvo modela Capital Assets Price Model (CAPM), za katerega je bila podeljena tudi Nobelova nagrada (Wikipedia).

V ekonomski teoriji srečamo tri oblike tržne učinkovitosti: šibko (tržna cena odraža vsa pretekla gibanja cene), srednje močno (tržna cena odraža vse javno dostopne informacije) in močno (tržna cena odraža vse javne in notranje informacije). Klarman (1991, str. 98) trdi, da šibka oblika pod vprašaj postavlja tehnično analizo (tj. analizo preteklih cen delnic), srednje močna in močna oblika pa zavračata ustvarjanje dobička s pomočjo temeljne analize. Na podlagi tega ugotovimo, da v praksi obstaja kvečjemu šibka oblika učinkovitosti trga, saj je tehnična analiza pogosto nekoristna in zavajajoča. Graham (2003, str. 80) svetuje, naj vlagatelj nikoli ne napoveduje prihodnosti na podlagi preteklosti (definicija tehnične analize); če pa se takšnemu ravnanju res ne more izogniti, naj za analizo vzame obdobje, daljše od 50 let.

Argumenti proti omenjeni teoriji, ki jih navaja Klarman (1991, str. 25), so pogosta nagnjenost finančnih trgov k precenjevanju delnic (angl. *bullish bias*), kjer se v ozadju skriva konflikt interesov med vlagatelji in borznimi posredniki; zanje je bolj dobičkonosno ustvarjati optimistično vzdušje, saj v določenem trenutku obstaja na trgu vrednostnih papirjev veliko več potencialnih kupcev kot njihovih prodajalcev. Trdi tudi, da se v praksi podcenjenost delnic odpravi veliko hitreje kot precenjenost in da se v primeru večjega padca tržne cene trgovanje z delnico ustavi hitreje, kot to velja pri njenem dvigu.

Pristop k investiranju, obravnavan v tej diplomski nalogi, v veliki meri zavrača teorijo učinkovitosti trgov. Dolgoletne izkušnje nekaterih najboljših vlagateljev dokazujejo, da v vsakem trenutku na trgu obstajajo delnice, ki so močno podcenjene in zato predstavljajo izjemno investicijsko priložnost. Warren Buffett je v enem izmed svojih letnih govorov na

skupščini delničarjev Berkshire Hathaway dejal, da je v vseh pogledih, tako finančnem, mentalnem kot fizičnem, izjemna prednost imeti nasprotnike, ki so bili preko teorije učinkovitih trgov naučeni, da je temeljna analiza nekoristna (Klarman, 1991, str. 51).

Preden se lotimo pristopov temeljne analize, moramo ugotoviti, ali morda obstajajo področja, kjer je večja verjetnost, da bo vlagatelj našel neučinkovito vrednotena podjetja. Graham (2003, str. 163–175, 391) navaja, da so za aktivnega vlagatelja zanimiva predvsem:

- a) relativno nepopularna velika podjetja,
- b) podcenjena srednje velika podjetja in
- c) posebne situacije.

Ad a) Kot smo ugotovili v predhodnem poglavju, je trg pogosto nagnjen k precenjevanju popularnih podjetji. Po enaki logiki lahko trdimo, da bo trg podcenjeval podjetja, ki zaradi slabših poslovnih rezultatov trenutno ne uživajo tržne pozornosti. Graham opozarja, da so za to kategorijo primerna le velika podjetja, in sicer zaradi njihovega kapitala in izkušenj, ki zagotavljajo relativno preprosto vrnitev med uspešna podjetja, obenem pa je tudi tržna odzivnost na pokazane izboljšave mnogo večja, kot to velja za segment manjših podjetij.

Ad b) Graham meni, da lahko govorimo o resnično podcenjenem podjetju, ko je njegova vrednost vsaj 50 % višja od trenutne tržne cene. Kasneje bomo videli, da obstaja več metod za ocenjevanje vrednosti podjetja, ki jih vlagatelj uporablja glede na konkreten primer; če je rezultat teh ocen značilno višji od tržne cene, lahko za takšno podjetje trdimo, da je podcenjeno. Graham ob dovolj veliki razliki med vrednostjo in ceno dopušča nakup srednje velikih podjetij, saj ne vidi pravega razloga, da bi v prihodnosti prenehala delovati. V svoji karieri je pogosto iskal podjetja, katerih cena je nižja od neto obratnega kapitala na delnico (angl. *net working capital per share*), ki je definiran kot kratkoročna sredstva na delnico, zmanjšana za celotne kratkoročne obveznosti na delnico. Zaključimo z idejo, da dobro podjetje samo po sebi nikoli ni dobra investicija, če smo zanj plačali previsoko ceno.

Ad c) Sem spadajo nakupi podjetij, ki so vpletena v zapletene pravne postopke, so pred likvidacijo ali prevzemom. Zaradi težavnosti ocenjevanja takšnih podjetij jih v tem delu ne bomo obravnavali, kljub temu pa velja poudariti, da je individualna analiza takšnih primerov za vlagatelja lahko zelo dobičkonosna.

## 3 TEMELJNA ANALIZA

### 3.1 Rob varnosti

Temeljna analiza je natančen pregled finančnih izkazov podjetja, na podlagi katerih poskušamo ovrednotiti njegove kvantitativne in kvalitativne značilnosti, dobljen rezultat pa imenujemo notranja vrednost podjetja, ki jo primerjamo s tržno ceno, ob tem pa upoštevamo koncept roba varnosti (Klarman, 1991, str. 87). Rob varnosti je investicijska strategija, kjer vlagatelj kupuje vrednostne papirje le ob pogoju, da je njihova notranja vrednost značilno višja od tržne cene. Vlagatelj na ta način prepreči morebitno izgubo, ki nastane zaradi nenatančnosti, smole, drastične volatilnosti cen ali analitične napake, ki jo nevede stori med izvajanjem temeljne analize (Klarman, 1991, str. 92). Dejstvo je, da se v času svoje kariere vsakdo moti, razlika med ceno in vrednostjo pa preprečuje, da bi vlagatelj utrpel večjo trajno izgubo. Kljub relativni preprostosti omenjenega postopka pa je Warren Buffett nekoč dejal, da koncept roba varnosti razume le malo ljudi, ki ga začno nemudoma uporabljati, večina pa pristopa ne osvoji nikoli (The Superinvestors of Graham-and-Doddsville).

Že Benjamin Graham je razumel, da postopek, ki bi vlagatelju nudil povsem natančen vpogled v zakonitosti posameznega podjetja, ne obstaja. Vse, kar lahko vlagatelj ugotovi s temeljno analizo računovodskih izkazov, je relativno dober približek dejanskega stanja. Dobljene rezultate nato primerja s tržno ceno delnice v upanju, da se ti značilno razlikujejo, kar pomeni, da je ocena notranje vrednosti podjetja mnogo višja, kot trenutno vrednoti podjetje trg. Tako vlagatelj uporabi rob varnosti, ki edini dopušča nenatančnost temeljne analize brez usodnih posledic (Klarman, 1991, str. 120).

Postavlja se vprašanje, kako rob varnosti uporabiti pri nakupu vrednostnih papirjev, in sicer pri navadnih delnicah. Izkaže se, da pravilno uporabljen koncept vlagatelju omogoča visoke donose ob znatno zmanjšanem tveganju. Predstavimo to na treh hipotetičnih podjetjih X, Y in Z (Graham, 2003, str. 513–515).

Začnimo analizo na primeru nakupa obveznic. Zamislimo si podjetje X, ki je vredno 300 milijonov €. Če to podjetje dolguje 100 milijonov €, lastniki obveznic uživajo visok rob varnosti, saj lahko vrednost podjetja pade za kar  $2/3$ , preden bodo posojilodajalci utrpeli izgubo, kar pa je ob normalnem poslovanju podjetja manj verjetno.

Poglejmo še podjetje Y, ki ima za 300 milijonov € izdanih navadnih delnic in zanemarljiv dolg. Predpostavimo, da zaradi splošnega pesimizma cena delnice podjetja Y pade za  $2/3$ . Če vlagatelj kupi delnice tega podjetja po tako nizki ceni, si s tem zagotovi enako varnost, kot jo doseže v primeru nakupa obveznic podjetja X, obenem pa uživa še možnost visokih donosov, saj cena delnice podjetja Y lahko ponovno zraste.

Za scenarij v bolj realnih okoliščinah, kjer ima podjetje Z izdane tako navadne delnice kot obveznice, pa moramo v analizo vpeljati dobičkonosnost (angl. *earning power*, *earnings yield*), ki jo lahko definiramo kot obratno vrednost P/E kazalca. Za primer: če ima podjetje Z vrednost kazalca P/E 9, je njegova dobičkonosnost enaka 11,11 %. Če predpostavimo, da podjetje plačuje 6,66 % obresti na obveznice, si kupec navadnih delnic tako zagotovi rob varnosti v višini 4,45-odstotne točke (11,11 %–6,66 %). V tem trenutku je treba opozoriti na ključno povezavo med ceno, ki jo plača vlagatelj za navadno delnico, in robom varnosti. Če cena delnice naraste za toliko, da P/E kazalec znaša 15, dobičkonosnost pade na 6,66 %. Ugotovimo, da ob taki ceni vlagatelj ne dosega več nikakršnega roba varnosti. Ko cena delnice še naprej narašča, rob varnosti postaja vse bolj negativen.

Ugotovili smo, da je rob varnosti vedno determiniran s ceno, ki jo plačamo za delnico. Edino takrat, ko je razlika med fiksno donosnostjo obveznic in spreminjajočo se donosnostjo navadnih delnic dovolj velika, je investitor dejansko zaščiten pred negativnim razvojem dogodkov, ki lahko znižajo vrednost podjetja. Koncept si lahko predstavljamo tudi tako, da je trenutna cena delnice na trgu ustrezno nižja od notranje vrednosti podjetja, kar zagotavlja, da tudi zmeren padec dobičkonosnosti podjetja ne bo ogrozil naše naložbe; seveda pa se podjetjem, ki imajo močno negativno perspektivo, izognemo. V splošnem velja, da bolj ko je investitor izkušen in pripravljen izvesti natančno temeljno analizo, slabšo kakovost podjetij si lahko privoščiti (seveda ob upoštevanju pričakovane ustrezno nizke cene). Opozoriti velja, da opisana strategija ustreza izključno aktivnemu vlagatelju; pasivni vlagatelj si investicij v podjetja slabše kakovosti ne more in ne sme privoščiti.

Tako pri Grahamu (2003, str. 517) kot Klarmanu (1991, str. 87–104) je moč ugotoviti, da višine roba varnosti ne moremo izraziti splošno. Ta se namreč spreminja od vlagatelja do vlagatelja in je odvisna od njegove pripravljenosti sprejemanja tveganja; znova pa velja poudariti, da je rob varnostni odvisen izključno od plačane cene. Pri neki ceni bo visok, pri nekoliko višji ceni bo nizek, pri še višji pa ne bo več obstajal. Graham (2003, str. 8) dodaja, da je v 99 % primerov možno ugotoviti, ali je pri določeni ceni delnico vredno kupiti. Nadaljuje, da je bilo veliko denarja izgubljenega ravno zato, ker so se vlagatelji pozabili vprašati po ceni. Graham (2003, str. 521) tudi ugotavlja, da lahko zadostno nizka cena delnice spremeni podjetje srednje kakovosti v varno naložbeno priložnost. Sam torej ne razvršča delnic med slabe in dobre, ampak zgolj med drage in poceni.

Predstavljeni koncept je najbolje uporabljati v povezavi z zmerno razpršitvijo, ki nikoli ne sme biti prevelika. Opozorimo, da sama razpršitev ne predstavlja velikega dosežka, če v vlagateljevem portfelju ni podjetij, ki izpolnjujejo pogoj zadovoljivega roba varnosti. Poglejmo bolj natančno, zakaj ta trditev drži; ker je delnica kupljena po nižji ceni, kot znaša njena notranja vrednost, se tako zmanjša verjetnost negativnega izida, vendar nikakor popolnoma ne izniči. Ko v portfelj združujemo delnice, ki imajo večjo verjetnost ugodnega izida, bo tudi povprečni donos pozitiven. Če vlagatelj zgolj razprši svoj portfelj z

delnicami, kupljenimi po njihovi notranji ali celo še višji ceni, verjetnost povprečnega pozitivnega rezultata upada. Graham (2003, str. 518) navaja zgleden primer:

Predstavljajmo si nekoga, ki igra ruleto z 38 polji. Če stavi 1 \$ na določeno polje, dobi v primeru pravilne stave 36 \$, vendar pa je verjetnost, da stave ne bo dobil, 37:1. Lahko rečemo, da ima igralec negativen rob varnosti, zato bi bila razpršitev povsem zgrešena. Na več števil kot bo stavil, manjša bo verjetnost, da bo dosegel profit. Če stavi 1 \$ na vsako izmed 38 polj, bo plačal 38 \$, gotovo pa dobil 36 \$ (35 \$ + vrnjen 1 \$). S tem bo njegova izguba v vsakem krogu enaka 2 \$. Zamislimo si še primer, ko bi igralnica izplačevala 40 \$ (39 \$ + vrnjen 1 \$). Sedaj bi igralec s tem, ko bi stavil 1 \$ na vsako izmed 38 polj, vedno končal z dobičkom v višini 2 \$, saj je v tem primeru rob varnosti na njegovi strani. Velja, da le takrat, ko je verjetnost pozitivnega izida večja kot verjetnost negativnega, vlagatelj z razpršitvijo povečuje svoj rob varnosti.

Ugotovili smo, da mora vlagatelj za uporabo roba varnosti pravilno oceniti notranjo vrednost podjetja. Ta je določena s kvantitativnimi in kvalitativnimi dejavniki, medtem ko knjigovodsko vrednost determinirajo le kvantitativni, ki jih relativno preprosto razberemo iz letnih finančnih poročil. Ker želi vlagatelj ugotoviti tudi notranjo vrednost podjetja, mora pravilno oceniti tudi kvalitativne značilnosti podjetja, med katerimi sta ključnega pomena menedžment in perspektivnost podjetja v prihodnosti, kar predstavlja težjo nalogo (Cunningham, 1997, str. 36).

## 3.2 Kvantitativni koncepti

V nadaljevanju bomo opisali nekaj najbolj pomembnih pristopov temeljne analize računovodskih izkazov, ki ugotavljajo kvantitativne lastnosti podjetja. Zavedati se moramo, da vsaka izmed metod pokaže nekoliko drugačne značilnosti podjetja, zato se dobljene vrednosti med seboj razlikujejo. Vlagatelj naj med procesom analize uporabi čim več metod, dobljene rezultate med seboj primerja, na koncu pa se na podlagi lastne logike odloči, katera izmed vrednosti najbolj odraža realno stanje. Priporočljivo je, da vlagatelj dodatno izvede tudi analizo občutljivosti (angl. *sensitive analysis*), s katero ugotovi, pri katerih vstopajočih spremenljivkah je potrebna še posebna previdnost (Klarman, 1991, str. 135).

### 3.2.1 Neto sedanja vrednost

Neto sedanja vrednost (angl. *net present value*) je definirana kot diskontirana vrednost vseh prihodnjih denarnih tokov, za katere pričakujemo, da jih bo podjetje ustvarilo (Klarman, 1991, str. 121). Če vlagatelj za določeno podjetje lahko predvidi stabilne proste denarne tokove (angl. *free cash flows*), lahko uporabi metodo neto sedanje vrednosti kot osrednji pristop k vrednotenju, koncept pa je uporaben tudi za podjetja, ki imajo regulirano stopnjo donosa. Kljub temu opozorimo, da pri računanju denarnih tokov vlagatelj uporabi

zgolj konzervativne projekcije, diskontni faktor pa mora poleg preferenc med sedanjo in prihodnjo porabo izražati tudi njegov odnos do tveganja in potencialne donose, ki jih ponujajo alternativne investicije (Klarman, 1991, str. 122–126).

### 3.2.2 Primerljive transakcije

Metoda primerljivih transakcij je definirana kot ocena vrednosti podjetja na podlagi podatkov o preteklih cenah, ki so bile plačane za nakup podobnih podjetij.<sup>1</sup> S pomočjo mnogokratnikov (angl. *price-earnings ratio*), ki jih pri nakupu podobnih podjetji uporabljajo izkušeni in preudarni poslovneži, vlagatelj oceni vrednost podjetja (Klarman, 1991, str. 121). Priporočljivo je, da dobljeni rezultati služijo zgolj kot dodatna informacija, končno odločitev pa naj vedno sprejme sam (Klarman, 1991, str. 128–131, 135). Pri izračunu vrednosti podjetja naj vlagatelj ne uporabi samo dobička iz zadnjega poslovnega obdobja, kot se to pogosto izvaja v praksi, temveč naj poišče donose iz nekaj zadnjih preteklih let, iz njih izračuna aritmetično sredino in šele na podlagi nje s pomočjo ustreznega mnogokratnika primerno vrednost podjetja. Na tak način se bo pogosto izognil prevrednotenju, ki je posledica visokega dobička zadnjega leta, vendar je slab pokazatelj realnega stanja (Graham, 2003, str. 159, 319).

### 3.2.3 Likvidacijska vrednost

Likvidacijska vrednost (angl. *liquidation value*) je konzervativna ocena vrednosti podjetja, ki je enaka predvidenem iztržku, če bi podjetje moralo biti prodano na hitro, predvsem v postopku stečaja. Ker takšna ocena izključuje precejšen del nestvarne aktive (angl. *intangible assets*), pogosto predstavlja zelo pesimistično oceno, saj so sredstva velikokrat vredna več, kot je realizirano med postopkom likvidacije. Ta metoda je najbolj uporabna za nedonosna podjetja, katerih tržne cene se gibljejo znatno nižje od knjigovodskih vrednosti. Za oceno likvidacijske vrednosti si vlagatelji včasih pomagajo tudi s t. i. čistim-čistim obratnim kapitalom (angl. *net-net working capital*). Čisti obratni kapital je sestavljen iz kratkoročnih sredstev, zmanjšanih za kratkoročne obveznosti, čisti-čisti obratni kapital pa je definiran kot čisti obratni kapital, zmanjšan za vse dolgoročne obveznosti. Če vlagatelj uspe kupiti delnice podjetja po ceni, ki je nižja od njihove likvidacijske vrednosti, si s tem zagotovi pomemben rob varnosti (Klarman, 1991, str. 131–133, 135).

---

<sup>1</sup>Klarman to metodo imenuje *private-market value*, vendar pa se izraz v sodobni literaturi uporablja v drugih kontekstih.



### 3.3 Kvalitativni koncepti

Knjigovodska in notranja vrednost se v splošnem razlikujeta, kar je posledica ekonomskega dobrega imena (angl. *economic goodwill*), izraženega v kvalitativnih dejavnikih. Bilanca stanja tega ne izraža, čeprav je za dobra podjetja značilno, da predstavlja velik del njihove celotne vrednosti (Cunningham, 2002, str. 197–215). Ekonomsko dobro ime je skupek kvalitativnih lastnosti podjetja, med katerimi so najpomembnejše lojalnost menedžmenta, razvite blagovne znamke in človeški kapital, ki se izražajo kot sposobnost ustvarjanja nadpovprečnega dobička v prihodnosti. Če ima neko podjetje podpovprečne kvalitativne lastnosti, je vlagatelj zanj pripravljen plačati manj, kot znaša knjigovodska vrednost, saj ima takšno podjetje negativno ekonomsko dobro ime (Hagstrom, 1997, str. 61). Dobrih rezultatov vlagatelj torej ne more pričakovati samo na podlagi ugodnih finančnih kazalcev, ki jih razbere iz letnih poročil, temveč je za uspeh ključnega pomena poglobljena temeljna analiza kvalitativnih značilnosti, ki jo izvede na manjšem številu podjetij, za katera meni, da predstavljajo potencialno investicijsko priložnost, vredno nakupa.

Philip Fisher (2003, str. 240–242) meni, da mora vlagatelj pred nakupom delnic uporabiti koncept kvalitete ljudi, ki je sestavljen iz dveh delov. V veliki meri gre za koncept filozofske narave, zaradi česar ga bo vsak vlagatelj izvedel nekoliko drugače. Prvi del predstavlja poslovno zmožnost podjetja, kamor spadajo vsakodnevna opravila, ki jih morajo zaposleni opravljati nadpovprečno učinkovito. Ravno tako pomembna je tudi menedžerska sposobnost postavljati dobre plane, ki bodo omogočili pomembno rast podjetja, obenem pa ne bodo ogrozili njegove finančne stabilnosti. Drugi del predstavlja integriteta menedžmenta in njegova osebna predanost podjetju. Vodstvo podjetja, ki ne razvije pravega odnosa z delničarji, najpogosteje deluje predvsem v lasten interes, zato vlagatelj od takšnega podjetja ne more pričakovati zadovoljivega donosa. Graham (2003, str. 207) opisuje, da čeprav menedžment nima neposrednega vpliva na vsakodnevno spreminjanje tržne cene, njegovo delo v veliki meri vpliva na dolgoročno raven cene delnice.

Pri iskanju potencialno zanimivih podjetij je Fisher (2003, str. 47–104, 169) postavjal v ospredje kvalitativne informacije, ki jih je s svojim raziskovanjem pridobil od konkurence, kupcev, zaposlenih, vodstva podjetja in ostalih virov. Njegova teorija, ki jo je poimenoval *scuttlebutt*, temelji na 15 ključnih točkah, ki jih podjetje, vredno naložbe, v večini izpolnjuje. Če povzamemo bistvo, ugotovimo, da mora podjetje najprej imeti proizvode oz. storitve, za katere obstaja zadosten tržni potencial, da bodo v prihodnjih letih omogočili znaten porast prodaje. Nadalje je pomembna odločnost menedžmenta, da nadaljuje z razvojem proizvodov, ki bodo tudi v prihodnosti omogočali donosnost. Vlagatelj mora ugotoviti, kako učinkovito je podjetje na področju raziskav in razvoja glede na svojo trenutno velikost in ali ima nadpovprečno organizirano prodajo. Fisher nadaljuje, da mora vlagatelj vedeti, kako veliko maržo uživa podjetje, saj je ta ključnega pomena za njegovo

nadaljnjo uspešnost. Prepričati se mora, ali menedžment deluje v smeri vzdrževanja in večanja razlike v ceni (zlasti preko nižanja stroškov proizvodnje) in ali je dana prednost dolgoročnemu oz. kratkoročnemu dobičku. Pomembna informacija je tudi, ali znotraj podjetja obstajajo dobri medsebojni odnosi (med zaposlenimi in vodstvom ter tudi znotraj menedžmenta); ti močno prispevajo k uspešnosti podjetja na dolgi rok. Vlagatelj naj tudi ugotovi, kako dobre so stroškovne analize in računovodski nadzor, podjetje pa je dobro tudi primerjati s konkurenco znotraj panoge in poiskati razloge, ki prispevajo k njegovi večji uspešnosti glede na povprečje. Večji poudarek naj da zlasti patentom. Za konec naj vlagatelj razišče še odnos, ki ga ima menedžment do delničarjev. Pomembno je, da vodstvo na letnih skupščinah sproščeno govori o pozitivnih in negativnih zadevah in da ni dvoma o integriteti znotraj menedžmenta. Opozoriti velja, naj vlagatelj nikoli ne obišče podjetja, v katerega ima namen investirati, preden ne zbere vsaj 50 % vseh potrebnih informacij iz drugih virov. Le na tak način si zagotovi, da bo ob srečanju s predstavniki podjetja znal postaviti prava vprašanja.

Na koncu tega poglavja izpostavimo še problem nestvarne aktive (angl. *intangible assets*), ki spada med kvalitativne dejavnike vrednosti podjetja. Najboljši vlagatelji imajo izredno dober občutek za pravilno oceno njene vrednosti. Na tem mestu omenimo Warrena Buffetta, ki zelo dobro razume, kakšno vrednost predstavlja recept izdelave Coca-Cole. Klarman (1991, str. 94) kljub temu priporoča, naj neizkušen vlagatelj daje strogo prednost podjetjem s prevladujočo stvarno aktivo (angl. *tangible assets*), saj predstavlja mnogo lažjo analizo notranje vrednosti.

## 4 EMPIRIČNE UGOTOVITVE

Leta 1992 je svetovno znano investicijsko podjetje Tweedy, Brown Company LLC, objavilo serijo 44 raziskav pod imenom "What has Worked in Investing". Študija je pokazala, da so bile najboljše taktike obenem najbolj preproste; poceni delnice<sup>2</sup> so v donosnosti prehitele drage delnice. Povedano z drugimi besedami: vlaganje na podlagi razmerja med notranjo vrednostjo in ceno deluje. Zelo malo je vlagateljev, ki so omenjeno filozofijo investiranja kadar koli zamenjali za drugo (Graham, 2009, str. xvii).

V empiričnem delu smo preverili, ali njihova študija res drži. V obdobju 10 let smo spremljali določen borzni trg in ugotovili, kakšen vpliv imata kazalnika P/E in P/B na donosnost podjetja. S pomočjo vrtilnih tabel v programu Microsoft Excel smo razvrstili podjetja glede na kombinacije omenjenih dveh kazalnikov v različne skupine, nato pa med

---

<sup>2</sup>Merjeno z nizkima kazalnikoma P/E in P/B; prvi kazalnik je definiran kot tržna cena, deljena z zadnjim dobičkom na delnico, drugi kot tržna cena, deljena s knjižno vrednostjo delnice.

seboj primerjali povprečne donose. Rezultate smo na koncu preverili tudi s statističnim paketom SPSS.

Za analizo smo izbrali angleški delniški trg v obdobju 1997–2007. S programskim paketom Thomson DataStream smo poiskali določene podatke za podjetja, ki so 1. 1. 1997 kotirala na borzah v Veliki Britaniji, in jih nato spremljali do 1. 1. 2007.

V prvem koraku smo poiskali vsa podjetja, ki so kadar koli obstajala na borzah v Veliki Britaniji. Podatki so bili v osmih datotekah, in sicer v datoteki UKQI, kjer so zbrana vsa podjetja, ki še vedno poslujejo, in v datotekah DEADUK 1–7, kjer so zbrana tista, ki so propadla oz. prenehala s poslovanjem. Tako smo dobili 1519 živih in 7352 mrtvih podjetij, kar je skupaj 8871.

Ker smo za datum opazovanja določili 1. 1. 1997, smo morali iz seznama vseh podjetij vzeti le tista, ki so bila ustanovljena pred navedenim datumom in so nadalje še vedno poslovala. Da bi to dosegli, smo v programu DataStream pod omejitvev BASEDATE (BDATE) določili »pred 1. 1. 1997« in pod omejitvev LAST FINANCIAL YEAR END (LYE) določili »po 1. 1. 1997«. Spremenljivka BDATE nam pove, kdaj je bilo podjetje dodano na borzo, LYE pa je definiran kot datum, ko je podjetje zadnjič poročalo svoje finančne izkaze (DataStream Help File).

Tako smo dobili vsa podjetja, v katera bi vlagatelj na dan 1. 1. 1997 lahko investiral; skupaj jih je bilo 2324, od tega na dan 1. 1. 2007 529 še vedno delujočih, ostalih 1795 pa je že prenehalo s poslovanjem. Za podjetja smo poiskali dva kazalnika, in sicer PRICE TO EARNINGS RATIO (P/E) in PRICE TO BOOK RATIO (P/B), poleg pa še TOTAL RETURN INDEX (RI) (sln. indeks celotnega donosa), ki nam pove, kolikšen donos je vlagatelj z investiranjem v posamezno podjetje dosegel.

V drugem koraku smo morali iz dobljenega seznama 2324 podjetij izločiti tista, ki niso imela zadostnih podatkov; za nekatera podjetja P/E in P/B kazalnika nista bila dostopna, zato so bila za nas neuporabna. Tudi vlagatelj bi takšna podjetja izključil, saj sta omenjena kazalnika podlaga za nadaljnje raziskovanje. Poleg tega je imelo nekaj podjetij na dan 1. 1. 1997 negativen P/B kazalnik, kar pomeni, da je bila njihova knjižna vrednost negativna. Tudi takšna podjetja smo iz analize izključili, saj nikakor ne morejo izpolnjevati Grahamovih zahtev zdravega podjetja. Na koncu nam je ostalo 1173 podjetij, od tega 493 živih in 680 mrtvih.

V tabeli 2 imamo podane parametre za vsa obravnavana podjetja: skupno število podjetij, povprečni P/E, povprečni P/B, povprečni donos za celotno obdobje in povprečni donos za eno leto (izračunan kot  $\sqrt[10]{1,4027}$ ). Opazimo lahko, da je bil angleški borzni trg na dan 1. 1. 1997 precenjen glede na zgodovinske vrednosti, saj je povprečni P/B kazalnik znašal 5,27 (historična vrednost omenjenega kazalnika je 1,94 (Sjugerrud, 2002)). Vlagatelji so bili za

povprečno podjetje pripravljeno plačati 5,27-krat več, kot je bila ocenjena njegova knjižna vrednost. V obravnavanem obdobju je 1173 podjetij doseglo povprečni letni donos v višini 3,44 %.

*Tabela 2: Izpis finančnih podatkov za vsa ustrezna podjetja, ki so 1. 1. 1997 kotirala na angleških borzah – strategija 1*

Število podjetij	1173
Povprečni P/E	44,22
Povprečni P/B	5,27
Povprečni donos za obdobje 1. 1. 1997–1. 1. 2007 (RI)	40,27 %
Povprečni letni donos v obdobju 1. 1. 1997–1. 1. 2007	3,44 %

*Vir: DataStream, 2009.*

Nadalje si pogledimo parcialne analize, ki so za vlagatelja bolj zanimive. Sledi osem tabel, ki vsebujejo po približno 100 podjetij in imajo določene kombinacije vrednosti omenjenih dveh kazalnikov.

V tabeli 3 so zbrana podjetja, ki so imela na dan 1. 1. 1997 nizek P/E kazalnik (manjši od 8). Takšna podjetja za vlagatelje niso zanimiva, saj jim pripisujejo neperspektivno prihodnost in se posledično prodajajo po relativno nizkih cenah. To je značilno predvsem za starejše panoge in podjetja, ki po trenutnih analizah ne dosegajo zanimivih donosov. V skupino je vključenih 99 podjetij, ki so imela povprečen P/E kazalnik 6,24, podjetja pa so v obdobju 10 let dosegla v povprečju 4,84% letni donos, kar je za 1,4 odstotne točke višje od povprečnega donosa vseh 1173 podjetij. S strategijo št. 2 vlagatelj doseže nadpovprečni donos.

*Tabela 3: Izpis finančnih podatkov za 99 podjetij, ki so 1. 1. 1997 kotirala na angleških borzah in imela najnižji P/E kazalnik – strategija 2*

Število podjetij	99
Povprečni P/E	6,24
Povprečni P/B	3,18
Povprečni donos za obdobje 1. 1. 1997–1. 1. 2007 (RI)	60,47 %
Povprečni letni donos v obdobju 1. 1. 1997–1. 1. 2007	4,84 %

*Vir: DataStream, 2009.*

Tabela 4 prikazuje 99 podjetij z najvišjim P/E kazalnikom (višji od 39). Sem spadajo predvsem visoko tehnološka podjetja, za katera vlagatelji (pogosto zmotno) menijo, da imajo izjemno prihodnost in bodo v prihodnjih letih prinašala visoko nadpovprečne donose. Če primerjamo donos skupine podjetij, ki se prodajajo po nizkih cenah glede na dobiček (tabela 3), s skupino tistih, ki se prodajajo po visokih (tabela 4), opazimo, da je za vlagatelja portfelj naključno izbranih podjetij prve skupine mnogo bolj donosen, čeprav za

razliko od druge verjetno ne vsebuje nobenega nam splošno znanega podjetja. S strategijo št. 3 vlagatelj doseže podpovprečni donos.

*Tabela 4: Izpis finančnih podatkov za 99 podjetij, ki so 1. 1. 1997 kotirala na angleških borzah in imela najvišji P/E kazalnik – strategija 3*

Število podjetij	99
Povprečni P/E	346,85
Povprečni P/B	7,34
Povprečni donos za obdobje 1. 1. 1997–1. 1. 2007 (RI)	8,37 %
Povprečni letni donos v obdobju 1. 1. 1997–1. 1. 2007	0,81 %

*Vir: DataStream, 2009.*

Tabela 5 predstavlja podjetja, ki se prodajajo po relativno nizki ceni glede na svojo knjižno vrednost (P/B kazalnik nižji od 0,75). Kot smo že omenili, predstavlja knjižna vrednost zgolj grobo oceno notranje vrednosti podjetja, ki je za vlagatelja izjemnega pomena. Kljub temu menimo, da portfelj 100 podjetij, v katerem je povprečno podjetje kupljeno za 45 % ceneje, kot znašajo njegova sredstva, predstavlja varen nakup z obetajočo prihodnostjo. Tudi povprečni letni donos, ki znaša kar 8,46 %, nam potrdi, da je strategija št. 4 nadpovprečno donosna.

*Tabela 5: Izpis finančnih podatkov za 100 podjetij, ki so 1. 1. 1997 kotirala na angleških borzah in imela najnižji P/B kazalnik – strategija 4*

Število podjetij	100
Povprečni P/E	20,50
Povprečni P/B	0,55
Povprečni donos za obdobje 1. 1. 1997–1. 1. 2007 (RI)	125,27 %
Povprečni letni donos v obdobju 1. 1. 1997–1. 1. 2007	8,46 %

*Vir: DataStream, 2009.*

Kot je razvidno iz tabele 6, se je 1. 1. 1997 s precejšnjim deležem podjetij trgovalo po nerazumno visokih cenah (P/B višji od 7,56). Zavedati se moramo, da kupovanje delnic po cenah, ki so toliko višje od njihovih knjigovodskih vrednosti, predstavlja tveganje, ki si ga inteligentni vlagatelj ne sme privoščiti. To potrjuje tudi negativni povprečni letni donos strategije št. 5. Razlog je v tem, da razpršitev nakupa delnic med podjetja, ki imajo negativen rob varnosti, ne povečuje pričakovanega donosa, temveč ga celo zniža.

*Tabela 6: Izpis finančnih podatkov za 100 podjetij, ki so 1. 1. 1997 kotirala na angleških borzah in imela najvišji P/B kazalnik – strategija 5*

Število podjetij	100
Povprečni P/E	33,46
Povprečni P/B	36,34
Povprečni donos za obdobje 1. 1. 1997–1. 1. 2007 (RI)	-3,72 %
Povprečni letni donos v obdobju 1. 1. 1997–1. 1. 2007	-0,37 %

*Vir: DataStream, 2009.*

Tabela 7 je povezava tabel 3 in 5. Poiskali smo podjetja, ki izpolnjujejo dva pogoja: da se prodajajo po nizkem mnogokratniku dobička (P/E kazalnik nižji od 10,8) in da imajo tudi relativno nizko ceno glede na knjižno vrednost (P/B kazalnik nižji od 1,07). V to skupino smo zajeli podjetja, ki jim borzni analitiki pripisujejo slabše prihodnje poslovanje in se posledično prodajajo po nizki ceni. Ugotavljamo, da trg napačno ocenjuje, katera podjetja bodo v prihodnosti imela slabše poslovne rezultate, saj je dosežen donos v primeru portfelja, sestavljenega s strategijo št. 6, nadpovprečen.

*Tabela 7: Izpis finančnih podatkov za 100 podjetij, ki so 1. 1. 1997 kotirala na angleških borzah in imela nizek P/E in nizek P/B – strategija 6*

Število podjetij	100
Povprečni P/E	7,93
Povprečni P/B	0,74
Povprečni donos za obdobje 1. 1. 1997–1. 1. 2007 (RI)	129,30%
Povprečni letni donos v obdobju 1. 1. 1997–1. 1. 2007	8,65 %

*Vir: DataStream, 2009.*

Tabela 8 prikazuje podjetja z nizkim P/E kazalnikom (nižji od 13,7) in visokim P/B kazalnikom (višji od 2,68). Ker se oba kazalnika gibata v isti smeri (malo je verjetno, da bo v danem trenutku obstajalo veliko podjetij, ki bodo imela po mnenju strokovnjakov slabo perspektivo, njihova cena pa bo vseeno visoka), so razlike med vrednostmi obeh kazalnikov majhne. S strategijo št. 7 dosegamo podpovprečen letni donos, saj prednost, ki jo dobimo z nakupom trenutno nezanimivih podjetij (nizek P/E kazalnik), v celoti izničimo s previsoko plačano ceno (visok P/B kazalnik).

*Tabela 8: Izpis finančnih podatkov za 100 podjetij, ki so 1. 1. 1997 kotirala na angleških borzah in imela nizek P/E in visok P/B – strategija 7*

Število podjetij	100
Povprečni P/E	10,58
Povprečni P/B	8,32
Povprečni donos za obdobje 1. 1. 1997–1. 1. 2007 (RI)	23,18 %
Povprečni letni donos v obdobju 1. 1. 1997–1. 1. 2007	2,10 %

*Vir: DataStream, 2009.*

Tabela 9 prikazuje podjetja z visokim P/E kazalnikom (višji od 18,6) in nizkim P/B kazalnikom (nižji od 1,45). Podobno kot pri strategiji št. 7 tudi s strategijo št. 8 dosegamo podpovprečen letni donos, saj prednost, ki jo dobimo z nakupom poceni podjetij (nizek P/B kazalnik), izgubimo zaradi visoke plačane cene glede na dobičkonosnost podjetja (visok P/E kazalnik).

*Tabela 9: Izpis finančnih podatkov za 100 podjetij, ki so 1. 1. 1997 kotirala na angleških borzah in imela visok P/E in nizek P/B – strategija 8*

Število podjetij	100
Povprečni P/E	55,70
Povprečni P/B	0,96
Povprečni donos za obdobje 1. 1. 1997–1. 1. 2007 (RI)	18,75 %
Povprečni letni donos v obdobju 1. 1. 1997–1. 1. 2007	1,73 %

*Vir: DataStream, 2009.*

Iz tabele 10 lahko razberemo, da bi vlagatelj, ki s strategijo št. 9 špekulira z investiranjem v podjetja tako z visokim P/E kazalnikom (višji od 23,7) kot visokim P/B kazalnikom (višji od 4,3) in upa, da bo njihova cena tudi v prihodnje rasla, dosegel zelo slab rezultat. Zato naj se vlagatelj špekulativnim nakupom vedno izogiba.

*Tabela 10: Izpis finančnih podatkov za 99 podjetij, ki so 1. 1. 1997 kotirala na angleških borzah in imela visok P/E in visok P/B – strategija 9*

Število podjetij	99
Povprečni P/E	51,35
Povprečni P/B	16,68
Povprečni donos za obdobje 1. 1. 1997–1. 1. 2007 (RI)	-2,04 %
Povprečni letni donos v obdobju 1. 1. 1997–1. 1. 2007	-0,20 %

*Vir: DataStream, 2009.*

V matriki podatkov (tabela 11) imamo podane povprečne letne donose za vseh 9 skupin podjetij, ki so bile podrobno predstavljene v tabelah 2–10, strategija št. 1 pa predstavlja povprečni letni donos za vseh 1173 podjetij in znaša 3,44 %. V tabeli opazimo, da sta najvišja donosa dosežena pri strategijah št. 4 in 6 (obe skupini podjetij imata nizek P/B kazalnik). Ravno tako opazimo, da so najnižji donosi doseženi v primerih strategij št. 5 in 9 (obe skupini podjetij imata visok P/B). Na podlagi tega ugotavljamo, da je P/B kazalnik pomembnejši od P/E kazalnika. Da razlike dokažemo tudi statistično, sledi v nadaljevanju preverjanje razlik med povprečnim donosom posamezne skupine podjetij in povprečnim donosom vseh podjetij.

Tabela 11: Matrika povprečnih letnih donosov v % za obdobje 1. 1. 1997–1. 1. 2007 pri različnih kombinacijah kazalnikov P/E in P/B

		P/E		
		Ni omejitev	Nizek	Visok
P/B	Ni omejitev	Strategija 1 3,44	Strategija 2 4,84	Strategija 3 0,81
	Nizek	Strategija 4 8,46	Strategija 6 8,65	Strategija 8 1,73
	Visok	Strategija 5 -0,37	Strategija 7 2,10	Strategija 9 -0,20

Vir: DataStream, 2009.

#### 4.1 Statistična analiza podatkov

Na začetku bomo preizkusili domnevo o razlikah med več aritmetičnimi sredinami za neodvisne vzorce (ANOVA), kjer se testna statistika porazdeljuje v obliki F-porazdelitve. Preizkus potrebujemo zato, da ugotovimo, ali je sploh smiselno testirati aritmetične sredine posameznih skupin podjetij posebej. Če je dobljeni F-preizkus statistično značilen, potem lahko trdimo, da se vsaj dve aritmetični sredini med seboj razlikujeta, ne moremo pa vedeti, kateri.

Nadalje s pomočjo testne statistike preizkusa razlike med dvema aritmetičnima sredinama za neodvisna vzorca testiramo vsak povprečni donos posamezne skupine podjetij s povprečnim donosom vseh 1173 podjetij posebej. Na tak način dokažemo, da lahko vlagatelj z investiranjem v posamezne skupine podjetij doseže nad- oz. podpovprečen donos. Ker smo na podlagi Grahamove teorije trdili, da podjetja z nizkima P/E in P/B kazalnikoma dosegajo v povprečju nadpovprečne oz. podjetja z visokima kazalnikoma v povprečju podpovprečne donose, bomo uporabili enostranske t-statistike. Ker pri dveh strategijah, kjer smo združili podjetja z visokimi P/B in nizkimi P/E oz. nizkimi P/B in visokimi P/E kazalniki (strategiji 7 in 8), ne moremo določiti pričakovanega donosa, bomo uporabili dvostranski t-test.

#### Preizkušanje domneve o razliki aritmetičnih sredin za vse strategije.

$$H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \mu_4 = \mu_5 = \mu_6 = \mu_7 = \mu_8 = \mu_9$$

$H_1$ : Vsaj dve  $\mu_j$  sta različni.



Tabela 12: Statistični podatki za vse strategije

Strategija	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Min	Max
					Lower Bound	Upper Bound		
1	1173	,4027	2,97786	,08695	,2321	,5733	-1,00	30,99
2	99	,6047	3,22440	,32406	-,0383	1,2478	-1,00	16,02
3	99	,0837	2,55977	,25727	-,4268	,5943	-1,00	12,35
4	100	1,2527	5,28292	,52829	,2045	2,3009	-1,00	30,99
5	100	-,0372	1,84879	,18488	-,4040	,3296	-1,00	11,35
6	100	1,2930	4,67020	,46702	,3663	2,2197	-1,00	29,34
7	100	,2318	2,46543	,24654	-,2574	,7210	-1,00	13,49
8	100	,1875	2,61007	,26101	-,3304	,7054	-1,00	12,35
9	99	-,0204	1,89089	,19004	-,3975	,3567	-1,00	11,35
Total	1970	,4220	3,11867	,07026	,2842	,5598	-1,00	30,99

  

ANOVA	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	209,520	8	26,190	2,711	,006
Within Groups	18941,162	1961	9,659		
Total	19150,682	1969			

Vir: SPSS, 2009.

Na podlagi vzorčnih podatkov ugotavljamo, da se vsaj eden izmed povprečnih donosov razlikuje od ostalih. Trditev postavljamo pri točni stopnji značilnosti  $p = 0,006$ . Trdimo, da P/E in P/B kazalnika dejansko vplivata na povprečni donos podjetij.

### Preizkušanje domneve o razliki aritmetičnih sredin med strategijama št. 1 in 2.

Pri strategiji št. 1 investiramo v vsa podjetja, pri strategiji št. 2 pa v podjetja z nizkim P/E kazalnikom.

$$H_0: \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1: \mu_1 < \mu_2$$

Tabela 13: Statistični podatki za 1. in 2. strategijo

	Strategija	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Podatki	1	1173	,4027	2,97786	,08695
	2	99	,6047	3,22440	,32406

  

	Leven's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means		
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)
Equal variances assumed	3,076	,080	-,644	1270	,520
Equal variances not assumed			-,602	112,568	,548

Vir: SPSS, 2009.

Na podlagi vzorčnih podatkov ne moremo zavrnila ničelne domneve o enakosti povprečnih donosov za 1. in 2. strategijo. Ugotavljamo, da si vlagatelj s pomočjo nizkega P/E kazalnika ne more zagotoviti nadpovprečnega donosa.

### Preizkušanje domneve o razliki aritmetičnih sredin med strategijama št. 1 in 3.

Pri strategiji št. 1 investiramo v vsa podjetja, pri strategiji št. 3 pa v podjetja z visokim P/E kazalnikom.

$$H_0: \mu_1 = \mu_3$$

$$H_1: \mu_1 > \mu_3$$

Tabela 14: Statistični podatki za 1. in 3. strategijo

	Strategija	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean		
Podatki	1	1173	,4027	2,97786	,08695		
	3	99	,0837	2,55977	,25727		
			Leven's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means		
			F	Sig.	t	df	
						Sig. (2-tailed)	
Equal variances assumed			1,321	,251	1,034	1270	,301
Equal variances not assumed					1,175	121,533	,242

Vir: SPSS, 2009.

Na podlagi vzorčnih podatkov ne moremo zavrnila ničelne domneve o enakosti povprečnih donosov za 1. in 3. strategijo. Ne moremo trditi, da bi vlagatelj z nakupom podjetij z visokimi P/E kazalniki dosegal podpovprečni donos.

### Preizkušanje domneve o razliki aritmetičnih sredin med strategijama št. 1 in 4.

Pri strategiji št. 1 investiramo v vsa podjetja, pri strategiji št. 4 pa v podjetja z nizkim P/B kazalnikom.

$$H_0: \mu_1 = \mu_4$$

$$H_1: \mu_1 < \mu_4$$

Tabela 15: Statistični podatki za 1. in 4. strategijo

	Strategija	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	
Podatki	1	1173	,4027	2,97786	,08695	
	4	100	1,2527	5,28292	,52829	
		Leven's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means		
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)
Equal variances assumed		31,103	,000	-2,536	1271	,011
Equal variances not assumed				-1,588	104,429	,115

Vir: SPSS, 2009.

Na podlagi vzorčnih podatkov ugotavljamo, da je povprečni donos strategije št. 4 (podjetja z nizkim P/B kazalnikom) višji od povprečnega donosa strategije št. 1. Vlagatelj z nakupom podjetij z nizkim P/B kazalnikom dosega nadpovprečni letni donos. Trditev postavljamo pri točni stopnji značilnosti  $p = 0,0575$ .

### Preizkušanje domneve o razliki aritmetičnih sredin med strategijama št. 1 in 5.

Pri strategiji št. 1 investiramo v vsa podjetja, pri strategiji št. 5 pa v podjetja z visokim P/B kazalnikom.

$$H_0: \mu_1 = \mu_5$$

$$H_1: \mu_1 > \mu_5$$

Tabela 16: Statistični podatki za 1. in 5. strategijo

	Strategija	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	
Podatki	1	1173	,4027	2,97786	,08695	
	5	100	-,0372	1,84879	,18488	
		Leven's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means		
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)
Equal variances assumed		7,597	,006	1,453	1271	,146
Equal variances not assumed				2,153	147,028	,033

Vir: SPSS, 2009.

Na podlagi vzorčnih podatkov ugotavljamo, da je povprečni donos strategije št. 5 nižji od povprečnega donosa strategije št. 1. Vlagatelj, ki špekulira z nakupom podjetij z visokimi P/B kazalniki, mora pričakovati podpovprečni letni donos. Trditev postavljamo pri točni stopnji značilnosti  $p = 0,0165$ .

### Preizkušanje domneve o razliki aritmetičnih sredin med strategijama št. 1 in 6.

Pri strategiji št. 1 investiramo v vsa podjetja, pri strategiji št. 6 pa v podjetja z nizkima P/E in P/B kazalnikoma.

$$H_0: \mu_1 = \mu_6$$

$$H_1: \mu_1 < \mu_6$$

Tabela 17: Statistični podatki za 1. in 6. strategijo

	Strategija	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean		
Podatki	1	1173	,4027	2,97786	,08695		
	6	100	1,2930	4,67020	,46702		
			Leven's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means		
			F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)
Equal variances assumed			27,573	,000	-2,719	1271	,007
Equal variances not assumed					-1,874	105,971	,064

Vir: SPSS, 2009.

Na podlagi vzorčnih podatkov ugotavljamo, da je povprečni donos strategije št. 6 višji od povprečnega donosa strategije št. 1. Vlagatelj, ki v svoj portfelj vključi podjetja z nizkima P/E in P/B kazalnikoma, lahko pričakuje nadpovprečni letni donos. Trditev postavljamo pri točni stopnji značilnosti  $p = 0,032$ .

### Preizkušanje domneve o razliki aritmetičnih sredin med strategijama št. 1 in 7.

Pri strategiji št. 1 investiramo v vsa podjetja, pri strategiji št. 7 pa v podjetja z nizkim P/E in visokim P/B kazalnikom.

$$H_0: \mu_1 = \mu_7$$

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_7$$

Tabela 18: Statistični podatki za 1. in 7. strategijo

	Strategija	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean		
Podatki	1	1173	,4027	2,97786	,08695		
	7	100	,2318	2,46543	,24654		
			Leven's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means		
			F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)
Equal variances assumed			,948	,330	,558	1271	,577
Equal variances not assumed					,654	124,994	,514

Vir: SPSS, 2009.

Na podlagi vzorčnih podatkov ne moremo zavriniti ničelne domneve o enakosti povprečnih donosov za 1. in 7. strategijo. Z investiranjem v podjetja z nizkim P/E in visokim P/B kazalnikom vlagatelj ne doseže ničesar, saj visok P/B kazalnik izniči prednost nizkega P/E kazalnika.

### Preizkušanje domneve o razliki aritmetičnih sredin med strategijama št. 1 in 8.

Pri strategiji št. 1 investiramo v vsa podjetja, pri strategiji št. 8 pa v podjetja z visokim P/E in nizkim P/B kazalnikom.

$$H_0: \mu_1 = \mu_8$$

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_8$$

Tabela 19: Statistični podatki za 1. in 8. strategijo

	Strategija	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	
Podatki	1	1173	,4027	2,97786	,08695	
	8	100	,1875	2,61007	,26101	
		Leven's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means		
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)
Equal variances assumed		,097	,775	,700	1271	,484
Equal variances not assumed				,782	122,064	,436

Vir: SPSS, 2009.

Na podlagi vzorčnih podatkov ne moremo zavriniti ničelne domneve o enakosti povprečnih donosov za 1. in 8. strategijo. Z investiranjem v podjetja z visokim P/E in nizkim P/B kazalnikom vlagatelj ne doseže ničesar, saj visoki P/E kazalnik izniči prednost nizkega P/B kazalnika.

### Preizkušanje domneve o razliki aritmetičnih sredin med strategijama št. 1 in 9.

Pri strategiji št. 1 investiramo v vsa podjetja, pri strategiji št. 9 pa v podjetja z visokima P/E in P/B kazalnikoma.

$$H_0: \mu_1 = \mu_9$$

$$H_1: \mu_1 > \mu_9$$

Tabela 20: Statistični podatki za 1. in 9. strategijo

	Strategija	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	
Podatki	1	1173	,4027	2,97786	,08695	
	9	99	-,0204	1,89089	,19004	
		Leven's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means		
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)
Equal variances assumed		7,348	,007	1,390	1270	,165
Equal variances not assumed				2,025	142,797	,045

Vir: SPSS, 2009.

Na podlagi vzorčnih podatkov ugotavljamo, da je povprečni donos strategije št. 9 nižji od povprečnega donosa strategije št. 1. Vlagatelj, ki investira v podjetja z visokima P/E in P/B kazalnikoma, bo dosegal podpovprečne letne donose. Trditev postavljamo pri točni stopnji značilnosti  $p = 0,0225$ .

V ozadju dobljenih rezultatov se skriva Grahamov koncept investiranja na podlagi razmerja med notranjo vrednostjo in ceno. S pomočjo nizke plačane cene si vlagatelj zagotovi pomemben rob varnosti, ki značilno poveča verjetnost pozitivnega izida, kar je razvidno pri prvih dveh najdonosnejših strategijah, kjer je bila povprečna cena delnice nižja za približno 35 % od knjižne vrednosti. Ali je za vlagatelja sploh treba izračunati notranjo vrednost podjetja, če lahko le s pomočjo knjigovodske vrednosti doseže tako dober rezultat? Da. Razloga sta naslednja; prvič, v danem trenutku lahko na posameznih trgih obstaja relativno majhno število dobrih podjetij, ki se prodajajo po ceni, nižji od knjigovodske vrednosti, kar vlagatelju onemogoči ustrezno razpršitev; in drugič, podjetja s pomembno nestvarno aktivo se nikoli ne prodajajo po ceni, ki je nižja od njihove knjigovodske vrednosti, zato v portfelj strategije št. 4 oz. 6 niso zajeta. Kljub temu obstaja možnost, da je njihove tržna cena še vedno zelo ugodna glede na njihovo dejansko, notranjo vrednost, in tako vlagatelj zamudi veliko investicijsko priložnost.

## 5 INVESTICIJSKI NAČIN RAZMIŠLJANJA

To poglavje je namenjeno filozofskemu pristopu vlaganja v vrednostne papirje, saj mora v času svoje investicijske kariere vsakdo razviti lasten stil vlaganja in se držati določenih načel. Pri razvijanju svojega pristopa se ljudje najpogosteje učimo na lastnih napakah, kar lahko predstavlja velik finančni napor. Dejstvo je, da se vsakdo zmoti, v čemer ni nič slabega, je pa neopravičljivo, če se iz teh napak ničesar ne naučimo in jih kmalu ponovimo. Warren Buffett pogosto pravi, da sta pri investiranju pomembni zgolj dve pravili; prvo pravi, naj vlagatelj nikoli ne izgubi denarja, drugo pa, naj nikoli ne pozabi pravila št. 1 (Miles, 2004, str. 70). Tega ne smemo razumeti dobesedno; pomembno je, da vlagatelj pri svojih odločitvah v prvi vrsti poskrbi, da v daljšem časovnem obdobju ni izpostavljen

znatni izgubi glavnice, šele nato naj razmišlja o nadaljnji optimizaciji portfelja. Klarman (1991, str. 81) meni, da je prav preprečitev izgube najbolj gotova pot k investicijskemu uspehu. V nadaljevanju zato sledi nekaj pomembnih investicijskih idej, ki ne pomagajo le preprečiti slabih rezultatov, temveč jih uspešni vlagatelji vsakodnevno uporabljajo pri doseganju visoko nadpovprečnih donosov.

## 5.1 Nasprotovanje množici

Eden izmed pomembnih pristopov k investiranju, ki ga najdemo skoraj pri vseh velikih vlagateljih, je, da je treba pri sprejemanju odločitev nasprotovati splošno veljavnim težnjam razvoja. Graham (2003, str. 31) in Fisher (2003, str. 32, 155–161) poudarjata, da je za izkušenega vlagatelja izjemnega pomena, da vlaga predvsem v podjetja, ki v danem trenutku na trgu še niso priljubljena. Pri takšni strategiji je dodatna previdnost še posebej dobrodošla. Zgodi se namreč, da neizkušeni vlagatelji nasprotujejo množici zgolj zato, da zavzamejo nasprotno stališče, ob tem pa se ne sprašujejo, ali je njihova predstava pravilnejša in bolj logična. Zaradi tega je treba poudariti, da je nasprotovanje lahko zelo koristna taktika, vendar zgolj v primeru, ko ima vlagatelj dobro opravičilo za tovrstno ravnanje. Graham (2003, str. 120, 219) vlagateljem tudi svetuje, naj se ne trudijo premagovati trga in drugih njegovih udeležence, saj s tem nepotrebno zapravljajo svoj čas in denar. Veliko bolj koristno bo, če na začetku svoje investicijske poti z vlaganjem majhnih zneskov preučujejo lastnosti posameznih segmentov podjetij in tako preizkusijo svoje razumevanje koncepta razmerja med dobljeno vrednostjo in plačano ceno. Bistvo vlaganja ni premagovanje drugih, temveč nadziranje sebe pri igranju lastne igre (Klarman, 1991, str. 113–117).

## 5.2 Pravilo treh let

Eno izmed temeljnih investicijskih vprašanj, ki ga mora vlagatelj še pred začetkom investiranja razmisliti, je minimalni čas držanja posamezne investicije. Philip Fisher (2003, str. 244–247) predlaga pravilo treh let (angl. *three-year rule*). Svoje investicije ni nikoli prodal pred iztekom treh let, saj krajše obdobje ni pravi pokazatelj resnične kakovosti podjetja. Eksperimentiranje z iskanjem najprimernejšega časa za prodajo in nakup delnice v želji arbitražnega zaslužka se na daljši rok vedno zaključijo z velikimi časovnimi in denarnimi izgubami. Tudi pri kupovanju delnic s pomočjo limitirane cene se zgodi, da se cena zelo perspektivnega podjetja giblje za osmino nad vlagateljevo ponudbeno ceno, zato se ta nikoli ne odloči za nakup; to se pogosto izrazi v izgubljenem potencialnem dobičku. Izkaže se tudi, da začasna prodaja delnic obetajočega podjetja v primeru pričakovane spremembe cen nikoli ne sme biti dominantna strategija pravega vlagatelja. Izkušnje so pokazale, da se kratkoročni zaslužki ne morejo primerjati z dolgoročnimi potenciali dobrega podjetja, ki jih takšen vlagatelj najverjetneje zamudi (Warren Buffett kot

najuspešnejši vlagatelj vedno investira izključno v podjetja, ki jih namerava imeti v trajni lasti). Gibanje tržne cene posamezne delnice za naslednjih šest mesecev, v kar verjame Philip Fisher (2003, str. 261), je po najbolj optimističnih ocenah mogoče napovedati s 60% pravilnostjo, dobro podjetje pa je v primerjavi z ostalimi podjetji mogoče realno razlikovati s kar 90% natančnostjo in ga je posledično povsem nespametno prodati.

### **5.3 Prodaja vrednostnih papirjev**

Omenimo še nekaj temeljnih razlogov, ki dopuščajo prodajo vrednostnih papirjev, v katere smo vložili kapital. Fisher (2003, str. 105–113) navaja predvsem tri razloge. Če ugotovimo, da smo pri analizi spregledali pomemben faktor, si moramo v doglednem času napako priznati, kar je pogosto zelo težko, takšne delnice pa prodati. Naslednji pomemben dogodek, ki mora sprožiti vlagateljevo zaskrbljenost, je sprememba notranjih ali zunanjih okoliščin podjetja, ki povzročijo neizpolnjevanje pogojev, zaradi katerih je sploh prišlo do nakupa, npr. spremembe v menedžmentu ali nasičenje trga, zaradi česar podjetje nima več perspektivne prihodnosti, kot jo je imelo ob trenutku nakupa. Zadnje, kar občasno upravičuje prodajo in kar mora vlagatelj uporabiti z veliko previdnostjo, pa je zamenjava enega podjetja z drugim, ki predstavlja bolj perspektivno investicijo. Warren Buffett poudarja (Cunningham, 2002, str. 70), da je treba delnice držati vsaj tako dolgo, dokler je predviden donos na kapital zadovoljiv, menedžment podjetja sposoben in pošten, tržna cena pa ni previsoko nad notranjo vrednostjo delnice. Pomemben Grahamov nasvet je (2003, str. 39), naj inteligentni vlagatelj nikoli ne proda delnice zato, ker je padla njena cena, temveč naj vedno preveri, ali se je spremenila njena notranja vrednost.

### **5.4 Primarna izdaja delnic**

Slabši vlagatelji pogosto enačijo dobičkonosnost s trenutnimi dobrimi poslovnimi rezultati, zaradi česar sklepajo, da je določeno podjetje varno za investicijo, kasneje pa se pogosto izkaže nasprotno. Če želimo pravilno oceniti dejansko dobičkonosnost podjetja, ga moramo opazovati skozi daljše časovno obdobje. Zato se dobri vlagatelji pogosto izogibajo mladim, hitro rastočim podjetjem, saj je tveganje, da bo njihova ocena notranje vrednosti napačna in bodo za delnico plačali previsoko ceno, preveliko. Graham (2003, str. 139) omenja, naj vlagatelji investirajo v primarno izdajo delnic zgolj po temeljitem premisleku. Obstajata namreč dva razloga, zakaj je takšen nakup za vlagatelja lahko neugoden: prvi pravi, da primarna izdaja vsebuje višjo provizijo kot delnice, ki že kotirajo na borzi; drugi razlog, ki je za nas toliko bolj pomemben, pa izhaja iz prevladujočih tržnih razmer, ki obstajajo v času izdajanja novih vrednostnih papirjev. Zaradi visoke ravni cen na kapitalskih trgih so mnogo bolj naklonjene izdajatelju kot kupcu.



## 5.5 Nenaklonjenost tveganju

Klarman opisuje (1991, str. 105–116), da miselnost investiranja na podlagi razmerja med notranjo vrednostjo in ceno vsebuje dva pomembna elementa, in sicer strategijo od spodaj navzgor ter pozitivno povezanost tveganja in donosa.

Večina vlagateljev razmišlja od zgoraj navzdol (angl. *top-down strategy*), kar pomeni, prvič, da poskušajo napovedati dogodke v prihodnosti, drugič, natančno oceniti makroekonomske razmere, tretjič, pravilno razložiti razvoj dogodkov v posameznih panogah in podjetjih, na koncu pa še zagotoviti, da bodo pravilno ugotovili, katera so najbolj obetajoča podjetja, pri tem pa prehiteli vse ostale vlagatelje, ki razmišljajo v isti smeri. Takšno početje je težavno in preveč tvegano, saj obstaja precejšnja možnost napake v vsaki izmed omenjenih stopenj, poleg tega pa strategija ne temelji na konceptu roba varnosti, saj vlagatelji ne kupujejo na podlagi notranje vrednosti, ampak teženj razvoja. Graham (2003, str. 379) omenja, da se pri takšni strategiji vlagatelji pogosto ne zmenijo za previsoke nakupne cene delnic podjetij, ki so jih našli, s čimer še povečujejo tveganje neuspeha. Tudi Warren Buffett pravi, da mora biti vlagatelj analitik podjetja in ne analitik trga, makroekonomskih razmer ali vrednostnih papirjev na splošno (Cunningham, 2002, str. 68).

Na drugi strani pa strategijo od spodaj navzgor (angl. *bottom-top strategy*) v prvi vrsti sestavlja temeljna analiza. Vlagatelji obravnavajo vsako podjetje zase in iščejo tista, ki jih trg trenutno ceni manj, kot je njihova dejanska vrednost. Iz zapisanega je razvidno, da pri tej strategiji vlagateljem ni treba napovedati tistega, česar ni mogoče napovedati, kot to velja za strategijo od zgoraj navzdol. Na tak način se precejšnemu delu tveganja izognemo.

Ekonomska teorija, natančneje model CAPM, uči, da sta tveganje in donos vedno v pozitivnem odnosu; večje je tveganje, višji je zahtevan donos, vendar pa to drži zgolj v učinkovitih tržnih strukturah. Na neučinkovitih trgih je možno najti investicijo, ki omogoča visok donos kljub nizkemu tveganju, obstajajo pa tudi investicije, ki nudijo nizek donos in visoko tveganje. Takšni primeri so predvsem posledica razmer, kadar informacije niso splošno dostopne, ko je posamezna investicija še posebej težka za analizo in ko vlagatelji trgujejo z delnicami zaradi razlogov, nepovezanih z notranjo vrednostjo. Ker imata donos in tveganje lahko pozitivno ali negativno korelacijo, mora vlagatelj za vsako investicijo obe spremenljivki obravnavati ločeno drugo od druge.

Opozorimo še, da tveganje povzročata dva povsem različna vzroka: narava investicije in tržna cena.  $\beta$ -koeficient odraža samo vpliv tržne cene, ob tem pa zanemarja njeno splošno raven in predpostavlja, da sta verjetnosti potencialnega dviga in padca cene povsem enaki, kar ne ustreza realnemu svetu. Vlagatelja z dolgoročnimi cilji mora skrbeti predvsem tveganje znotraj podjetja, ki ga ugotovi s pomočjo temeljne analize, saj so zanj kratkoročne spremembe cen nepomembne. Warren Buffett meni (Cunningham, 2002, str. 83), da

tveganje nikoli ne more biti izračunano z inženirsko natančnostjo (kot primer podajamo  $\beta$ -koeficient), lahko pa je preko temeljne analize ocenjeno s presenetljivo visoko stopnjo točnosti, pri čemer je za vlagatelja pomembno, da ovrednoti tveganje investicije iz naslednjih vidikov:

- zanesljivost, s katero se lahko oceni dolgoročne ekonomske značilnosti podjetja,
- zanesljivost, s katero se lahko oceni menedžment podjetja, predvsem z vidika sposobnosti doseganja optimalnih poslovnih rezultatov in upravljanja z denarnimi tokovi,
- zanesljivost, s katero se ugotovi, da bo menedžment dobiček namenil lastnikom podjetja in ne lastnim interesom,
- kakšna je nakupna cena podjetja, gledano relativno in
- kakšni sta stopnji obdavčitve in inflacije, ki mu bosta zmanjšali realni donos.

## 5.6 Lastnosti dobrega podjetja

Na koncu podajmo še nekaj lastnosti podjetij, ki jih pri nakupu išče Warren Buffett. Njegov pristop k temeljni analizi lahko razdelimo na 4 kategorije načel: poslovna, menedžerska, finančna in tržna. V nadaljevanju sledi krajša predstavitev vsake izmed kategorij in skupni zaključki njegovega sloga investiranja (Hagstrom, 1997, str. 76–98).

- **Poslovna načela**

Za Warra Buffetta predstavljajo delnice abstrakten pojem. Njegove investicije so vedno neposredno povezane z dejanskim poslovanjem podjetja. Verjame, da vlagatelji, ki investirajo na podlagi površinskih in ne temeljnih značilnosti podjetja, pogosteje prodajo svoje delnice ob prvih znakih težav in v tem procesu najverjetneje izgubijo del svojega denarja. Na drugi strani pa se Buffett vedno seznanja z notranjimi značilnostmi obravnavanega podjetja, pri čemer se osredotoči predvsem na naslednja tri področja.

- *Podjetje mora biti preprosto in razumljivo.*

Buffett nikoli ne vlaga v podjetja, pri katerih ne razume, kako poteka poslovni proces. Prepričan je, da je vlagateljev uspeh v veliki meri odvisen od vedenja, ki ga ima o investiciji. Prav to razumevanje loči pravega vlagatelja od nekoga, ki zgolj kupuje in prodaja vrednostne papirje. Za vsako izmed podjetij, v katerih ima svoje deleže, razume prihodke, stroške, denarne tokove in način ustvarjanja dobička. V svojih govorih vlagateljem pogosto svetuje, naj investicije omejijo na ozko področje, ki ga dobro poznajo. Poudarja, da ne šteje velikost takšnega področja, ampak kako dobro to področje poznamo. V množici podjetij mora biti vlagatelj sposoben razločiti tista, ki sodijo v njegov krog

razumevanja in jih nato ustrezno ovrednotiti. Pomembno je, da se spretno izogiba podjetjem, ki vanj ne sodijo, ne glede na to, kako obetajoča se morda zdijo. Investicijski uspeh ni samo rezultat investiranja v podjetja, ki jih razumemo, temveč je močno odvisen tudi od tega, kako dobro se znamo izogniti tistemu, česar ne razumemo. Buffett meni, da mora vlagatelj za dober uspeh sprejeti le nekaj pravih odločitev, če se mu le uspe izogniti večjim napakam.

- *Podjetje mora imeti trdno poslovno preteklost.*

Buffett se izogiba mladim podjetjem in podjetjem, ki doživljajo težke poslovne težave ali bistveno spreminjajo svoje poslovne načrte. Po njegovih izkušnjah so najbolj dobičkonosna tista podjetja, ki že daljše časovno obdobje proizvajajo enak proizvod oz. storitev. Podjetja, ki pogosto izvajajo strateške spremembe, so bolj nagnjena k velikim poslovnim napakam. Po njegovem prepričanju ostrim spremembam redkokdaj sledijo visoki dobički. Vlagatelji pogosto ravnajo v čistem nasprotju; brezglavo investirajo v podjetja, ki so sredi reorganizacije, saj so zaslepljeni s predstavo, kaj lahko prinese jutri, pozabljajo pa na realnost. Pri vodenju Berkshire Hathaway se s svojim poslovnim partnerjem Charlijem Mungerjem več desetletij nista naučila, kako reševati težke poslovne probleme, naučila pa sta se, kako se jim izogniti. Uspeh sta dosegla zato, ker nista hitela, ampak sta poslovne odločitve sprejemala postopoma.

- *Dolgoročni trend mora biti naklonjen podjetju.*

Buffett meni, da se podjetja delijo na dve skupini: prvo, relativno majhno in izjemno uspešno, predstavljajo franšize, drugo, mnogo večjo, pa sestavljajo podjetja, ki pogosto niso vredna nakupa. Za prve je značilno, da ustvarjajo proizvode, ki so na trgu zaželeni, nimajo bližnjih nadomestkov in niso podvrženi državni regulaciji. Ker imajo neelastično krivuljo povpraševanja, je takšnim podjetjem omogočeno, da občasno dvigujejo cene svojih proizvodov oz. storitev brez strahu, da bodo izgubili tržni delež ali doživeli znaten padec povpraševanja. Na ta način dosegajo nadpovprečen dobiček na vloženi kapital. Dolgoročna usmeritev panoge je torej naklonjena zlasti podjetjem s padajočo krivuljo povpraševanja, ki je posledica diferenciacije njihovih proizvodov. Franšize imajo tudi precejšnje ekonomsko dobro ime, kar ima v času inflacije pozitiven vpliv. Omeniti moramo še pomembno značilnost franšiz, ki je v določenih situacijah izjemno dobrodošla; Buffett meni, da so franšize manj podvržene usodnim poslovnim napakam, kot to velja za navadna podjetja. »Udobno je biti lastnik podjetja, za katerega veste, da bo kljub storjenim napakam še vedno dosegalo nadpovprečni donos,« pravi.

- **Menedžerska načela**

Buffett najbolj ceni menedžerje, ki se ravnaajo in razmišljajo kot lastniki, saj le tako ne bodo pozabili svoje najpomembnejše naloge – povečevanje lastniškega kapitala. Takšni menedžerji bodo na letnih skupščinah veliko lažje iskreno in pošteno spregovoril o pozitivnih in negativnih dogodkih, ki so se zgodili v preteklem letu. Lažje se bodo ravnali tudi po lastni presoji in bodo manj podvrženi slepemu sledenju svojih kolegov. Buffett pred nakupom podjetja preveri tri pogoje (navedeni v nadaljevanju), ki jih mora vodstvo podjetja izpolnjevati.

- *Podjetje mora imeti racionalen menedžment.*

Podjetje mora imeti menedžment, ki pri razporeditvi kapitala sprejema racionalne odločitve, kar pomembno vpliva na ustvarjanje dodane vrednosti za delničarje. Menedžment mora delničarjem vrniti dobiček, če ga v danem trenutku ni zmožen investirati po višji stopnji, kot znaša povprečni strošek kapitala. To lahko naredi s povišanjem izplačanih dividend ali odkupom lastnih delnic na trgu. Buffett bolj ceni zadnje, saj ima dva pozitivna učinka: z odkupom delnic, ki se prodajajo pod svojo notranjo ceno, obstoječi delničarji pridobivajo na vrednosti, odkup pa novim vlagateljem pošlje tudi pozitivne signale. Nadalje ugotavlja, da se zrela podjetja redkokdaj ravnaajo po opisanem principu, čeprav predstavlja edino racionalno dejanje. Če podjetje dobiček lahko investira le po povprečni ali celo podpovprečni stopnji, menedžment večinoma uporablja dve drugi rešitvi: prvič, nadaljuje z investiranjem po nizki stopnji donosa z opravičilom, da je težava kratkoročne narave; s padcem cen delnic se takšno dejanje izkaže za neracionalno, kar na koncu ponavadi privede do zamenjave uprave; drugič, da bi se menedžment izognil svoji zamenjavi, presežen denar uporabi za prevzem drugih podjetij, s čemer si umetno zagotovi rast. Prevzem pogosto privlači nove vlagatelje, zaradi česar se vrednost podjetja na borzi začne povečevati, obenem pa se močno zmanjša nevarnost, da bi podjetje kdo prevzel. Buffett ostaja skeptičen, saj je v procesu integriranja novega podjetja v svoj obstoječi poslovni proces menedžment pogosto podvržen velikim poslovnim napakam, ki so za delničarje lahko zelo drage.

- *Podjetje mora imeti odkrit, iskren in nepristranski menedžment.*

Buffett ceni menedžment, ki delničarjem odkrito poroča o uspehih in napakah. Menedžerji pogosto podajajo samo informacije, ki jih zahtevajo splošno sprejeti računovodski standardi (GAAP), čeprav bi morali na letnih skupščinah omogočiti vlagatelju, da bi lažje ocenil vrednost podjetja, ugotovil, ali bo podjetje uspelo poravnati vse svoje obveznosti in ovrednotil kako dobro je svoje naloge opravilo vodstvo podjetja. Zato je pomembno, da na skupščini delničarjev menedžment ne objavi zgolj informacij, ki so zahtevane po zakonu, ampak vse podatke, ki lahko pomagajo pri temeljni analizi podjetja, vendar hkrati ne razkrijejo poslovnih skrivnosti. Buffett meni, da iskren odnos med lastniki in izvršnimi

direktorji pripomore k uspešnosti podjetja. Na skupščini Berkshire Hathaway Buffett prične svoj govor z analizo napak, ki jih je storil v preteklem letu, in podrobnim pregledom vseh izpuščenih priložnosti, ki so zmanjšale potencialni dobiček lastnikov. »Vse preveč menedžerjev poroča s preobilnim optimizmom, namesto s pošteno razlago, z namenom delovanja v lastno korist, kar pa je zgolj kratkoročne narave. Na dolgi rok takšno početje ne služi nikomur.«

- *Podjetje mora imeti menedžment, ki se upira institucionalnemu imperativu.*

V sodobnem povezanem svetu se vse pogosteje dogaja, da menedžerji enega podjetja brezskrbno posnemajo menedžerje drugih podjetji, ne glede na to, kako nesmiselne in neracionalne so njihove odločitve. Medtem ko vsa podjetja priredijo letne izkaze na način, da poslovno leto končajo v pozitivnih številkah, je za posamezne menedžerje neugodno, če bodo imeli zgubo. Ker bi podjetje, ki se orientira na dolgoročno večanje lastniškega kapitala, bilo na kratki rok verjetno podvrženo izgubam, je dolgoročni dobiček pogosto žrtvovan na račun kratkoročnega. Buffett meni, da bi menedžerji morali imeti dovolj dobro razvito komunikacijsko veščino, da bi prepričali lastnike, naj sprejmejo manjši kratkoročni izpad dobička, če bo to čez čas pripeljalo do izvrstnih rezultatov.

Institucionalni imperativ se kaže tudi pri alokaciji kapitala. Na najvišja menedžerska mesta se pogosto povzpnejo tisti, ki za takšno pozicijo nimajo pravega znanja. Problem nastane pri sprejemanju investicijskih odločitev, saj se mora izvršni direktor pogosto zanašati na ekipo svojih podrejenih, ki mu pripravijo odločitvene načrte. Za primer si zamislimo, da ima investicija zahtevano stopnjo donosa 15 %. Buffett ugotavlja, da je skoraj neverjetno, kako pogosto bodo podrejeni sporočili izvršnemu direktorju, da bo investicija prinesla 15,1 %. Buffett prav zato išče podjetja, kjer višji menedžment neodvisno sprejema odločitve in se ne zgleduje po splošnih težnjah razvoja.

- **Finančna načela**

S finančnimi načeli Buffett meri menedžerske sposobnosti in odličnost podjetja. Poudarek daje predvsem rezultatom, doseženim v obdobju zadnjih pet let, saj zanj dosežek zadnjega leta ne predstavlja realne slike. Izjemno pozornost posveča tudi manipuliranju finančnih podatkov, ki olepšujejo finančne izkaze, ne ustvarjajo pa nikakršne dodane vrednosti. Zanj so najpomembnejša načela, navedena v nadaljevanju.

- *Pomemben je donos na kapital in ne dobiček na delnico.*

Po Buffettovem mnenju je visok donos na kapital (angl. *return on equity*) mnogo boljši pokazatelj odličnosti podjetja kot dobiček na delnico. Zamislimo si, da se je dobiček na delnico v preteklih letih vsako leto povečeval za 10 %. Ta podatek ne omogoča nobene

prave ocene, saj obstaja možnost, da se je po enaki stopnji povečeval tudi potrebni lastniški kapital (zaradi višanja zadržanega dobička). Edini pravi kazalnik dejanske odličnosti podjetja je rast donosa na kapital, ki mora izhajati iz nadpovprečno dobrega vodenja podjetja in ne iz sprememb načina financiranja, hkrati pa je treba v primeru izrednih finančnih postavk, ki nimajo dolgoročnega značaja, kazalec ustrezno popraviti. Pomembno je tudi, da je dober poslovni rezultat dosežen pri uporabi nizkega deleža posojil, saj visok delež kreditov v bilanci stanja predstavlja nepotrebno tveganje, čeprav povečuje dosežen donos na kapital.

- *Treba je izračunati lastniški dobiček (angl. owner earnings).*

Vlagatelji se morajo zavedati, da je računovodski dobiček na delnico začetna vrednost, iz katere poskušamo ugotoviti vrednost podjetja, in nikakor ne končna. Razlog je v tem, da dobički med podjetji niso enakovredni, saj so ustvarjeni na različne načine. Največ, kar lahko iz objavljenih dobičkov vlagatelj ugotovi, so pričakovani denarni tokovi. Buffett je v svoji dolgoletni investicijski karieri ugotovil, da denarni tokovi niso vedno najbolj primerna kategorija za izračunavanje notranje vrednosti podjetja. Najlažje jih je uporabiti pri podjetjih, ki imajo visoko začetno investicijo, kasneje pa za svoje poslovanje potrebujejo majhno količino kapitala. Primeri takih podjetij so naftne družbe in telekomunikacijska podjetja. Po drugi strani pa je podjetja, ki v času obratovanja potrebujejo večje kapitalske vložke, neustrezno vrednotiti s pomočjo denarnih tokov. Razlog je v tem, da denarni tok definiramo kot neto dobiček po davkih (povečan za amortizacijo in ostale nederarne izdatke), ta pa ne upošteva potrebnih kapitalskih investicij in morebitnega povečanja obratnega kapitala, ki podjetju omogočata normalno poslovanje. Omenjene kapitalske vložke (potrebni letni kapitalski vložek se pogosto oceni s pomočjo odpisane vrednosti amortizacije) zato vedno odštejemo od denarnih tokov in tako dobimo lastniški dobiček, ki je, kljub grobi oceni, za Buffetta edini ustrezeni pokazatelj donosa. Velikost kapitala, ki ga bo treba vlagati v podjetje za njegovo normalno delovanje, je namreč težko natančno napovedati, vseeno pa je možno narediti dobro oceno. Buffett rad citira Keynesa, ki je dejal, da je bolje imeti približno prav kakor pa natančno narobe.

- *Podjetje mora imeti zadovoljivo profitno maržo.*

Podobno kot Philip Fisher se tudi Warren Buffett dobro zaveda, da je podjetje z najboljšo podjetniško zamisljivo slaba investicija, če svoje prodaje ne uspe spremeniti v dobiček, zaradi česar Buffett nima potrpljenja do menedžerjev, ki ne znajo dobro nadzorovati stroškov in tako nižajo poslovni izid. Izjemno pomembno je, da menedžment vsakodnevno skrbi za zmanjševanje nepotrebnih stroškov podjetja, s čimer se povečuje marža; vodilni morajo razumeti, da vsaki velikosti podjetja ustreza sprejemljiva stopnja stroškov. Podjetja, ki se občasno odločijo, da bodo načrtno začela zniževati stroške, se njihovega pravega pomena v resnici ne zavedajo. Buffett v anekdoti razloži, naj se dober menedžer

zjutraj zbudi z idejo o takšnem zniževanju stroškov tako pogosto, kot se zbudi z idejo po tečaju dihanja.

- *Ali podjetje izpolnjuje pravilo enega dolarja?*

Kljub temu da je lahko cena delnice v vsakem posameznem letu daleč od svoje notranje vrednosti, je treba pričakovati, da bo v daljšem obdobju trg relativno dobro znal oceniti dejansko vrednost podjetja. Enako velja, pravi Buffett, za zadržani dobiček; neizplačevanje dividend in uporaba zadržanega dobička v neproduktivne namene pogosto pripeljeta do padca vrednosti delnic na borzi, po drugi strani pa se bo doseganje nadpovprečnega donosa na zadržani kapital izrazilo v dolgoročnem toku rasti cene delnice. Pri vodenju Berkshire Hathawaya Buffett vedno sledi pravilu, da mora za vsak dolar zadržanega dobička, ki ga ne razdeli preko dividend, povečati tržno vrednost podjetja za vsaj 1 \$. To pričakuje tudi od podjetij, v katera ima namen investirati, saj je to edino pravično ravnanje menedžmenta do lastnikov podjetja. V nasprotnem primeru naj menedžment dobiček vrne lastnikom.

- **Tržna načela**

Do sedaj opisana načela so odgovorila na vprašanje, ali je posamezno podjetje dobro podjetje. Pokazali smo, kako podjetje posluje, kdo ga vodi in kakšne so njegove finančne značilnosti. Na tej točki se mora vlagatelj vprašati, ali se podjetje tudi dejansko splača kupiti. Temu služijo tržna načela, ki jih Warren Buffett uporablja za določanje notranje vrednosti podjetja, ki v povezavi s tržno ceno vpliva na nakup. Opisali bomo dve načeli.

- *Kakšna je notranja vrednost podjetja?*

Warren Buffett za vrednotenje podjetja uporablja neto denarne tokove (lastniški dobiček), saj na takšen način med seboj izenači vsa podjetja. Za dobro vrednotenje je treba z razumljivo natančnostjo ugotoviti, kakšni bodo prihodnji neto denarni tokovi in katero obrestno mero je treba uporabiti za diskontiranje. Če neto denarnih tokov ne more ugotoviti, se v nadaljnje vrednotenje podjetja ne podaja; to je razlog, zakaj vedno išče preprosta podjetja, katerih poslovni proces je lažje razumljiv. Analizo vrednotenja delnic Buffett rad primerja z vrednotenjem obveznic; predvideni neto denarni tokovi morajo biti ocenjeni s podobno gotovostjo, kot to velja za kupone obveznic, pri diskontiranju pa uporablja obrestni faktor, ki je enak dolgoročni obrestni meri na ameriške državne obveznice. Zanimivo je, da obrestne mere ne poveča za premijo za tveganje, saj meni, da so njegove investicije varne; vselej išče samo podjetja, s katerimi je dobro seznanjen in izpolnjujejo vsa njegova načela dobre naložbe. Meni, da se tveganje pojavi takrat, ko vlagatelj ne ve, kaj počne.

- *Kupovati je treba po privlačni ceni.*

Buffett je prepričan, da je ideja roba varnosti najpomembnejši prispevek njegovega učitelja Benjamina Grahama. Večino svojih investicij izvede v pogojih, ko je tržna cena podjetja značilno nižja od ocenjene notranje vrednosti. S tem si zagotovi dvoje: prvič, močno zmanjša tveganje izgube, in drugič, omogoči nadpovprečne dobičke, ko se tržna cena izenači z dejanskim stanjem. »Trg je kot Gospod, ki pomaga tistim, ki znajo pomagati sami sebi,« slikovito opisuje Buffett, »vendar pa za razliko od Gospoda ne odpušča tistim, ki ne vedo, kaj počno.«

- **Zaključek**

Najbolj razločljiva lastnost Buffettove investicijske strategije je izjemno razumevanje, da z nakupom vrednostnih papirjev vlagatelj v resnici postane lastnik podjetja. Buffett poskuša najti podjetja, ki izpolnjujejo večino zgoraj naštetih načel in na ta način zagotavljajo dobro investicijsko priložnost. Benjamin Graham je nekoč dejal: »Investiranje je najbolj pametno takrat, ko vsebuje največ poslovnih prvin.« Te besede so, kot pravi Buffett, najpomembnejši rek o investiranju, ki je bil kdaj koli napisan. Sam vidi izjemno povezavo med vlagateljem in poslovnežem. Meni, da je zato boljši vlagatelj, ker je poslovnež in da je zato boljši poslovnež, ker je vlagatelj. Tudi v prihodnosti bo nadaljeval z nakupi podjetij, ki jih razume, imajo dobre poslovne karakteristike in jih vodijo pravi menedžerji. Dobro podjetje ni vedno dobra naložba, predstavlja pa izhodišče, kjer dobro naložbo lahko najdemo, pravi Buffett.

## **6 FINANČNI PEARL HARBOR 2008**

»So časi, ko denar kupi več in časi, ko kupi manj. Prišel je čas, ko denar kupi veliko. V svojem življenju nisem doživel, da bi bili ljudje tako prestrašeni, kot so sedaj.« Warren Buffett (2008b).

Vsak nov dan nosi v sebi možnost, da bo s seboj prinesel nenavadno in tuje okolje, v katerem se ne bomo znašli. Vlagatelji radi verjamejo, da bo jutrišnji trg bolj kot ne podoben današnjemu in v večini primerov se bo to res zgodilo, vendar pa se na vsake toliko zgodi, da je jutrišnji dan povsem drugačen. Takrat postane večina vlagateljev paralizirana in ne vedo, kako se odzvati. Graham in Dodd sta se trudila, da bi obvarovala svoje študente pred prevelikim zanašanjem na trenutno sedanostjo, ki lahko naenkrat postane iluzija in se sprevrže v nepremagljivega nasprotnika finančnega sveta. V takšnem času je filozofija investiranja na podlagi razmerja med notranjo vrednostjo in ceno izjemno dobrodejna (Graham, 2009, str. xvii).



Na vprašanje, ali je knjiga *Security Analysis* danes, po 75 letih, še vedno relevantna, je Seth Klarman (2008) v intervjuju odgovoril, da od svoje prve izdaje leta 1934 še nikoli ni bila tako poučna. Nadaljuje, da je pri Grahamu in Doddu najbolj zanimivo ravno dejstvo, da so njuni nasveti brezčasni. Knjiga nas v prvi vrsti podučí, kako moramo pri investiranju razmišljati, kaj se moramo spraševati in kaj so najpogostejše šibke točke človekove narave, ko se srečamo s kapitalskim trgom. Ljudje kljub temu velikokrat mislimo, da njune ideje niso več sodobne in jih ne upoštevamo; verjamemo, da se čas spreminja in jih zato podcenjujemo.

Klarman v omenjenem intervjuju opozarja, da je v preteklem desetletju močno porasla prodaja špekulativnih vrednostnih papirjev, za katere je značilna slaba preglednost in nerazumljivost. V prosperiteti sicer ne predstavljajo večjih težav, problemi pa nastanejo v času, v katerem se je globalni finančni trg znašel konec leta 2008. Takšni vrednostni papirji sprožijo najprej val nezaupanja in strahu v bolj občutljivih sektorjih, kot je na primer bančni, nato pa še v drugih panogah, kar posledično privede do podiranja kapitalističnega sistema. Klarman se čudi, da je derivate sploh kdo pripravljen kupiti.

Tudi Buffett (2008a, 2008b, 2009a) je prepričan, da pri trenutni finančni krizi ne leži največja težava v splošnem stanju na trgu vrednostnih papirjev, ampak v nezaupanju in strahu, ki vladata med ljudmi in sta posledica množice špekulativnih transakcij zadnjih nekaj let. Nezaupanje onemogoča likvidnost in preko pomanjkanja kapitala zavira nove, zdrave investicije, ki so v danem trenutku izjemno pomembne in bi edine izboljšale položaj. Nezaupanje torej državam onemogoča, da bi svoja gospodarstva obnovile in znova vzpostavile ciklično gibanje.

Za Buffetta ima zaupanje v gospodarstvu podobno vlogo, kot ga ima kisik pri živih bitjih; ko ga imamo, o njem sploh ne razmišljamo, ko pa smo le nekaj minut brez njega, je kisik vse, kar nam je pomembno. Glavni krivec finančnega Pearl Harborja, kot ga sam poimenuje, so po njegovem izvedeni finančni inštrumenti in prekomerna uporaba finančnega vzvoda, ki so med drugim povzročili tudi prekomerno rast cen na nepremičninskem trgu. Za primer omenja ameriškega giganta AIG, ki bi verjetno ostal nedotaknjen, če njegovi vodilni ne bi nikdar slišal za opcije in termenske pogodbe. Le-te Buffett (2009b) rad poimenuje kar »orožje za masovno finančno uničevanje«.

Z velikim finančnim vzvodom, poudarja Buffett (2008b), je možno narediti veliko dobrih potez, vendar je potrebna samo ena napačna, da zaidemo v resne težave. Opaža tudi izjemno podobnost med nepremičninskim in internetnim balonom izpred nekaj let. Ljudje so v obeh primerih verjeli, da se cene nikoli ne bodo ustavile in da v primeru, če nečesa ne bodo kupili letos, jih bo naslednje leto stalo še več. Ko so banke kupcem nepremičnin omogočile še lahko dostopen kredit, pa smo končali tu, kjer smo danes. Raziskave so pokazale, da kar 95 % tistih, ki so zaprosili za posojilo, niso navedli točnih podatkov o svojem premoženju, vendar jim je bil kredit vseeno odobren (Klarman, 2007, str. 4).

Zanimiva je tudi Buffettova prisposoba o tveganem obnašanju nekaterih ključnih ekonomskih subjektov izpred zadnjih nekaj let: »Zamislimo si, da vsi vedo, da bo ob 12<sup>h</sup> vsega konec. Vsakdo premišljuje, da bi bilo nespametno izstopiti 15 minut prej, če lahko izstopi ob 11.58. Problem je, ker na steni ni ure.«

Buffett (2008b, 2009a) meni, da nastali položaj lahko s pravilnimi ukrepi reši le ameriška državna zakladnica. Ta je edina, ki lahko vrne zaupanje v gospodarstvo in vzpostavi ravnotežje. Amerika je v prejšnjem stoletju doživela že veliko gospodarskih zlomov (zadnjega tako obsežnega med drugo svetovno vojno), vendar se je z njimi, zahvaljujoč dobremu politično-ekonomskemu sistemu, vedno uspešno spoprijela. Kljub temu da bo kriza najverjetneje še zelo dolga in globoka, verjame Buffett (2009b), tudi tokrat ne bo nič drugače. Državnega poseganja ne smemo razumeti kot zapravljanje davkoplačevalskega denarja, temveč kot investiranje v pomembna podjetja, ki se prodajajo po ugodni ceni. Poleg tega vlada s svojimi ukrepi pomaga oživeti zastali gospodarski cikel in vrača zaupanje v gospodarstvo, vseeno pa nam državna pomoč v prihodnje ne sme služiti kot opravičilo za naša neracionalna in tvegana dejanja. Dosežen bi bil velik napredek, če bi študenti ekonomskih in poslovnih šol imeli možnost spoznati Grahamova dela in se naučili, da tvegano in emocionalno obnašanje ne sodita na kapitalske trge.

## SKLEP

Diplomsko delo je predstavilo nekaj ključnih pogledov na investiranje v vrednostne papirje, ki ga je Benjamin Graham pred več kot petinsedemdesetimi leti poimenoval investiranje na podlagi razmerja med notranjo vrednostjo in ceno ter temelji na zadostnem robu varnosti. Po Buffettovem mnenju se pametno investiranje da opisati že s tremi besedami: »*margin of safety*« (Cunningham, 2002, str. 113). Klarman (2008) celo meni, da je investiranje nekaj, kar ima človek v krvi. So ljudje, ki nimajo dovolj potrpljenja in discipline, in ljudje, ki so pri investiranju odlični, zato verjame, da je velikokrat pogojeno genetsko. Klarman v svoj investicijski stil nikoli ni podvomil, saj uporablja Grahamov pristop, ki je intelektualno eleganten, podpirajo pa ga tudi vse empirične raziskave. Vlagatelji, ki iščejo visoko leteča podjetja neizogibno končajo z izgubo zaradi previsoke nakupne cene.

Dobri vlagatelji vedo, da je trg v kratkem obdobju glasovalni stroj, na katerega se ne gre zanašati, saj je pod vplivom emocionalnega obnašanja neracionalnih posameznikov. Svoje investicije zato omejujejo na ozko področje podjetij, kjer je tveganje v največji meri izločeno, pri doseganju rezultatov pa se zanašajo na lastno analizo, s katero ugotovijo notranjo vrednost podjetja, ki je vedno značilno višja od plačane cene. Nato potrpežljivo čakajo, da se v daljšem časovnem obdobju tržna cena izenači z notranjo vrednostjo; na dolgi rok ima

trg namreč vlogo stroja za tehtanje, ki vedno pravično ovrednoti podjetje (Graham, 2009, str. xiv–xvi).

V osrednjem delu smo pokazali nekaj bistvenih značilnosti in zakonitosti trga, ki so pogosto v nasprotju z danes splošno sprejetimi načeli. Najpomembnejša ugotovitev je, da vlagatelj, ki sledi Grahamovi teoriji, sprejema tveganje in donos v luči negativne korelacije, kar je povsem v nasprotju s sodobno prakso. Warren Buffett je v svojem znanem govoru *The Superinvestors of Graham-and-Doddsville* (1984) podal naslednji primer:

»Če kupite delnico, vredno en dolar, za 60 centov, tvegate bolj, kot če jo kupite za 40 centov. Kljub temu je pričakovan donos v drugem primeru večji kot v prvem. Večji kot je potencial za ugoden rezultat v portfelju, manj tveganja vsebuje.« Buffett ugotavlja, da so ljudje, ki to nemudoma razumejo, in so ljudje, ki jim omenjen koncept lahko razlagamo leta in leta, pa se zanj ne bodo zmenili. Najboljši svetovni vlagatelj tako investira v delnice, ki so na trgu začasno prenizko ovrednotene, s čimer izkoristi tržne neučinkovitosti sebi v prid, dolgoročno pa upravičeno pričakuje, da se bodo cene delnic gibale proti svojim notranjim vrednostim, s čimer bodo cenovne anomalije odpravljene.

V empiričnem delu smo prišli do pomembnih ugotovitev; hipoteza iz uvoda se je glasila, da podjetja z nizkima P/E in P/B kazalnikoma na dolgi rok v povprečju dosega boljše donose, kot to velja za hitro rastoča podjetja z visokimi mnogokratniki. Na podlagi vzorca 1173 podjetij smo dokazali, da hipoteza drži. Analiza je pokazala, da podjetja s tržno ceno, ki je nižja od knjižne vrednosti, dosega v povprečju najboljše rezultate, najvišji donos pa vlagatelj doseže, ko poišče podjetja z nizkim P/B in nizkim P/E kazalnikom. V obdobju 1. 1. 1997–1. 1. 2007 bi 100 takšnih podjetij prinašalo visoko nadpovprečen letni donos v višini 8,65 %. Ugotovili smo tudi, da ima pri investiranju P/B kazalnik večji pomen, saj so bile razlike v povprečnih donosih pri strategijah z nizkim oz. visokim P/B kazalnikom statistično značilno različne od povprečnega donosa vseh podjetij, medtem ko pri strategijah z nizkim oz. visokim P/E kazalnikom tega nismo uspeli statistično dokazati.

Kljub mnogim empiričnim raziskavam, ki potrjujejo odličnost Grahamovega pristopa k vlaganju, še vedno obstaja velika skupina ljudi, pravi Klarman, ki se zanj ne zmeni – akademiki. V svojih teorijah poskušajo razložiti realnost, vendar jo v resnici preveč poenostavijo. Ena izmed najbolj znanih teorij je hipoteza tržne učinkovitosti (EMH), ki pravi, da cene delnic vedno vsebujejo vse dosegljive informacije, s čimer negira Grahamovo in Doddovo idejo, kako zelo uporabna je temeljna analiza. Naslednja teorija, imenovana Capital Assets Pricing Model (CAPM), poskuša povezati donos in tveganje, vendar zmotno enači volatilitnost, poimenovano z  $\beta$ -koeficientom, s tveganjem. Omenimo še Modern Portfolio Theory (MPT), ki hvali prednosti razpršenega portfelja, vendar pa z vztrajanjem, da je višji donos možno doseči le z višjim tveganjem, zavrača pomemben del

Grahamove strategije. Najboljši svetovni vlagatelji se ne menijo za zgoraj omenjene in še nekatere druge teorije (Graham, 2009, str. xxxi–xxxii).

Ugotovili smo, da je natančno ovrednotenje podjetja (predvsem kvalitativnih dejavnikov) zapleten proces, ki od vlagatelja zahteva veliko razuma in časa. Dobri vlagatelji so zato disciplinirani in se pogosto ne zmenijo za dogajanje na trgu. Pri svojih načelih vztrajajo tudi takrat, ko se ta zdijo zastarela. Njihovo delo je sestavljeno iz treh aktivnosti, in sicer branja, iskanja in razmišljanja. Če zaradi težavne analize pri določenem podjetju ne uspejo narediti razumljivih zaključkov, se v njegov nakup ne spuščajo, temveč nadaljujejo z iskanjem. Graham je pogosto dejal, da je dober rezultat doseči veliko lažje, kot se sicer zdi, izjemnega pa precej težje, kot si sprva mislimo (Klarman, 1991, str. 146, Graham, 2003, str. 402 in Miles, 2004, str. 70, 139).

Oktober 2008 smo bili priča zlomu na trgu vrednostnih papirjev, katerega razsežnost in dogajanje sta podobna zlomu iz leta 1929. Vprašajmo se, ali smo se v 79 letih sploh česa naučili. Emocionalnost je zopet povzročila, da so cene delnic sprva neupravičeno rasle, nato pa padle globoko pod svojo notranjo vrednost. Warren Buffett je prepričan, da bodo vsi tisti vlagatelji, ki so oktobra 2008 delnice vneto prodajali, v roku petih let svojo odločitev pošteno obžalovali (Buffett, 2008c).

Kupovanje vrednostnih papirjev s tujim denarjem in sodelovanje v nepreglednih tržnih transakcijah z izvedenimi finančnimi instrumenti se je izkazalo za izjemno nevarno in drago investicijsko strategijo, saj v takšnem primeru trg narekuje vlagatelju, kako se bo moral ravhati, in mu preprečuje, da bi sprejemal lastne odločitve. Kot je že leta 1934 dejal Benjamin Graham, pametni vlagatelj vedno poskrbi, da mu trg ni vodič, temveč ustvarjalec priložnosti (Klarman, 2007, str. 3, 12). V empiričnem delu smo ugotovili, da je 1. 1. 2007 povprečni P/B kazalnik za obravnavana podjetja znašal 6,76 (nekaj mesecev pred začetkom krize). Vlagatelj, ki je seznanjen s strategijo investiranja na podlagi razmerja med notranjo vrednostjo in ceno, bi moral postati zaskrbljen, saj nas tako Graham kot Buffett v vseh svojih delih opozarjata, naj nikoli ne vlagamo denarja v nekaj, kar je špekulativne narave.

Ali bi bil svet na finančno krizo lahko bolj pripravljeni? Verjetno. Za ljudi je značilno, da se najlažje učimo na lastnih napakah. S pregledom zadnjega stoletja ugotovimo, da je do resnejših kriz prihajalo v razmiku nekaj deset let, zaradi česar bi lahko rekli, da se s prihodom nove generacije verjetnost finančnega zloma močno povečuje. Morda bi spremembe lahko dosegli, če bi se lotili novega političnega sistema, vendar je to dolgotrajen postopek in vprašanje je, ali je sploh izvedljivo, saj se je že večkrat izkazalo, da je kapitalistični sistem kljub svoji cikličnosti najbolj učinkovita izbira. Rešitev je mnogo bolj preprosta; kmalu po veliki depresiji leta 1929 sta jo v svojih delih pokazala Benjamin Graham in David Dodd. Izobraževalne institucije bi morale poskrbeti, da bi študenti ekonomije imeli možnost seznaniti se z Grahamovimi prodornimi idejami, kar bi jim

predstavljalo izjemno poslovno izkušnjo, jim pomagalo pravilno razumeti tržno dogajanje, kar bi zmanjševalo možnost prihodnjih finančnih zlomov, nenazadnje pa tudi povečalo sposobnost tistih, ki bodo v prihodnjih desetletjih vodili ekonomsko politiko.

V času bikovskega trga se morda zdi, da je filozofija vlaganja na podlagi razmerja med notranjo vrednostjo in ceno nepotrebna, vendar pa vse dokler ne bomo mogli z gotovostjo napovedati, kaj se bo s trgom zgodilo jutri, mora vlagatelj omenjeni filozofiji vedno slediti. Preko nadziranja tveganja in omejevanja potencialne izgube s pomočjo obsežne temeljne analize, stroge discipline in nenehne vztrajnosti lahko vlagatelj pričakuje odlične rezultate. Kljub temu da omenjena strategija ne omogoča hitrih zaslužkov, je vlagatelj lahko miren, da bo obdržal svoje trenutno premoženje in počasi postajal vse bogatejši. Skrivnost vlaganja je, da skrivnosti ni. Vsi pogledi so bili temeljito razloženi že pred mnogo desetletji, in sicer leta 1934 z izidimo prve izdaje knjige *Security Analysis*. Šibka stran človekove narave, ki se kaže v masovnem zasledovanju takojšnjega bogastva in lahkega zaslužka, bo najverjetneje ostala z nami za vedno; in dokler bodo ljudje podlegali svoji naravi in s tem povzročali tržne neučinkovitosti, bo Grahamova strategija ostala zdrava in varna pot k uspešnemu dolgoročnemu investiranju (Graham, 2009, str. xxxix–xl).

*Be fearful when others are greedy,  
And be greedy when others are fearful.*  
Warren Buffett

## LITERATURA IN VIRI

1. Buffett, W. (1984). *The Superinvestors of Graham-and-Doddsville*. New York: Columbia University.
2. Buffett, W. (2008a, 24. september). *Warren Buffett explains his \$5B Goldman investment*. CNBC. Najdeno 10. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.cnbc.com/id/26867866/site/14081545/>.
3. Buffett, W. (2008b, 1. oktober). *Financial Crisis an Economic Pearl Harbor*. Charlie Rose. Najdeno 10. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.thelastminute-blog.com/2008/10/06/warren-buffett-financial-crisis-an-economic-pearl-harbor/>.
4. Buffett, W. (2008c, 16. oktober). *Buy America. I am*. The New York Times. Najdeno 31. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.nytimes.com/2008/10/17/opinion/warren-buffett-says-buy-america/>.
5. Buffett, W. (2009a, 19. januar). *Warren Buffett on Dateline*. BBC. Najdeno 10. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.youtube.com/watch?v=vPiLNHoJUDI>.
6. Buffett, W. (2009b, 1. marec). *The man who lost \$3bn in the recession admits: "I did some dumb things in 2008"*. The observer. Najdeno 10. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.guardian.co.uk/business/2009/mar/warren-buffett-credit-crunch>.
7. Cunningham, L. (2002). *The essays of Warren Buffett: Lessons for Investors and Managers*. Singapore: Wiley.
8. DataStream Advance 4.0, PACEF, 20.4. 2009.
9. Dimson, E. (1998). *A Brief History of Market Efficiency*. European Financial Management.
10. Efficient market hypothesis. Wikipedia. Najdeno 31. oktobra 2008 na spletnem naslovu [http://en.wikipedia.org/wiki/efficient\\_market\\_hypothesis](http://en.wikipedia.org/wiki/efficient_market_hypothesis).
11. Fama, E. Wikipedia. Najdeno 31. oktobra 2008 na spletnem naslovu [http://en.wikipedia.org/wiki/Eugene\\_Fama](http://en.wikipedia.org/wiki/Eugene_Fama).

12. Fisher, P. (2003). *Common Stocks and Uncommon Profits and Other Writings*. New Jersey: Wiley.
13. Graham, B. (2003). *The Intelligent Investor*. New York: Harpercollins.
14. Graham, B. & Dodd, D. (2005). *Security Analysis. The Classic 1951 Edition*. New York: Mc Graw – Hill.
15. Graham, B. & Dodd, D. (2009). *Security Analysis. The Sixth Edition*. Indiana: Mc Graw – Hill.
16. Hagstrom, R. (1997). *The Warren Buffett way*. New York: Wiley.
17. Klarman, S. (1991). *Margin of Safety*. New York: Harpercollins.
18. Klarman, S. (2007). *MIT remarks*. Cambridge: MIT.
19. Klarman, S. (2008, december). *Past issue*. HBS. Najdeno 10. marca 2009 na spletnem naslovu <http://www.alumni.hbs.edu/bulletin/2008/december/oneandone>.
20. Lynch, P. (2000). *One Up on Wall Street*. New York: Fireside.
21. Miles, R. (2004). *Warren Buffett Wealth: Principles and Practical Methods Used by the World's Greatest Investor*. New Jersey: Wiley.
22. Sjugerrud, S. (2002). Stock Market Historical Performance: What's the right price for any investment? Najdeno 11. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.investmentu.com/IUEL/2002/20020107.html>.





## **PRILOGA**



Finančni podatki za 1173 podjetij.

Podjetje	P/E (1. 1. 1997)	P/B (1. 1. 1997)	RI (1. 1. 1997-1. 1. 2007) %
4IMPRINT GROUP	13,2	2,91	57,35
600 GROUP	17,6	1,61	-50,50
7 GROUP DEAD - DELIST 10/05/04	7,8	6,01	-100,00
ABACUS GROUP DEAD - 18/02/09	13,3	3,44	60,50
ABACUS RECRUITMENT DEAD - DEAD 01/03/99	23	1,97	-100,00
ABBEY NATIONAL DEAD - T/O SEE 702853	13,5	2,37	-100,00
ABBEYCREST	17	1,79	-82,04
ABBOT GROUP DEAD - 07/03/08	28,6	5,66	255,66
ABERDEEN HIGH INCOME DEAD - 28/03/03	9,4	0,03	-100,00
ABI LEISURE DEAD - DEAD. 18/02/99	7,7	3,78	-100,00
ACAL	16	4,83	32,42
ACTIONLEISURE DEAD - DELIST 11/04/02	10,9	2,57	-100,00
ADAM & HARVEY GP. DEAD - DEAD 18/07/02	4,1	0,75	-100,00
ADL	15	0,86	-30,01
ADMIRAL DEAD - DEAD 17/08/00	63,2	7,71	-100,00
ADSCENE GROUP DEAD - DEAD 13/10/99	9,7	1,45	-100,00
ADWEST AUTOMOTIVE DEAD - DEAD 13/05/99	13,5	4,04	-100,00
AGA RANGEMASTER GROUP	13	2,98	104,31
AGGREGATE INDUSTRIES DEAD - T/O BY 14630H	18,3	0,68	-100,00
AIM GROUP DEAD - DELIST 24/08/04	22,3	2,16	-100,00
AIR PARTNER	10,9	4,18	659,32
AIREA	10,9	1,15	14,00
AIRFLOW STREAMLINES DEAD - DELIST 02/09/05	7,8	0,96	-100,00
AIRSPRUNG FURNITURE GP.	15,7	2,76	-79,67
ALBEMARLE & BOND HDG.	17	2,64	865,92
ALBEMARLE PR INVS DEAD - DEAD 05/11/99	1,4	0,65	-100,00
ALBERT FISHER DEAD - DEAD 15/07/02	10,9	2,42	-100,00
ALBION DEAD - DELIST 29/07/05	7,4	0,34	-100,00
ALBRIGHT & WILSON DEAD - DEAD 03/09/99	12,8	1,67	-100,00
ALEXANDRA	9,8	1,2	247,21
ALEXON GROUP	21,9	14,35	28,93
ALLD.LDN.PROPS. DEAD - DELIST.07/07/00	7,5	0,73	-100,00
ALLDAYS DEAD - DELIST 15/01/04	13,2	2,48	-100,00
ALLDERS DEAD - 20/03/03	19,8	1,14	-100,00
ALLIANCE BOOTS DEAD - 28/06/07	16,2	3,37	117,66
ALLIANCE UNICHEM DEAD - EX.INTO 901192	12,4	2,27	478,46
ALLIED COLLOIDS DEAD - T/O 885460	21,4	4,1	-100,00
ALLIED DOMEQ DEAD - EX.INTO 923539	13,4	2,24	-100,00
ALLIED LEISURE DEAD - DEAD 24/11/00	23,1	2,85	-100,00
ALLIED TEXTILE DEAD - DEAD 18/08/00	13,5	1,35	-100,00
ALPHAMERIC	8,3	3,28	68,86
ALUMASC GROUP	14,1	3,53	13,59
ALVIS DEAD - T/O BY 901419	14,3	3,45	-100,00
AMBER INDL.HDG.	10,3	1,63	-100,00
AMBERLEY GROUP	18,8	4,7	-27,38
AMEC	9,3	5,09	543,39
AMERSHAM DEAD - DELIST 08/04/04	18,1	12,08	-100,00
AMEY DEAD - DEAD 26/06/03	22,3	7,54	-100,00
AMSTRAD DEAD - 08/10/07	39,1	1,69	892,09
ANDREWS SYKES GROUP	9,6	9,91	75,53
ANGLIAN GROUP DEAD - DEAD 08/06/01	17,7	7,84	-100,00
ANGLO AMERICAN	14,8	1,96	273,80
ANGLO-EASTERN PLTNS.	10,8	0,93	326,31
ANS DEAD - DELIST.	10,9	0,81	-100,00
ANTOFAGASTA	53,1	1,11	901,45
API GROUP	23,8	3,15	-86,40
APOLLO METALS DEAD - TAKEOVER	14,8	2,1	-100,00
ARCADIA GROUP DEAD - DEAD 09/12/02	21,7	2,48	-100,00
ARCOLECTRIC HDG. 'A' DEAD - CONV.TO 910062	11	0,72	-100,00
ARCOLECTRIC HDG. DEAD - DELIST 02/01/04	16,4	0,83	-100,00
ARGOS DEAD - T/O BY 901199	24,6	7,97	-100,00
ARJO WIGGINS APL. DEAD - DEAD 24/08/00	20,8	1,27	-100,00
ARMITAGE BROS. DEAD - DEAD 14/05/03	10,5	1,02	-100,00
ARMOUR GROUP	11,1	2,42	90,76
ARRIVA	21,5	3,11	210,53
ASDA GROUP DEAD - T/O BY 916548	15,9	1,8	-100,00
ASDA PROPERTY DEAD - DEAD 30/11/01	23,2	0,88	-100,00
ASH & LACY DEAD - 06/11/00	13,1	1,68	-100,00
ASHDENE GROUP DEAD - DELIST 20/07/05	6,7	89,29	-100,00
ASHLEY(LAURA) HOLDINGS	45,7	6,02	-85,07
ASHTAD GROUP	18,5	2,56	96,07
ASITE DEAD - 28/04/09	9,2	3,76	-89,30
ASK CENTRAL DEAD - DELIST 04/06/04	8,6	2,2	-100,00
ASPEN GROUP DEAD - TO BY 983807	8,4	2,07	-100,00

Podjetje	P/E (1. 1. 1997)	P/B (1. 1. 1997)	RI (1. 1. 1997-1. 1. 2007) %
ASPINALLS ONLINE DEAD – DELIST 30/10/03	7,6	0,65	-100,00
ASSD.BRIT.PORTS HDG. DEAD – 16/08/06	15,9	1,11	362,72
ASSOCIATED BRIT.ENGR.	15,6	1,7	-90,36
ASSOCIATED BRIT.FOODS	14,3	1,5	122,26
ASTEC (BSR) DEAD –DEAD 11/02/99	20,4	3,13	-100,00
ASTRAZENECA	24	7,24	111,15
AUSTIN REED 'A'	45,9	0,91	-100,00
AUSTIN REED GROUP DEAD – 08/01/07	22,4	1,23	14,66
AUTOMOTIVE PRECN. DEAD – DEAD 05/10/04	11,6	3,73	-100,00
AVESCO GROUP	11,6	1,5	90,99
AVINGTRANS	8,5	1,98	48,32
AVON RUBBER	14	1,89	-64,17
AVONSIDE DEAD – DEAD 22/06/99	4,6	0,57	-100,00
AWG DEAD – 21/12/06	6,9	1,01	448,27
AYRSHIRE METAL DEAD – DEAD 02/01/01	19,1	1,04	-100,00
AZLAN GROUP DEAD –DEAD 31/03/03	18,3	6,51	-100,00
BAA DEAD – 15/08/06	16,4	1,47	162,30
BAE SYSTEMS	22,2	3,82	82,77
BAGGERIDGE BRICK DEAD – 31/08/07	24	1,05	214,17
BAILEY (CH)	8,6	0,37	-4,29
BAILEY (CH) 'B' DEAD – EX.INTO 902417	26,9	1,16	310,74
BAIRD (WILLIAM) DEAD – 20/01/03	33	1,65	-100,00
BALDWIN DEAD – DEAD	7,8	0,96	-100,00
BALFOUR BEATTY	29,1	6,25	147,60
BALTIMORE TECHNOLOGIES DEAD – DELIST	84,9	56,93	-100,00
BANDT DEAD – T/O 19/11/99	14,7	0,99	-100,00
BANK OF SCOTLAND DEAD – MERGER 897376	10,4	2,12	-100,00
BANKS (SIDNEY C) DEAD – DEAD 10/02/00	9,4	0,92	-100,00
BANNER CHEMICALS DEAD – T/O BY CASH	8,1	3	-100,00
BANNER HOMES GP. DEAD – DEAD 18/03/99	11,8	0,87	-100,00
BARBOUR INDEX DEAD– DEAD 30/06/99	34,2	4,77	-100,00
BARCOM	37,4	1,52	-100,00
BARLOWS DEAD – DEAD 06/08/01	10	0,58	-100,00
BARR (AG)	17,3	1,61	465,91
BARRATT DEVELOPMENTS	16,9	1,64	650,13
BBA AVIATION	12,9	4,61	8,42
BEALES HUNTER DEAD– DEAD 19/11/98	8,4	1,61	-100,00
BEARING POWER INTL. DEAD – DEAD 05/03/99	14,3	2,14	-100,00
BEATTIE (JAMES) DEAD – T/O BY 507886	16,8	1,73	-100,00
BEAUFORD DEAD – 02/01/07	12	3,25	-99,76
BEAZER GROUP DEAD – 11/04/01	16,9	1,92	-100,00
BELGRAVIUM TECHS.	4,4	3,87	3,96
BELLWAY	15,2	1,65	634,30
BEN BAILEY DEAD – 11/09/07	12,2	0,51	3098,79
BENCHMARK GROUP DEAD – DELIST 01/07/04	72	0,86	-100,00
BENTALLS DEAD – DEAD 31/08/01	37,7	0,82	-100,00
BERADIN HOLDINGS DEAD – 11/07/01	12,2	1,29	-100,00
BERKELEY BERRY BIRCH SUSP – 01/12/05	12	1,99	-100,00
BERKELEY GROUP HDG.(THE)	15,6	1,56	500,54
BERTAM HOLDINGS DEAD – MERGED 991575	16,8	1,52	-100,00
BETT DEAD – DEAD 24/06/03	7,4	0,81	-100,00
BETTERWARE DEAD – DEAD 5/3/98	17,4	4,6	-100,00
BG GROUP	13,9	0,7	733,24
BIDCORP DEAD – DELIST 02/08/04	104,6	1,43	-100,00
BIG FOOD GROUP DEAD – DELIST 11/02/05	5,8	0,87	-100,00
BILLINGTON HOLDINGS	22,2	1,33	230,45
BILSTON & BSEA.ENML. DEAD – DEAD 19/06/03	23	4,4	-100,00
BILTON DEAD – DEAD09/02/99	15,7	0,69	-100,00
BILTON PERCY ACC –PER	18,3	0,64	-100,00
BIOCOMPATIBLES	117,6	31,32	-84,63
BIONOSTICS DEAD – 31/01/08	12,6	2,3	-70,74
BIOQUELL	11,5	1,69	482,57
BIRKBY DEAD – DEAD19/11/99	14,3	1,52	-100,00
BIRSE GROUP DEAD –T/O BY 900494	35,3	1,36	65,67
BLACK (PETER) DEAD– DEAD 12/02/01	15	3,95	-100,00
BLACK A&C DEAD – DEAD 09/08/00	14	1,43	-100,00
BLACK ARROW GROUP	7,2	0,91	94,84
BLACKS LEISURE	43,3	7,93	35,54
BLAGDEN DEAD – 22/08/00	28,3	2,09	-100,00
BLICK DEAD – DELIST 16/02/04	9,7	4,61	-100,00
BLOOMSBURY PBL.	177	1,09	1235,10
BLP GROUP DEAD – 08/02/01	9,7	0,76	-100,00
BLUE CIRCLE INDS. DEAD – DEAD 12/07/01	12,7	2,33	-100,00
BLUEBIRD TOYS DEAD– DEAD 11/09/98	9,1	4,09	-100,00
BNB RECRUITMENT SLTN. DEAD – 27/02/07	8	5,88	-92,22
BOC GROUP DEAD – 05/09/06	15,1	2,28	166,00
BODY SHOP INTL. DEAD – T/O BY 923386	18,4	3,01	137,30
BODYCOTE	32,5	4,12	15,18
BOGOD GROUP 'A' DEAD – DEAD 03/02/03	10,6	0,51	-100,00

Podietje	P/E (1. 1. 1997)	P/B (1. 1. 1997)	RI (1. 1.1997-1. 1. 2007) %
BOGOD GROUP DEAD –DEAD 03/02/03	20,2	0,96	-100,00
BOOKER DEAD – DEAD25/08/00	14,4	122,81	-100,00
BOOSEY & HAWKES DEAD – 22/12/03	38,2	6,8	-100,00
BOOT (HENRY)	9,9	1,06	606,43
BORDER TV. DEAD – DEAD	18,5	6,86	-100,00
BORTHWICKS DEAD – T/O BY 923330	13,6	1,35	-100,00
BOSTROM DEAD – DEAD 07/12/00	9,1	2,37	-100,00
BOURNE END PROPS. DEAD – DEAD 26/02/01	33,2	0,53	-100,00
BOWNESS LEISURE DEAD – DEAD 28/11/01	7,1	0,66	-100,00
BOXMORE INTL. DEAD– DEAD 17/04/00	24	5,06	-100,00
BP	23	2,9	124,22
BPB DEAD – T/O BY 741689	16,8	2,53	-100,00
BPP HOLDINGS	19,9	6,27	306,65
BPT DEAD – DEAD 31/07/01	20,7	2,4	-100,00
BRADSTOCK GROUP DEAD – DELIST 30/03/04	9,2	4,9	-100,00
BRAKE BROTHERS DEAD – 19/09/02	15,4	2,88	-100,00
BRAMMER	18,7	5,3	-35,38
BRANDON HIRE DEAD – T/O BY 900764	14,4	2,31	236,96
BRAZILIAN IT. DELISTED 05/06/00	39	0,68	-100,00
BREEDON DEAD – DEAD 12/07/00	15,2	1,69	-100,00
BRENT INTL. DEAD –T/O 19/11/99	22,7	2,84	-100,00
BRIDPORT DEAD – DEAD 01/11/99	15,6	2,72	-100,00
BRISTOL WATER GROUP DEAD – T/O BY 929535	9,5	1,64	550,71
BRIT.DREDGING DEAD– DEAD 24/08/98	15	0,84	-100,00
BRIT.FITTINGS DEAD– DEAD 20/07/99	16,1	1,03	-100,00
BRIT.MOHAIR DEAD –DEAD 17/11/00	17,4	0,47	-100,00
BRITAX INTERNATIONAL DEAD – DEAD 03/10/01	13,9	4,26	-100,00
BRIT–BORNEO OIL & GAS DEAD – DEAD 07/08/00	44,3	1,87	-100,00
BRITISH AIRWAYS	11,5	2,03	7,27
BRITISH AMERICAN TOBACCO	10,2	3,19	793,30
BRITISH POLYTHENE INDS.	14,3	2,8	28,54
BRITISH VITA DEAD – DELIST 14/06/05	15,4	1,66	-100,00
BROADCASTLE DEAD –T/O BY 902192	7,1	1,43	-100,00
BROCKHN.HDG. DEAD – 23/01/02	22,5	2,85	-100,00
BROCKHN.HDG.NV.'A'DEAD – 23/01/02	11,7	1,48	-100,00
BROOKE INDUSTRIAL HDG. DEAD – 30/07/02	9,6	0,92	-100,00
BROOKS SERVICE DEAD – DEAD 16/02/01	13,8	1,08	-100,00
BROWN (N) GROUP	29,4	6,02	73,35
BRYANT GROUP DEAD – DEAD 23/04/01	23	1,5	-100,00
BSS GROUP	15,7	1,82	387,63
BSTL.UNITED PRESS DEAD – DEAD 23/02/00	18,1	1,81	-100,00
BT GROUP	10,8	2,26	71,76
BTP DEAD – DEAD 07/04/00	15,4	2,88	-100,00
BTR DEAD – DEAD 04/02/99	10,9	5,39	-100,00
BUCKNALL GROUP DEAD – DEAD 19/11/98	14,3	4,66	-100,00
BUDGENS DEAD – DEAD 16/09/02	11,5	1,04	-100,00
BULGIN 'A' DEAD – DEAD 07/04/00	6,1	0,69	-100,00
BULLOUGH DEAD – DEAD 23/07/03	12,3	1,6	-100,00
BULMER (HP) DEAD –29/07/03	14,7	5,24	-100,00
BUNZL	14,6	4,78	245,47
BURFORD HDG. DEAD – DEAD 09/03/01	60,5	1,33	-100,00
BURMAH CASTROL DEAD – 13/09/00	15,2	3,21	-100,00
BURN STEW.DISTS. DEAD – 31/01/03	53,7	1,21	-100,00
BURNDENE INVS. DEAD – DELIST 16/04/04	8,6	1,12	-100,00
BURTONWOOD DEAD – T/O 900274	15,5	0,48	-100,00
BUSINESS POST GROUP	24,4	9,75	45,43
BWI DEAD – DEAD 02/08/99	10,1	1,88	-100,00
C D BRAMALL DEAD –25/03/04	12,3	2,16	-100,00
CABLE & WIRELESS –PER	24,1	2,9	-55,13
CADBURY	14	2,98	191,95
CAFFYNS	16	0,52	406,41
CAIRD GROUP DEAD –DEAD 26/08/99	5	1,3	-100,00
CAIRN ENERGY	208,5	2,12	331,42
CAKEBREAD RBY.A DEAD – DEAD 02/12/99	7,8	0,46	-100,00
CALA DEAD – DEAD 16/07/99	11,9	1	-100,00
CAMAXYS GROUP DEAD– 01/03/07	10	2,55	-97,84
CAMELLIA	17,7	0,41	398,31
CANNING (W) DEAD –DEAD 17/02/99	16,6	3,06	-100,00
CANNONS GROUP DEAD– 07/08/01	14,9	1,37	-100,00
CANTERBURY FOODS GROUP DEAD – 09/02/06	11,9	1,94	-100,00
CANTORS 'A' DEAD 3/12/92 910171	12,7	1,24	-100,00
CAP.SHOP.CENTS. DEAD – DEAD 31/01/01	34,2	0,94	-100,00
CAPE	14,9	2,03	106,00
CAPITA GROUP	50,9	60,67	1135,22
CAPITAL CORP. DEAD– DEAD 29/07/99	25,3	2,26	-100,00
CAPITAL INDS. DEAD– DEAD 15/06/99	15,8	3,85	-100,00
CARCLO	10,5	1,84	-19,52
CARE UK	20,7	2,31	550,33
CARLTON COMMS. DEAD – DELIST 02/02/04	16,4	19,69	-100,00

<b>Podjetje</b>	<b>P/E (1.1.1997)</b>	<b>P/B (1.1.1997)</b>	<b>RI (1.1.1997-1.1.2007) %</b>
CARPETRIGHT	26,7	12,25	297,54
CARR'S MILLING	10,5	1,43	238,49
CASSELL DEAD – DEAD 02/03/99	6,9	0,69	-100,00
CASSIDY BROTHERS –PER	9,7	0,86	-3,94
CASTINGS	17	3,53	55,85
CATER ALLEN HDG. DEAD – T/O 900489	8,5	1,15	-100,00
CATHAY INTL.HDG. DEAD – DEAD 09/04/01	15,6	0,19	-100,00
CAVAGHAN & GRAY DEAD – T/O 900801	26,6	1,56	-100,00
CEDAR DEAD – DEAD 04/03/02	27,3	24,13	-100,00
CELLTECH GROUP DEAD – DELIST 10/08/04	148,4	9,37	-100,00
CELTIC	95,8	4,48	-90,40
CENTURY INNS DEAD – DEAD 18/06/99	12,1	1,51	-100,00
CEPS	7,7	1,06	-96,49
CHAMBERLIN	9,7	0,84	144,94
CHANNEL HDG. DEAD – DEAD 01/03/00	12,1	3,19	-100,00
CHAPELTHORPE	10,5	1,43	-73,56
CHARACTER GROUP	8,7	3	49,79
CHELSEFIELD DEAD – 08/06/04	9,9	1,03	-100,00
CHEMRING GROUP	11,8	6,73	619,36
CHESTERFIELD PR. DEAD – DEAD 15/11/99	26,7	0,92	-100,00
CHESTERTON INTL. DEAD – 25/07/03	35	405,06	-100,00
CHIEFTAIN GROUP DEAD – 01/12/08	22,4	1,89	707,68
CHIME COMMS.	14,3	66,87	119,57
CHIROSCIENCE GP. DEAD – DEAD 30/09/99	80,2	6,39	-100,00
CHLORIDE GROUP	20,9	1,97	441,48
CHORION DEAD – 18/05/06	114,3	3,85	-28,91
CHRISTIE GROUP	54,9	3,99	766,90
CHRISTIES INTL. DEAD – DEAD 12/10/98	22,8	2,36	-100,00
CHURCH & CO. DEAD – DEAD 02/02/00	17,1	1,22	-100,00
CHURCHILL CHINA	74,7	2,13	-31,89
CIRQUAL DEAD – DEAD 07/01/00	10,7	10,57	-100,00
CITY OF LONDON GROUP	10,8	1,33	177,98
CITY TECHNOLOGY DEAD – DELIST.04/05/00	39,5	16,86	-100,00
CLAREMONT GARM. DEAD – DEAD 16/12/98	15,5	4,08	-100,00
CLARKSON	7,6	1,34	1220,58
CLAYHITHE	7	1,73	-100,00
CLINTON CARDS	14,4	1,48	353,19
CLM IN.FUND DEAD –DEAD 08/02/00	66,3	1,32	-100,00
CLYDE BLOWERS DEAD– DELISTED	14	2,85	-100,00
CLYDEPORT DEAD – DEAD 14/02/03	11,7	1,85	-100,00
CMG DEAD – DEAD 30/12/02	40,2	11,39	-100,00
CML MICROSYSTEMS –PER	33,4	1,24	54,19
CNC PROPERTIES DEAD – 19/10/00	71,8	0,67	-100,00
COATS DEAD – 10/06/03	18,4	1,41	-100,00
COBHAM	21,8	5,56	290,50
COLEFAX GROUP	20,6	2,45	159,43
COMMODITIES TRUST DELISTED 25/04/01	15	0,83	-100,00
COMMUNISIS	21	2,72	24,19
COMMUNITY HOSPITALS DEAD – DEAD 17/07/01	16,4	1,31	-100,00
COMPCO HOLDINGS DEAD – 04/08/03	17,1	0,89	-100,00
COMPEL GROUP DEAD – 30/04/07	13	5,07	-10,64
COMPROP DEAD – T/OBY 26114X	11,7	1,42	-100,00
CONCENTRIC DEAD – T/O BY CASH	12,9	1,89	-100,00
CONSORT MEDICAL	17,4	3,41	88,02
COOK (DC) HDG. DEAD – DEAD 20/07/01	6,3	1,11	-100,00
COOKSON GROUP	12,7	2,94	-46,54
COOPER (FREDERICK)DEAD – DEAD 20/03/03	13,6	2,71	-100,00
CORAL PRODUCTS	10,1	2,1	-57,94
CORNWELL PARK. DEAD – DEAD 05/02/2001	694,2	1,89	-100,00
CORNWELL PARK.'A' DEAD – EX.INTO 900883	27,3	2,11	-100,00
CORPORATE SVS.GP. DEAD – T/O BY 31484W	18,5	28,67	-94,02
CORUS GROUP DEAD –05/04/07	6,3	0,69	14,91
COSALT	8,6	1,48	169,62
COUNTRY GARDENS DEAD – DEAD 05/02/2001	31,2	0,97	-100,00
COUNTRYSIDE PROPS.DEAD – DELIST 14/03/05	21,1	0,82	-100,00
COUNTRYWIDE ASSURED DEAD – DELIST 24/05/04	31,4	3,04	-100,00
COURTAULDS DEAD – DEAD 24/09/98	19,3	2,56	-100,00
COURTAULDS TEXT. DEAD – T/O BY 757088	12,6	0,94	-100,00
COURTS DEAD – DELIST 14/01/05	29,8	2,32	-100,00
COX IN.HOLDINGS DEAD – DELIST 17/08/05	20,8	1,41	-100,00
CRABTREE GROUP DEAD – DELISTED	25,9	8,19	-100,00
CRADLEY GROUP HDG.DEAD – 16/10/06	9,6	1,32	-90,95
CRAIG & ROSE DEAD – DEAD 23/08/99	16,9	1,56	-100,00
CRANSWICK	13,5	2,29	1178,29
CREST NICHOLSON DEAD – 08/05/07	17,2	0,8	1033,99
CREST PACKAGING DEAD – DELISTED	12,8	1,49	-100,00
CRESTACARE DEAD – DEAD 28/09/99	15,4	0,79	-100,00
CRESTON	5,7	6,15	411,52
CRITCHLEY GP. DEAD– DEAD 28/06/00	24,5	4,65	-100,00

Podietie	P/E (1. 1. 1997)	P/B (1. 1. 1997)	RI (1. 1.1997-1. 1. 2007) %
CRODA INTERNATIONAL	17	3,09	139,45
CRODA INTL.DFD	11,9	2,1	-100,00
CROPPER (JAMES)	11,3	1,02	-27,90
CROWN EYEGLASS DEAD – DEAD 11/08/00	9,5	1,98	-100,00
CUSSINS PR.GP. DEAD – DEAD 22/12/99	10,2	0,8	-100,00
DAGENHAM MOTORS DEAD – DEAD 27/05/99	7,3	0,62	-100,00
DAILY MAIL & GEN.	23,6	5,88	179,08
DAILY MAIL 'A'	30,5	5,44	148,62
DANA PETROLEUM	1,1	1,23	433,59
DANKA BUSINESS SYSTEMS DEAD – 20/02/09	23,1	162,99	-96,57
DARBY GROUP DEAD –DEAD 29/05/03	27,3	2,2	-100,00
DART GROUP	13,9	2,89	407,31
DATRONTECH DEAD – DEAD 22/11/01	118,5	46	-100,00
DAVID BROWN GP. DEAD – DEAD 02/12/98	12,2	2,99	-100,00
DAVIS SERVICE GROUP	12,2	2,15	284,92
DAWSON DEAD – DEAD11/10/00	13,3	1,23	-100,00
DAWSON INTL.	17,2	0,86	-87,82
DBS MANAGEMENT DEAD – 27/08/01	14,4	8,38	-100,00
DE LA RUE	12,5	7,4	76,11
DE VERE GROUP DEAD– 07/09/06	14,4	1,72	136,43
DEE VALLEY GROUP NV.	10,6	2,43	278,35
DEE VALLEY GROUP –PER	11,2	2,59	270,88
DELPHI GP. DEAD – DEAD 20/05/99	24,8	16,47	-100,00
DELTA	23,6	2,03	-27,26
DELTRON ELECTRONICS DEAD – EX.INTO 312697	16,3	5,81	-34,47
DENBY GROUP DEAD –DEAD 16/09/99	21,1	4,6	-100,00
DENCORA DEAD – 04/10/00	16,8	0,64	-100,00
DENNIS GROUP DEAD – DEAD 20/01/99	13,8	2,93	-100,00
DENSITRON TECHNOLOGIES	25,6	2,55	-80,00
DEVRO	22,2	4,95	-24,16
DEWHIRST GROUP DEAD – DEAD 03/12/01	14,8	2,52	-100,00
DEWHURST	6,5	0,75	515,36
DEWHURST 'A'	5,3	0,75	534,14
DFS FURNITURE CO. DEAD – DELIST 03/11/04	30,6	19,23	-100,00
DIAGEO	13,7	2,73	216,18
DIALIGHT	10,4	3,7	209,50
DIPLOMA	13,5	2,35	316,29
DIXON MOTORS DEAD – 19/06/02	12,6	1,51	-100,00
DOEFLEX DEAD – DELISTED	14	2,23	-100,00
DOLPHIN PACK. DEAD– 26/09/00	16,9	2,24	-100,00
DOMESTIC & GENERALGP. DEAD – 26/11/07	17,6	3,7	358,87
DOMINO PRINTING SCIENCES	18,3	1,23	712,31
DOMNICK HUNTER DEAD – T/O BY 905150	22	10,52	-100,00
DORLING KINDER. DEAD – DEAD 27/07/00	26,1	5,53	-100,00
DOWDING & MILLS DEAD – 16/02/06	18,7	3,11	-66,16
DRUMMOND GROUP DEAD – DEAD 03/07/01	9,9	1,27	-100,00
DSG INTERNATIONAL	26,7	7,04	101,08
DTZ HOLDINGS	17,6	1,67	2214,53
DUD.JENKINS GP. DEAD – DEAD 04/05/99	24	4,3	-100,00
DYSON GROUP	18,9	1,4	504,67
DYSON(J &J) 'A' DEAD – DEAD 21/09/98	8,7	0,65	-100,00
E WOOD HOLDINGS DEAD – 22/05/07	9,9	1,05	578,45
EAST SURREY HDG. DEAD – DELIST 28/10/05	7,9	1,44	-100,00
ECO ANIMAL HEALTH GROUP	18,8	2,88	222,54
EDIN.FUND MGRS.GROUP DEAD – 31/12/03	22	6,66	-100,00
EDINBURGH INCOME ORD. DELISTED 06/12/99	8,1	0,26	-100,00
EDINBURGH OIL & GAS DEAD – DELIST 05/07/05	18	0,77	-100,00
EIS GROUP DEAD – DEAD	13,1	1,36	-100,00
EL ORO AND EXP.CO.DEAD – DEAD 19/03/09	30,7	2,69	217,23
EL ORO MINING DEAD– DELIST 08/09/03	36,7	2,84	-100,00
ELBIEF DEAD – 21/08/02	11,1	0,81	-100,00
ELDRIDGE POPE 'A' DEAD – DELIST 27/04/98	16	0,97	-100,00
ELECTROCOMP.	28	7,02	-2,80
ELECTRONIC DATA PROC.	11,2	1,18	48,20
ELEKTRON	31,1	3,79	175,42
ELEMENTIS	12,1	1,27	25,13
ELLIOTT (B) DEAD –DELIST 08/06/98	11,1	4,8	-100,00
ELLIS & EVERARD DEAD – DEAD 16/02/01	14,8	3,33	-100,00
EMAP DEAD – 20/03/08	23,9	6,18	44,78
ENG.CHINA CLAYS DEAD – DEAD 17/06/99	18,9	1,35	-100,00
ENIC DEAD – DEAD 30/04/03	86,5	2,38	-100,00
ENSOR HOLDINGS	7,5	0,81	348,08
ENTERPRISE DEAD – 25/06/07	13,1	1,73	440,24
ENTERPRISE INNS	16,3	1,38	1870,74
ENTERPRISE OIL DEAD – DEAD 25/06/02	25	4	-100,00
ENTERTAINMENT RIGHTS DEAD – 02/04/09	9	2,11	64,25
EPWIN GROUP DEAD –DEAD 11/02/00	16,1	2,66	-100,00
ESSEX FURNITURE DEAD – DEAD 05/07/99	123,8	2,84	-100,00
ESTATES & AGENCY DEAD – DELIST 30/09/04	26,8	0,51	-100,00

Podjetje	P/E (1.1.1997)	P/B (1.1.1997)	RI (1.1.1997-1.1.2007) %
EURASIA MINING	718,6	2,98	-98,59
EUROCOPY DEAD - DELIST 31/08/04	10,1	3,28	-100,00
EURODIS ELECTRON SUSP - 15/07/05	12,4	5,13	-100,00
EUROPEAN COLOUR DEAD - 13/11/06	14,3	33,38	-94,28
EUROPEAN HOME RETAIL SUSP - 24/08/06	17	22,4	-84,89
EUROPEAN MOTOR HOLDINGS DEAD - T/O BY	8	1,14	1174,54
EUROPEAN TELECOM DEAD - DEAD 28/10/02	2,7	4,84	-100,00
EUROPOWER DEAD - 17/06/02	11	1,35	-100,00
EUROTHERM DEAD - DEAD 15/09/98	18,9	4,85	-100,00
EVANS HALSHAW DEAD- DELISTED	8,9	0,98	-100,00
EVANS OF LEEDS DEAD - DEREGISTRATION	18,7	1,01	-100,00
EW FACT DEAD - T/OBY 888438	11,2	2,81	-100,00
EWART DEAD - DELIST 29/05/98	13,1	0,84	-100,00
EXEL DEAD - DEAD 14/06/00	20,2	2,48	-100,00
EXEL DEAD - EX.INTO 280598	19,9	1,83	-100,00
EXPRO INTL. DEAD -03/07/08	25,3	9,66	166,20
EYECARE PRDS. DEAD- T/O BY CASH	4,4	0,69	-100,00
FABER PREST DEAD -DEAD 02/06/98	12,7	1,23	-100,00
FALCON HDG. DEAD -12/06/03	109,8	0,76	-100,00
FAUPEL DEAD - T/O BY 946858	8,4	0,45	-100,00
FCX INTERNATIONAL DEAD - 07/08/02	16,7	10,2	-100,00
FENNER	11,8	2,32	144,48
FERGUSON INTL. DEAD - DEAD 24/01/00	11,8	2,76	-100,00
FIBERNET GROUP DEAD - 27/11/06	248,6	4,74	-39,93
FIELD GROUP DEAD -DEAD 06/05/99	164,9	2,26	-100,00
FIFE GROUP DEAD - DEAD 14/09/99	9,5	0,87	-100,00
FILOFAX GROUP DEAD- T/OVER	10,7	3,29	-100,00
FILTRONIC	72,2	7,6	-42,28
FINDEL	8,3	1,49	847,70
FINELIST GROUP DEAD - DEAD 08/06/00	18,8	5,45	-100,00
FINLAY (JAMES) DEAD - 26/09/00	11,4	0,63	-100,00
FINSBURY FOOD GROUP	48,8	6,69	9,08
FIRE EARTH DEAD -DEAD 05/10/98	17,1	1,95	-100,00
FIRST GROUP	15	11,01	317,41
FIRST LEISURE DEAD- DEAD 31/01/00	21,1	2,07	-100,00
FIRST TECHNOLOGY DEAD - T/O BY 906191	20	5,73	118,59
FIRTH RIXSON DEAD - DEAD 03/03/03	21,8	2,39	-100,00
FISHER(JAMES)& SONS	15,9	1,43	520,03
FITCH DEAD - DEAD 24/06/99	10,7	6,3	-100,00
FIVE ARROWS CHILE SUSP(10/4/00)IN LIQUIDN.	51,2	0,54	-100,00
FIVE OAKS INVS. DEAD - DEAD	12,5	0,71	-100,00
FKI DEAD - EX.INTO27922U	17,1	4,23	-18,75
FLARE GROUP DEAD -16/07/01	18,6	3,94	-100,00
FLETCHER KING	13,2	1,14	342,52
FLOMERICS GROUP DEAD - 27/08/08	23,9	3,98	105,46
FOCUS DYNAMICS DEAD - T/O BY CASH	10,3	0,9	-100,00
FOLKES GROUP DEAD - DELIST 11/04/02	6,5	0,52	-100,00
FOLKES GROUP NV. DEAD - DELIST 11/04/02	5,6	0,49	-100,00
FORMINSTER DEAD - 23/06/06	7,2	2,21	-100,00
FORTH PORTS	23,2	2,34	387,50
FORTNUM & MASON DEAD - 20/12/01	34,6	3,49	-100,00
FORTRESS HOLDINGS DEAD - DELIST 28/02/05	12,4	1,54	-100,00
FORTUNE OIL	45,2	3,02	-43,37
FORWARD TECH. DEAD- DEAD 01/03/00	5,2	1,16	-100,00
FREEPORT DEAD - 02/10/07	37,1	0,48	417,60
FRENCH CONNECTN.GROUP	26,9	3,04	300,35
FRENCH DEAD - 09/04/02	18,1	1,8	-100,00
FROGMORE ESTATES DEAD - 08/02/01	20,3	1,2	-100,00
FULLER SMITH 'A' -PER	12,3	0,91	383,83
FULLER SMITH 'B' DEAD - 24/11/95	6,5	0,4	-100,00
FURLONG HOMES DEAD- DEAD 10/10/00	37,2	1,31	-100,00
FUTURE INTEG.TELEPHONY DEAD - DELIST	37	5,02	-100,00
GALIFORM	22,3	4,93	4,67
GALLIFORD TRY	16,3	0,78	1490,45
GAMES WORKSHOP	28,4	14,24	4,41
GANDER PROPERTIES DEAD - DEAD 10/11/99	178,7	1,28	-100,00
GARDINER GROUP DEAD - DEAD	11,5	2,8	-100,00
GARNER	31,7	5,17	-99,13
GARTON ENGR. DEAD - DEAD 20/08/02	7,2	0,57	-100,00
GASKELL SUSP - 16/03/05	12	0,46	-100,00
GCAP MEDIA DEAD - 10/06/08	18,6	45,38	-48,22
GEARHOUSE GROUP DEAD - 25/10/01	18	3,17	-100,00
GEEST DEAD - 16/05/05	30	9,98	-100,00
GEI INTL. DEAD - 19/10/00	6,7	1,91	-100,00
GERRARD GROUP DEAD- DEAD 16/05/00	12,2	1,33	-100,00
GET GROUP DEAD - 23/11/06	9,4	0,66	882,73
GIBBON GROUP DEAD - DEAD T/O	9,3	1,36	-100,00
GIBBS & DANDY 'A' DEAD - DELIST 20/04/04	6,4	0,52	-100,00
GIBBS & DANDY DEAD- 01/08/08	8,4	0,69	1355,90



Podietie	P/E (1. 1. 1997)	P/B (1. 1. 1997)	RI (1. 1.1997-1. 1. 2007) %
GIBBS MEW DEAD – T/O BY 137668	12,6	0,68	-100,00
GKN	15,1	6,48	83,74
GLEESON (MJ) GROUP	14,9	0,82	206,33
GLENMORANGIE 'A' DEAD – DELIST 01/02/05	25,7	1,96	-100,00
GLENMORANGIE 'B' DEAD – 01/02/05	61,6	4,7	-100,00
GLOW COMMUNICATIONS DEAD – DELIST 29/04/05	8,5	9,28	-100,00
GNE GROUP	10,4	2	-82,05
GO-AHEAD GROUP	23	6,87	568,37
GOLDSMITHS GP. DEAD – DEAD 05/07/99	35	4,4	-100,00
GOODHEAD GROUP DEAD – DEAD 15/06/00	23,5	1,42	-100,00
GOODWIN	7,2	1,88	826,16
GOWRINGS DEAD – DELIST 23/03/05	15,3	0,61	-100,00
GPE.CHEZ GERARD DEAD – 15/05/03	22,5	5,34	-100,00
GRAHAM GROUP DEAD – T/O BY 901405	21,6	1,71	-100,00
GRAMPIAN TV. DEAD – T/O BY 902402	20,6	3,25	-100,00
GRAPHITE PRIVATE EQ. DEAD – 16/09/04	107,6	0,03	-100,00
GREENE KING	15,1	1,53	405,22
GREENWAY HDG. DEAD– DEAD 16/06/00	138,4	1,89	-100,00
GREGGS	18,4	2,71	305,80
GRESHAM COMPUTING	18,1	4,99	190,26
GREYCOAT DEAD – DEAD 31/08/99	33	0,91	-100,00
GT.UNVL.STORES A DEAD – 25/10/93	17	1,61	-100,00
GTL RESOURCES	26,6	6,52	-98,99
GUARDIAN RYL.EX. DEAD – DEAD	5,1	0,96	-100,00
GUINNESS PEAT GP. DEAD – MERG 905935	19,2	43,5	-100,00
HADLEIGH DEAD – DEAD 10/02/00	17	3,22	-100,00
HAGGAS (JOHN) DEAD– DEAD 29/12/98	14,8	1,98	-100,00
HALL ENGINEERING DEAD – DEAD 29/07/99	11,7	2,04	-100,00
HALMA	20,3	6,31	133,09
HAMBROS 'A' DEAD –T/O BY CASH	18,7	1,27	-100,00
HAMLEYS DEAD – DELIST 03/10/03	20,9	10,06	-100,00
HAMMERSON 'A' DEAD– CONV.TO 901596	54,5	1,06	-100,00
HAMPDEN GROUP DEAD– DEAD 29/11/99	10,4	1,24	-100,00
HAMPSON INDS.	10,1	3,8	-28,95
HANOVER INTL. DEAD– DELIST 27/10/03	6,7	0,63	-100,00
HANSON DEAD – 30/08/07	7,7	1,94	316,33
HARDYS & HANSONS DEAD – 05/09/06	10,3	0,83	514,69
HARRIS (PHILIP) DEAD – T/O BY 135515	11,4	2,05	-100,00
HARTLEPOOL WATER DEAD – T/O 904327	10,1	1,63	-100,00
HARVARD INTL.	15,3	3,17	25,27
HARVEY NICHOLS DEAD – DEAD 29/01/03	28,1	12,12	-100,00
HAVELOCK EUROPA	23	11,72	-23,43
HAWTAL WHITING DEAD – DEAD 06/06/01	12,5	2,46	-100,00
HAYNES PUBLISHNG –PER	10,3	2,12	97,63
HAYS	25,2	13,56	62,89
HAZLEWOOD FOODS DEAD – DEAD 15/02/01	9,9	1,36	-100,00
HEADLAM GROUP	28,5	4,32	218,81
HEADWAY DEAD – DELIST 01/02/05	8	0,81	-100,00
HEALTHY LIVING CENTRES DEAD – 05/09/06	140,3	7,43	-98,06
HEATH (CE) DEAD – T/O CASH	9,7	1,17	-100,00
HEATH (SAMUEL)	5,5	0,84	548,13
HEAVITREE 'A' L/V	14,6	0,6	512,89
HEAVITREE BREWERY	16,4	0,67	479,12
HEMINGWAY PR. DEAD– DEAD 29/10/99	22,7	0,61	-100,00
HENDERSON DEAD – DEAD 02/06/98	19,8	4,74	-100,00
HENLYS GROUP DEAD – DELIST 22/07/04	13,8	2,85	-100,00
HEPWORTH DEAD – DEAD 02/04/01	13,7	3,28	-100,00
HERITAGE BATHROOMSDEAD – T/O BY CASH	25,2	6,69	-100,00
HEWDEN–STUART DEAD– DEAD 16/02/01	17	2,07	-100,00
HEWETSON DEAD – DELISTED	14,6	4,5	-100,00
HEYWOOD WILLIAMS –PER	14	2,51	-16,05
HICKING PENTCST. DEAD – TAKEOVER	15,9	2,42	-100,00
HICKSON INTL. DEAD– DEAD 11/10/00	73,7	1,06	-100,00
HIGHLAND DISTILLERS DEAD – DEAD 26/01/00	15	1,8	-100,00
HIGH-POINT RENDEL DEAD – DELIST 14/10/03	23,6	0,37	-100,00
HIGHWAY CAPITAL	7,9	1,63	30,52
HILL & SMITH	14	1,18	578,89
HILL HIRE DEAD – DEAD 10/01/00	13,1	2,03	-100,00
HILLSDOWN HDG. DEAD – DEAD	14,3	2,71	-100,00
HI-TEC SPORTS DEAD– DEAD 17/11/00	14,1	1,05	-100,00
HM.CNTS.NWSP.HDG. DEAD – T/O 931649	26,3	4,56	-100,00
HODDER HEADLINE DEAD – DEAD 26/08/99	25,9	2,2	-100,00
HOGG ROBINSON DEAD– 11/09/00	13,7	7,15	-100,00
HOLDERS TECHNOLOGY	33,5	1,67	58,28
HOLIDAYBREAK	7,9	11,55	591,25
HOLT (JOSEPH) DEAD– T/O BY 28/03/00	14,9	1,22	-100,00
HOMESERVE	15,2	2,66	798,57
HOMESTYLE GROUP DEAD – EX.INTO 687385	29,9	1,68	-36,34
HORNBY	20,3	1,64	792,25

Podjetje	P/E (1.1.1997)	P/B (1.1.1997)	RI (1.1.1997-1.1.2007) %
HOUSE OF FRASER DEAD - 09/11/06	40,4	1,67	86,83
HOWARD HOLDINGS DEAD - DEAD 10/12/02	16,2	0,56	-100,00
HOZELOCK GROUP DEAD - T/O BY CASH	16,8	5,35	-100,00
HR OWEN	14,3	1,04	158,54
HSBC HDG. (LON) DEAD - DEAD 05/07/99	180,8	0,02	-100,00
HUGHES (TJ) DEAD -21/05/02	11,6	1,51	-100,00
HUNTINGDON LIFE SCIENCES GP.	3,4	2,32	-100,00
HUNTLEIGH TECH. DEAD - 01/02/07	18,8	6,37	191,08
HYDER CONSULTING -PER	20,4	5,71	-20,41
HYDER DEAD - DEAD 20/10/00	7	1,43	-100,00
I E GROUP DEAD - DEAD	8,7	4,75	-100,00
I2S DEAD - DELIST 19/05/04	9,6	0,84	-100,00
IAF GROUP DEAD - 30/12/08	7,8	0,93	-82,84
IBSTOCK DEAD - TAKEOVER	16,5	1,1	-100,00
IDS GROUP DEAD - DELIST 04/09/03	21,7	1,54	-100,00
IFX GROUP DEAD - 09/10/06	8,5	1,43	211,87
ILION GROUP DEAD -DEAD 12/11/99	21,2	4,71	-100,00
IMI	16,3	4,02	126,71
IMPERIAL CHM.INDS.DEAD - 03/01/08	11,1	38,27	12,92
INCHCAPE	12,4	1,83	693,16
INDE.INSURANCE GP.DEAD - DELIST 11/01/02	10,9	1,25	-100,00
INDE.MEDIA DISTRIBUTION	16,6	2,25	-35,23
INDUSTRIAL CNTL.SVS. DEAD - 14/09/00	13,5	2,45	-100,00
INFAS GROUP DEAD - T/O BY 912130	20,6	2,6	-100,00
INN BUSINESS DEAD - DEAD 16/11/99	14,7	1,37	-100,00
INNOVATA DEAD - EX.INTO 29100H	53,2	6,81	-86,87
INSPEC DEAD - DEAD24/11/98	10,2	6,33	-100,00
INSPECTRON HOLDINGS	12,6	4,77	-89,18
INTELEK	14,5	1,39	-21,24
INTERCAPITAL DEAD - DEAD 21/12/99	5,4	1,48	-100,00
INTERCARE GROUP DEAD - 19/01/04	21,7	2,21	-100,00
INTEREUROPE TECH. DEAD - DEAD 19/08/99	31,7	0,69	-100,00
INTERNATIONAL EN.GP. DEAD - 26/05/05	11	1,18	-100,00
INTERNATIONAL GREETINGS	13,9	2,91	616,59
INTERNATIONAL POWER	8,6	3,06	74,82
INTERSERVE	19,7	2,45	204,05
INTERX DEAD - 16/08/02	24	10,32	-100,00
INTIMAS GROUP	6,5	0,75	-41,66
INTL TOOL & SUPPLYDEAD - DELISTED	2,9	1,37	-100,00
INTL.REAL ESTATE DEAD - DEAD 01/05/09	51,2	0,68	519,82
INVENSYS	20,2	5,04	-86,27
INVERESK	14,5	2,05	-79,50
IOC INTL DEAD - DEAD 02/08/99	45,9	5,36	-100,00
IREVOLUTION GP. DEAD - DEAD 27/08/03	8,8	1,33	-100,00
ISA INTL. DEAD - DEAD 18/07/02	25,9	8,75	-100,00
ISOTRON DEAD - T/OBY 14408R	16,7	1,99	193,84
I-SPIRE DEAD - DEAD 17/06/03	65	1,68	-100,00
ISRAEL FUND DELISTED 22/06/00	321,9	0,75	-100,00
ITE GROUP	25,4	1,04	646,20
JACKS (WILLIAM) DEAD - 22/03/06	13,6	1,37	223,87
JACKSON GROUP DEAD- T/O BY 911223	10,3	0,58	-100,00
JAMES HALSTEAD	15,5	2,42	460,28
JARDINE LLOYD THOMPSON	11	22,47	286,67
JARVIS	22,5	4,03	-97,66
JARVIS PORTER GROUP DEAD - 17/01/07	11,2	3,44	-99,42
JASMIN DEAD - 01/12/06	10,7	0,8	-100,00
JBA HOLDINGS DEAD - T/O BY CASH	45,7	7,73	-100,00
JENNINGS BROTHERS DEAD - T/O BY 900274	17,9	1,05	-100,00
JERMYN INV.PROPERTY DEAD - DEAD 07/05/01	30,3	0,57	-100,00
JEROME GROUP DEAD - DEAD 21/01/99	7,1	0,88	-100,00
JERSEY ELTY.CO.'A'	3,3	0,28	229,42
JEYES DEAD - DEAD 11/09/98	24,7	1	-100,00
JJB SPORTS	27,8	7,4	117,83
JOHNSON FRY HDG. DEAD - DEAD 22/10/99	10,2	2,18	-100,00
JOHNSON MATTHEY	16,4	2,57	241,64
JOHNSON SERVICE GROUP	11	1,96	139,91
JOHNSTON GROUP DEAD - T/O BY 910473	18,3	1,41	-100,00
JOHNSTON PRESS	18,9	2,32	176,52
JONES & SHIPMAN DEAD - DEAD 12/11/99	6	0,99	-100,00
JONES STROUD DEAD - DEAD 09/12/99	17,8	1,54	-100,00
JOS HOLDINGS DELISTED 28/10/92	29,2	1,01	-100,00
JOURDAN	89,6	1,41	17,56
JS REAL ESTATE DEAD - T/O 905839	8,2	0,85	819,98
K3 BUSINESS TECH.GP.	21,1	0,94	-48,28
KALON GROUP DEAD -DEAD 04/05/99	22,9	4,35	-100,00
KELDA GROUP DEAD -12/02/08	7,5	0,94	377,19
KELLER	11,4	2,88	602,38
KELSEY INDS. DEAD - DEAD 11/02/00	9,8	0,81	-100,00
KENWOOD APP. DEAD - 17/04/01	12,1	2,88	-100,00

Podietie	P/E (1. 1. 1997)	P/B (1. 1. 1997)	RI (1. 1.1997-1. 1. 2007) %
KEWILL	14,2	4,01	-21,58
KINGFISHER	20	3	41,47
KOFAX	26,4	5,25	144,18
KOREA EUROPE FUND DEAD – 20/02/03	131,1	0,89	-100,00
KUNICK DEAD – DEAD22/07/02	17,2	37,39	-100,00
KWIK SAVE GP. DEAD– MERGE 882048	8,5	1,27	-100,00
KWIK–FIT HDG. DEAD– DEAD 03/08/99	15,5	2,68	-100,00
LADBROKES	28,8	1,63	139,91
LAING (JOHN) DEAD – 27/12/06	19	1,47	141,42
LAING JOHN A DEAD – DEAD	19	1,47	-100,00
LAIRD	12,2	2,03	84,42
LAMBERT FENCHURCH GP. DEAD – DEAD 08/02/00	8,7	181,9	-100,00
LAMBERT HOWARTH SUSP – 02/07/07	9,5	1,09	-12,03
LAMBERT SMITH HAMPTON DEAD – DEAD	21,7	3,09	-100,00
LAMONT HDG. DEAD – DEAD 27/03/03	24,5	1,31	-100,00
LAPORTE DEAD – DEAD 10/04/01	16	3,2	-100,00
LASMO DEAD – T/OVER 03/04/01	23,7	2,1	-100,00
LATHAM(JAMES)	7,2	0,49	870,31
LAWRIE GROUP DEAD – DEAD 08/10/99	16,7	0,42	-100,00
LDN.&MANC.GP. DEAD– DEAD 27/11/98	11,1	1,75	-100,00
LDN.FORFAITING DEAD – DELIST 03/10/03	19,8	1,84	-100,00
LEEDS GROUP	11,9	1,25	-73,25
LEIGH INTERESTS DEAD – T/O CASH	18,9	1,02	-100,00
LEOPOLD JOSEPH DEAD – DELIST 14/05/04	18,1	0,93	-100,00
LESLIE WISE GP. DEAD – DELETED 6/12/99	7,4	1,89	-100,00
LIBERFABRICA DEAD – DEAD 19/11/99	11	1,56	-100,00
LIBERTY DEAD – 03/08/00	35	1,55	-100,00
LILLESHELL DEAD – 08/02/01	10,3	1,36	-100,00
LIMIT DEAD – 03/11/00	6,3	1,33	-100,00
LINCAT GROUP	11,7	2,56	442,70
LINTON PARK DEAD –T/O BY 911421	13,2	0,66	-100,00
LINX PRINT.TECH. DEAD – DEAD 02/02/05	14,6	2,34	-100,00
LITHO SUPPLIES	15,5	4,23	-34,94
LOCKER GROUP DEAD – 18/01/02	18,1	1,91	-100,00
LOGICA	33,7	10,19	51,63
LONDON CLUBS INTL.DEAD – 04/12/06	21,5	2,33	-39,74
LONDON INTL.GP. DEAD – T/O BY 914579	26,3	6,22	-100,00
LONDON MER.DFD. DEAD – DELIST 22/07/04	11,2	0,49	-100,00
LONDON MER.SECS. DEAD – EX.INTO 926373	9	0,82	536,96
LONDON SCOT.BANK DEAD – 09/12/08	18,4	3,64	86,80
LONDON SECURITY	10,1	0,65	1095,70
LONMIN	11,5	1,01	1052,32
LOOKERS	7,1	1,02	1602,23
LOPEX DEAD – DEAD 22/11/99	3,3	2,64	-100,00
LORIEN DEAD – 06/09/07	25,5	7,68	-86,36
LOW & BONAR	11,4	3,23	-29,32
LPA GROUP	8,6	0,66	33,21
LUCASVARITY DEAD –DEAD 12/05/99	16,3	5,85	-100,00
LUMINATION DEAD – 11/09/00	12,8	1,54	-100,00
LUPUS CAPITAL	40,7	1,44	231,46
LYNX GP. DEAD – 05/03/02	15,9	17,38	-100,00
M P EVANS GROUP	11,2	1,33	360,18
M Y HOLDINGS DEAD – DEAD 15/02/00	18	4,5	-100,00
M&G GROUP (HDG.) DEAD – DEAD 27/05/99	17,9	2,66	-100,00
MACDONALD HOTELS DEAD – DELIST 01/10/03	24,7	1,97	-100,00
MACFARLANE GROUP –PER	19,7	3,21	-70,34
MACKIE DEAD – DELISTED	4,9	2,58	-100,00
MACRO 4 DEAD – 04/02/09	13	9,22	-27,73
MAJESTIC WINE	26,6	4,17	566,88
MALCOLM GROUP DEAD– 25/05/05	11	2,48	-100,00
MALLET	11	0,61	432,64
MANCHESTER UNITED DEAD – DELIST 22/06/05	46,7	5,71	-100,00
MANGANESE BRONZE HDG.	19,3	2,67	138,05
MANSFIELD BREW. DEAD – DEAD 29/02/00	16,4	1,32	-100,00
MARCONI DEAD – EXCH SEE 26958F	17,5	3,95	-100,00
MARK KINGSLEY DEAD– 21/11/05	8,2	1,05	-100,00
MARKS & SPENCER GROUP	19,6	3,08	106,72
MARLEY DEAD – T/O BY CASH	14,3	1,47	-100,00
MARLING INDS. DEAD– T/O 983807	10,5	2,62	-100,00
MARSHALLS	14,1	1,2	307,22
MARSTON THOMPSON DEAD – T/O BY 900274	12,5	0,9	-100,00
MARSTON'S	14	1	344,99
MATTHEW CLARK DEAD– T/O BY CASH	6,5	2,85	-100,00
MATTHEWS(BERNARD) DEAD – DEAD 15/01/01	11,6	1,5	-100,00
MAUNDERS (JOHN) DEAD – DEAD T/O	12,1	1,15	-100,00
MAYBORN GROUP DEAD– 21/07/06	10,9	6,11	255,81
MAYFLOWER CORPORATION SUSP – 31/03/04	37,3	6,51	-100,00
MCALPINE(ALFRED) DEAD – EX.INTO 684990	19,2	0,67	590,66
MCBRIDE	14,2	4,19	131,88

Podjetje	P/E (1.1.1997)	P/B (1.1.1997)	RI (1.1.1997-1.1.2007) %
MCCARTHY & STONE DEAD – 18/12/06	14,1	1,2	1438,91
MCKAY SECS.CAP. DEAD – 31/07/02	22,5	0,63	-100,00
MCKECHNIE DEAD – DEAD 27/10/00	15,2	3,7	-100,00
MCLEOD RUSSEL DEAD– DELIST 19/02/04	13,4	3	-100,00
MECONIC DEAD – 23/08/01	20,8	6,44	-100,00
MEDEVA DEAD – DEAD26/01/00	14,7	9,01	-100,00
MEDIA BUSINESS DEAD – T/O BY CASH	18	4,43	-100,00
MEDIAKEY DEAD – DEAD 25/01/01	29,5	30,37	-100,00
MEGGITT	17,2	3,05	404,72
MENTMORE DEAD – 24/06/04	38,5	4,33	-100,00
MENVIER–SWAIN DEAD– T/O BY CASH	16,3	4,54	-100,00
MENZIES (JOHN)	13,6	4,89	48,87
MEPC DEAD – 13/10/00	15,2	0,87	-100,00
MERANT DEAD – DELIST 01/07/04	15,9	2,65	-100,00
MERCURY ASSET MAN.DEAD – T/O 922060	20,8	8,41	-100,00
MERISTEM DEAD – DEAD 14/04/00	13,7	2,44	-100,00
MERIVALE MOORE DEAD – DELIST 15/09/03	6,3	0,69	-100,00
MERRYDOWN DEAD – 04/05/05	13,1	1,07	-100,00
MERSEY DOCKS & HARBOUR DEAD – DELIST	15,8	1,38	-100,00
METAL BULLETIN DEAD – T/O BY 728803	38,3	30,93	127,79
METALRAX GROUP	16,8	2,92	37,12
METRODOME GROUP	112,4	12,98	-96,56
METROTECT IND. DEAD – DEAD 10/11/99	30,3	1,02	-100,00
METSEC DEAD – DEAD T/O	11,7	1,47	-100,00
MEYER INTL. DEAD –DEAD 26/06/00	18,3	1,31	-100,00
MICE GROUP SUSP – 06/06/07	18,7	2,32	98,14
MICROGEN	10,5	4,08	-58,29
MID KENT HDG. DEAD– 03/07/01	11,1	1,45	-100,00
MID–STATES SUSP – 25/12/08	7,9	0,98	-11,70
MILLER FISHER DEAD– DEAD 28/03/03	2,3	10,15	-100,00
MILNER ESTATES DEAD – DEAD 01/02/00	21,1	0,83	-100,00
MINMET DEAD – 04/12/08	12643	2,85	-81,67
MIRROR GP. DEAD – DEAD 22/11/99	13	1,68	-100,00
MITIE GROUP	11,9	11,95	501,80
MMT COMPUTING DEAD– 18/12/03	25,5	6,36	-100,00
MOLINS	12,7	3,89	-77,63
MONEY CONTROLS DEAD – DEAD 21/02/00	13,1	7,44	-100,00
MONUMENT OIL&GAS DEAD – DEAD 27/09/99	36,2	3,05	-100,00
MOOREPAY GP. DEAD – DEAD 21/03/00	25	19,08	-100,00
MOORFIELD GROUP DEAD – DEAD 01/05/01	20,6	0,86	-100,00
MORE GROUP DEAD – T/O BY 510096	18,5	11,1	-100,00
MORGAN CRUCIBLE	15	3,78	-15,34
MORGAN SINDALL	25,7	5,21	880,17
MORLAND DEAD – T/O23/11/99	15	1,17	-100,00
MORRIS ASHBY DEAD – T/O CASH	15,3	2,29	-100,00
MORRISON DEAD – DEAD 27/12/00	18,3	3,17	-100,00
MORRISON(WM)SPMKTS.	15,1	2,06	256,85
MOSS BROTHERS GROUP	22,9	4,03	-57,76
MOTHERCARE	12,7	2,01	-31,69
M–R GROUP DEAD – DEAD 01/07/99	13,8	2,44	-100,00
MS INTERNATIONAL –PER	20,2	0,49	793,77
MTL INSTRUMENTS GP. DEAD – 11/03/08	10,3	1,32	250,10
MWANA AFRICA	16,5	9,44	-60,45
NARBOROUGH PLTNS.	23	1,31	181,52
NASH (WILLIAM) DEAD – DEAD 30/11/01	6,3	0,6	-100,00
NAT.WSTM.BANK DEAD– MERGER 901450	11	1,63	-100,00
NATIONAL EXPRESS –PER	13,2	3,89	208,57
NATIONAL GRID	7,7	2,42	469,55
NEEPSEND DEAD – T/O 914260	7,4	0,84	-100,00
NESTOR HEALTHCARE	30,5	10,43	90,89
NEWMARKET INVESTMENTS	16	1,01	-95,62
NEWS COMMS. & MEDIA DEAD – DEAD 11/07/00	18,2	2,99	-100,00
NEXT	23,9	5,16	335,34
NFF DEAD – 31/07/01	16,9	1,82	-100,00
NHP DEAD – DEAD 07/04/05	25,5	0,82	-100,00
NICHOLS	12	2,37	164,10
NIGHTFREIGHT DEAD – DEAD 20/03/01	9,8	4,43	-100,00
NORBAIN DEAD – DEAD 15/11/99	12,9	3,72	-100,00
NORCOR DEAD – DEAD29/02/00	1,8	1,41	-100,00
NORCROS DEAD – DEAD 31/01/00	39,2	1,08	-100,00
NORMAN HAY	85,4	0,75	481,32
NORTH MIDLAND CON.	5,1	0,83	1145,10
NORTHAMBER	11,8	2,14	-28,97
NORTHERN FOODS	13,3	3,24	32,18
NORTHERN LEIS. DEAD – 22/09/00	19,5	1,62	-100,00
NORTHERN RACING DEAD – 02/08/07	9,4	1,17	493,57
NORTHGATE	14,2	2,64	321,02
NOVAR DEAD – T/O BY 14305X	16,9	5,53	-100,00
NOVARA DEAD – 27/06/01	10	4,74	-100,00

Podietie	P/E (1. 1. 1997)	P/B (1. 1. 1997)	RI (1. 1.1997-1. 1. 2007) %
NWF GROUP	12,4	1,75	413,57
NWIDE.ACCID.REPR.SVS. DEAD – 09/08/02	9,8	1,05	-100,00
NXT	34,6	4,28	-71,59
OASIS STORES DEAD – 25/09/01	19,6	7,97	-100,00
OCEAN WILSONS HOLDINGS	9,7	0	1097,24
OLD ENG.INNS DEAD – DEAD 07/11/01	13,2	2,95	-100,00
OLIVER GROUP DEAD – DEAD 15/01/01	2	0,56	-100,00
OLIVES PROPERTY DEAD – DEAD T/O27/8/98	21,1	0,51	-100,00
ORIENTAL RESTAURANT DEAD – DEAD 24/01/01	28,7	4,2	-100,00
ORIFLAME INTL.LX.REGD. (LON)	17,8	5,45	-100,00
ORKLA B (XSQ) DEAD – DELISTED	92,8	2,62	-100,00
OSBORNE & LITTLE DEAD – 26/08/03	21,7	5,72	-100,00
OXFORD INSTRUMENTS	17,3	2,27	1,22
PADANG SENANG DEAD– 11/07/01	16,6	2	-100,00
PALADIN RESOURCES DEAD – T/O BY 944011	45,2	2,25	-100,00
PARAMOUNT FOODS DEAD – DEAD 05/11/98	13,4	3,4	-100,00
PARITY GROUP	36,2	16,9	-96,63
PARKLAND GROUP DEAD – T/O BY CASH	11,1	1,02	-100,00
PARTCO DEAD – DEAD13/08/99	16	4,4	-100,00
PARTRIDGE FINE DEAD – 06/02/06	12,9	0,66	-23,95
PEARSON	23,8	28,35	57,16
PEEL HOLDINGS DEAD– DELIST 19/08/04	88,8	1,16	-100,00
PEGASUS DEAD – DEAD 12/04/00	25,7	18,72	-100,00
PENDRAGON	16,5	1,63	563,83
PENINSULAR & OR.STM.NAV DEAD – 09/03/06	15,4	1,38	233,18
PENNON GROUP	9	0,85	392,94
PENTEX ENERGY	5,8	1,92	-100,00
PENTLAND GROUP DEAD – DEAD 15/11/99	17,2	1,21	-100,00
PERKINS FOODS DEAD– DEAD 26/03/01	9,6	2,53	-100,00
PERPETUAL DEAD – DEAD 02/03/01	17	6,68	-100,00
PERSIMMON	18,1	1,3	957,51
PETERHOUSE GROUP DEAD – DELIST 14/07/04	8,8	2,15	-100,00
PGA TOUR.COURSES DEAD – 19/11/01	19	1,89	-100,00
PHOTOBITION DEAD –DEAD 01/08/02	20,1	12,71	-100,00
PHOTO–ME INTL.	14,9	1,21	309,19
PIFCO HDG. DEAD – DEAD 18/07/01	15,5	1,91	-100,00
PIFCO HDG.'A' DEAD– DEAD 9/10/98	15,4	1,9	-100,00
PILKINGTON DEAD – 16/06/06	17,5	1,94	74,89
PILLAR PROPERTY DEAD – DELIST 29/07/05	49,7	1,07	-100,00
PITTARD	10,7	0,85	-86,42
PIZZAEXPRESS DEAD – 17/07/03	41,7	11,9	-100,00
PLANESTATION GROUPDEAD – 26/02/07	31,9	2,43	-100,00
PLYSU DEAD – DEAD 07/02/00	16,2	1,61	-100,00
POCHIN'S	13,5	1,05	391,90
POLYHEDRON HOLDINGS DEAD – DEAD 19/11/98	9,9	0,89	-100,00
POLYPIPE DEAD – T/O BY 901704	19,4	3,73	-100,00
PORTER CHADBURN DEAD – DEAD 12/09/99	10,9	2,73	-100,00
PORTMEIRION GROUP	14,8	2,25	0,76
PORTS.SUND.NWSP. DEAD – DEAD 16/08/99	13,3	1,73	-100,00
PORVAIR	16	2,66	-27,35
POWELL DUFFRYN DEAD – DEAD 17/01/01	13,8	2,32	-100,00
POWERGEN DEAD – DEAD 01/07/02	11,5	1,9	-100,00
POWERSCREEN DEAD –T/O BY 905253	17	4,63	-100,00
PREMIER OIL	13,1	1,1	262,40
PRESSAC DEAD – DELIST 13/05/05	19,9	4,22	-100,00
PRESTON NORTH END	102,6	1,43	-78,05
PRESTWICK HDG. DEAD – DEAD 07/09/99	12,2	1,42	-100,00
PRIME FOCUS LONDON	6	1,43	-52,83
PRIME PEOPLE	178,5	1,54	278,05
PRINCEDALE GROUP DEAD – 12/02/02	12	2,83	-100,00
PRISM LEIS.CORP. DEAD – DEAD 02/02/99	6,9	1,55	-100,00
PROPERTY PTSHP. DEAD – DELISTED	14,1	0,71	-100,00
PROPERTY TRUST PVTDEAD – DEAD 13/09/01	10,4	0,47	-100,00
PROTEAN DEAD – DEAD 10/02/98	9,9	4,37	-100,00
PROTEC DEAD – T/O BY 974847	46,4	15,28	-100,00
PROWTING DEAD – DEAD 15/07/02	36,3	1,11	-100,00
PSION	34,1	6,36	-33,78
PSIT DEAD – T/O 901603	12,3	0,88	-100,00
PTS DEAD – DEAD 26/10/99	25	1,95	-100,00
PUBLISHING TECHNOLOGY	14,2	0,64	-97,69
PURA DEAD – 07/05/03	16,6	1,57	-100,00
PZ CUSSONS	10,9	0,99	531,14
PZ CUSSONS 'A' DEAD – DELIST 29/06/05	9,5	0,86	-100,00
QA DEAD – 17/07/06	13,7	3,1	-98,31
QSP GROUP DEAD – 05/08/02	169,6	1,14	-100,00
QUARTO GROUP	13,7	7,57	17,88
QUICKS GROUP DEAD – 30/07/02	10,9	1,12	-100,00
RAC DEAD – T/O BY 901503	11,9	1,16	-100,00
RACAL ELECTRONIC DEAD – DEAD 27/07/00	14,7	1,67	-100,00

Podjetje	P/E (1.1.1997)	P/B (1.1.1997)	RI (1.1.1997-1.1.2007) %
RACKWOOD MINERAL HDG. DEAD – DEAD	8,9	1,38	-100,00
RADAMEC GROUP DEAD– DELIST 29/07/05	19,5	2,78	-100,00
RADIUS DEAD – DEAD26/11/98	13,4	5,52	-100,00
RAGLAN PROPERTY DEAD – 06/10/00	24,9	0,76	-100,00
RAMCO ENERGY	298,2	4,36	-98,24
RAMSDEN'S(HARRY) DEAD – DEAD 16/02/00	42	4,14	-100,00
RANK GROUP	16,2	2,53	-0,49
RANSOM(WILLIAM)& SON	13,8	1,17	47,40
RANSOMES DEAD – DELIST 07/04/98	11,4	1,52	-100,00
RCO HOLDINGS DEAD – 08/09/00	14,5	2,32	-100,00
REA BROTHERS GP. DEAD – DEAD 23/09/99	84,5	1,11	-100,00
REA HOLDINGS	29,4	1,97	219,71
REAL TIME CNTL. DEAD – DELIST.26/04/00	11,2	2,1	-100,00
RECKITT BENCKISER GROUP	15,1	3,79	329,18
REDBUS INTERHOUSE DEAD – 08/02/06	11,3	1,28	-100,00
REDROW	17,2	2,02	545,58
REECE DEAD – 02/08/02	20,4	6,08	-100,00
REED ELSEVIER	19,5	7,95	31,42
REED EXECUTIVE DEAD – DEAD 19/06/03	10,1	2,54	-100,00
REGAL HOTEL GP. DEAD – DEAD 17/10/00	11,7	1,22	-100,00
REGALIAN PROPS. DEAD – 20/06/01	14	0,87	-100,00
REGENT INNS	37,6	5,19	-64,77
RELIANCE SCTY.GROUP DEAD – 26/09/07	14	3,84	588,58
RELYON GROUP DEAD – 10/10/01	17,9	3,21	-100,00
RENISHAW	20,5	4,1	170,16
RENOLD	11,3	2,3	-25,32
RESOLUTION DEAD – 06/05/08	33,8	1,03	63,76
RESTAURANT GROUP –PER	25,7	3,52	255,75
REVENUE ASSURANCE SVS. DEAD – T/O BY	17,6	1,65	-1,65
REXAM	17,8	3,04	165,32
RICARDO	13,4	2,18	323,12
RICHDSNS.WSTGTH. DEAD – CANCELLATION	9,4	1,08	-100,00
RING DEAD – DEAD 17/08/00	7,5	19,05	-100,00
RIO TINTO	15,9	2,95	313,66
RIO TINTO BR. DEAD– 20/06/01	15	6,56	-100,00
RM	24,4	4,66	92,94
RMC GROUP DEAD – DELIST 01/03/05	15,4	1,8	-100,00
RMS COMMUNICATIONSDEAD – DEAD 23/09/99	164,8	18,82	-100,00
ROBERT WALTERS DEAD – DEAD 25/11/98	21,1	3,34	-100,00
ROBERT WISEMAN DAIRIES	15,3	5,11	358,45
ROK	9	0,6	2934,00
ROLFE & NOLAN DEAD– DEAD 03/04/03	27,3	9,22	-100,00
ROLLS–ROYCE GROUP	33,1	0,76	162,55
ROTORK	23	5,11	392,73
ROYAL DOULTON DEAD– T/O BY 911847	13,9	1,35	-100,00
ROYAL DUTCH SHELL B	19	2,3	122,77
RPC GROUP	19,1	2,09	145,56
RPS GROUP	11,2	3,53	1348,82
RT GP. DEAD – DEAD31/12/02	10,7	1,08	-100,00
RUBEROID DEAD – DEAD 25/05/00	13,5	1,37	-100,00
RUBICON GP. DEAD –DEAD 23/12/98	14,5	5,43	-100,00
RUGBY GROUP DEAD –DEAD 21/03/00	13,9	1,51	-100,00
RUSSELL (ALEX.) DEAD – DEAD 21/06/01	16,9	0,81	-100,00
RYLAND GP. DEAD – DEAD 30/09/03	10,7	1,08	-100,00
SAFeway (UK) DEAD – DELIST 08/03/04	15,7	2,34	-100,00
SAINSBURY (J)	14,8	1,94	61,54
SALVESEN(CHRIS.) DEAD – EX.INTO 142650	15	3,72	3,26
SANCTUARY GROUP DEAD – 03/09/07	53,2	1,24	-99,70
SANDERSON GROUP DEAD – 13/04/00	18,4	9,18	-100,00
SAVE GROUP DEAD – DEAD 26/11/01	10,8	1,11	-100,00
SAVILLE GORDON ESTS. DEAD – DEAD 14/08/02	13,5	0,84	-100,00
SAVILLS	13,7	2,52	2294,75
SAVOY HOTEL 'A' DEAD – T/O CASH	48,9	1,08	-100,00
SAVOY HOTEL 'B' DEAD – T/O CASH	228,3	4,96	-100,00
SCAPA GROUP	13,3	2,35	-87,46
SCARBOROUGH MINERALS DEAD – EX.INTO	7,9	1,08	-87,48
SCHOLL DEAD – T/O BY 914579	18,9	3,43	-100,00
SCOT.& SOUTHERN ENERGY	10,3	1,45	689,63
SCOT.HIGHLD.HOTELSDEAD – DEAD 28/09/99	14,1	1,41	-100,00
SCOT.MET.PR. DEAD – 28/07/00	14	0,83	-100,00
SCOTTISH & NEWCASTLE DEAD – 29/04/08	18	1,99	37,56
SCOTTISH POWER DEAD – EX.INTO 15299K	10,1	2,73	291,61
SCOTTISH RADIO HOLDINGS DEAD – T/O BY	18,3	4,27	-100,00
SEACON HOLDINGS DEAD – DEAD 01/10/01	22,5	1,01	-100,00
SEARS DEAD – TAKEOVER 02/99	38,9	1,37	-100,00
SEDGEMOOR DEAD – DEAD 02/08/99	12,7	3,62	-100,00
SEDGWICK GROUP DEAD – DEAD 08/01/99	10,6	3,64	-100,00
SEET DEAD – DEAD 15/06/01	61,6	1,03	-100,00
SELECT APPT.HDG. DEAD – DEAD 21/12/99	22,1	4,02	-100,00

Podietie	P/E (1. 1. 1997)	P/B (1. 1. 1997)	RI (1. 1.1997-1. 1. 2007) %
SEMA DEAD – 11/05/01	38,2	11,24	-100,00
SENIOR	14	2,54	7,36
SEP INDL.HDG.PF. DEAD – DEAD 20/07/01	9,7	1,33	-100,00
SERCO GROUP	41	15,46	271,40
SERVISAIR DEAD – DEAD 22/06/99	37,1	6,29	-100,00
SERVOMEX DEAD – DEAD 25/08/99	17,9	5,3	-100,00
SEVERFIELD–ROWEN –PER	25,8	3	565,81
SEVERN TRENT	7,6	0,93	278,42
SFI GROUP DEAD – DEAD 12/05/03	35,9	2,4	-100,00
SHANI GROUP DEAD –DEAD 29/08/00	8,2	1,4	-100,00
SHANKS GROUP	19,5	3,2	153,21
SHARPE & FISHER DEAD – DEAD 04/02/00	18	2,15	-100,00
SHELTON (MARTIN) DEAD – DELIST 28/11/05	9,1	1,18	-100,00
SHERWOOD INTL. DEAD – DELIST 09/09/03	11,1	1,51	-100,00
SHILOH DEAD – T/O BY 14408R	11,9	0,48	-100,00
SHIRE	35,8	14,38	348,82
SHOPRITE GROUP	14	1,03	-33,73
SIDLAW GROUP DEAD – DEAD 10/06/99	74,6	0,9	-100,00
SIG	13	3,01	546,89
SILENCE THERAPEUTICS	245,3	17,91	-88,95
SILENTNIGHT HDG. DEAD – DELIST 03/11/03	18,7	2,83	-100,00
SIMON GROUP DEAD –22/08/07	10,6	0,97	84,72
SIMS FOOD GP. DEAD– DEAD 23/09/99	4,2	6,06	-100,00
SINCLAIR (WM.) HDG.	12,2	1,99	-14,74
SINGAPORE PARA DEAD – 11/07/01	57,5	6,46	-100,00
SINGER & FRIED.GP.DEAD – DELIST 09/08/05	13,3	1,34	-100,00
SLIMMA	12,4	1,65	83,71
SLINGSBY (HC)	8,4	0,73	662,02
SLUG & LETTUCE DEAD – DEAD 31/10/00	18	1,76	-100,00
SMART (J)	7,1	0,51	476,61
SMART APPROACH DEAD – 30/03/06	16,6	6,85	-100,00
SMITH & NEPHEW	15,7	4,36	252,75
SMITH (DS)	12,2	1,99	18,05
SMITH(WH)GP.'B' DEAD – CONV.TO 901215	18,9	3,58	-100,00
SMITHKLINE BHM. DEAD – DEAD 27/12/00	22,3	14,45	-100,00
SMITHS GROUP	20,9	10,2	70,35
SNACKHOUSE DEAD – 14/05/02	8,6	1,61	-100,00
SOLVERA DEAD – DEAD 12/03/99	36,9	1,82	-100,00
SOURCE BIOSCIENCE	13,6	2,44	-86,29
SOUTHAMPTON LEISURE HDG. SUSP – 01/04/09	77	1,96	18,81
SOUTHERN ELEC. DEAD – CANCEL.30/12/98	11,4	2,42	-100,00
SOUTHERN VECTIS DEAD – T/O BY 135565	11250	2,36	-100,00
SOUTHNEWS DEAD – DEAD 26/01/01	23,4	6,33	-100,00
SPANDEX DEAD – DEAD/DELISTED	19,4	4,35	-100,00
SPEEDY HIRE	13,9	1,82	611,74
SPIRAX–SARCO	19	4,22	115,95
SPIRENT COMMUNICATIONS	18,7	7,01	-44,45
SPRING GROUP	26,7	2,46	-70,88
SPRINGWOOD DEAD – DELIST 19/04/04	18,4	1,24	-100,00
ST.IVES	17,2	3,31	-3,76
STADIUM GROUP	11,6	2,29	-13,35
STAGECOACH GROUP –PER	30,7	9,25	56,58
STAKIS DEAD – T/O BY 910437	23,6	1,13	-100,00
STANELCO	96	138,27	63,22
STANLEY LEISURE DEAD – 17/11/06	27	1,83	290,67
STAT-PLUS GROUP DEAD – DEAD 18/01/01	16,5	5,21	-100,00
STAVELEY INDS. DEAD – 30/11/00	11,8	2,46	-100,00
STEEL BURRILL DEAD– T/O BY CASH	6,3	6,52	-100,00
STERLING INDS. DEAD – DEAD 15/02/00	14,8	3,38	-100,00
STIRLING GP. DEAD – DELIST 10/12/03	9,6	1,42	-100,00
STONEMARTIN DEAD –05/01/09	243,6	1,34	-79,37
STOVES GROUP DEAD – DEAD 17/03/01	19,5	4,85	-100,00
STV GROUP	24,9	9,32	-45,09
STYLO DEAD – DEAD 19/03/09	17,5	0,88	-21,30
SUNLEIGH DEAD – DEAD 19/06/99	43	4,26	-100,00
SWALLOW GROUP DEAD– ACQ–WTB 14/4/00	11,9	0,83	-100,00
SWALLOWFIELD	14,4	2,03	-51,85
SYGEN INTERNATIONAL DEAD – T/O BY 296734	14,8	3,39	-55,61
SYLTONE DEAD – DELIST 02/02/04	12,3	1,71	-100,00
SYMONDS DEAD – DELISTED	13	4,79	-100,00
TAMS (JOHN) GP. DEAD – DEAD 01/12/00	14,8	1,43	-100,00
TARMAC DEAD – DELIST.04/05/00	17,7	0,92	-100,00
TARSUS GROUP	94,6	44,74	325,11
TATE & LYLE	12	2,18	168,30
TAY HOMES DEAD – 22/02/02	48,6	0,72	-100,00
TAYLOR WIMPEY	14,3	1	293,65
TBI DEAD – DEAD 02/02/05	14,4	1,6	-100,00
TDG DEAD – EX.INTO54147M	10,9	1,02	120,46
TELEVISION DEAD – T/O BY 282560	18,4	3,79	-70,67

Podjetje	P/E (1.1.1997)	P/B (1.1.1997)	RI (1.1.1997-1.1.2007) %
TELSPEC	7	4,55	-95,81
TESCO	15,4	1,98	349,17
TEX HOLDINGS	14,5	1,27	53,40
TGI DEAD - 19/02/02	14,6	2,2	-100,00
THAMES WATER DEAD - T/OVER-902191	10,8	1,07	-100,00
THE CELEBRATED GROUP DEAD - DELISTED.	13,9	1,23	-100,00
THE REAL HOTEL GP.DEAD - 24/02/09	13,7	0,43	-70,75
THEMIS FTSE FLEDGEIDX. DELISTED 03/01/02	67,4	0,86	-100,00
THISTLE HOTELS DEAD - 17/07/03	17,6	0,85	-100,00
THORN DEAD - DEAD 10/11/98	9,9	2,69	-100,00
THORNTONS	28,9	3,54	14,90
THORPE (FW)	13,1	1,24	527,15
TI GROUP DEAD - DEAD 04/12/00	20,7	7,2	-100,00
TIBBETT & BRITTEN DEAD - DELIST 29/09/04	24	3,49	-100,00
TIE RACK DEAD - DEAD 12/07/99	19,1	2,68	-100,00
TIME PRODUCTS DEAD- DEAD 17/08/01	15,1	3,12	-100,00
TINSLEY (ELIZA) DEAD - 31/07/06	11,8	1,31	-85,24
TINSLEY ROBOR DEAD- DEAD 27/10/98	13,6	1,87	-100,00
TITON HOLDINGS	9,8	1,17	165,12
TLG DEAD - DEAD 10/12/98	11,4	2,58	-100,00
TOMCO ENERGY SUSP - 11/02/09	20,1	2,13	-97,26
TOMKINS	14,2	4,53	62,37
TOMKINSONS DEAD - T/O 911518	14,9	0,86	-100,00
TOPS ESTATES DEAD - T/O BY 901598	37,3	0,68	-100,00
TOREX GROUP DEAD -DELIST 26/01/04	12,8	4,15	-100,00
TOTAL SYSTEMS	9,1	1,35	73,68
TOTTENHAM HOTSPUR	17,7	2,86	-34,28
TRAFFORD PARK DEAD- DEAD 08/10/98	16,9	0,74	-100,00
TRANSTEC DEAD - 14/11/01	17,7	2,62	-100,00
TRAVIS PERKINS	19,6	2,69	423,22
TREATT	7,4	1,48	196,24
TRIAD GROUP	27,6	14,42	-87,23
TRIFAST	18,1	4,37	3,22
TRING INTL. DEAD -DEAD 26/11/98	4,8	0,78	-100,00
TRINITY CARE DEAD - 28/02/02	7,9	0,91	-100,00
TRINITY MIRROR	25	1,94	47,42
TRIPLEX LLOYD DEAD- T/O CASH	11,2	2,21	-100,00
TRUST MOTOR GP. DEAD - DEAD 09/10/98	8,7	0,97	-100,00
TRY GROUP DEAD - DEAD 30/10/00	10,2	0,72	-100,00
TT ELECTRONICS	17,6	2,77	48,09
TTG EUROPE DEAD - DELIST 21/09/05	34,3	5,85	-100,00
TUDOR DEAD - DEAD 09/11/99	15,7	1,27	-100,00
TULLOW OIL	64,1	2,98	381,69
TUNSTALL GROUP DEAD - T/O BY CASH	15,9	3,01	-100,00
UCM GROUP DEAD - 24/04/07	13,1	1,76	18,20
UDO HOLDINGS DEAD - DEAD 6/4/98	12	1,94	-100,00
UK COAL	6,4	1,38	176,66
ULTIMA NETWORKS	10,8	12,91	-96,84
UMECO	16,7	4,47	247,41
UNILEVER (UK)	16,2	3,59	149,12
UNION DEAD - 24/07/01	6,6	1,13	-100,00
UNIQ	10,1	1,95	20,82
UNITED ASSURANCE GROUP DEAD - DEAD	30,6	1,57	-100,00
UNITED BISCUITS DEAD - DEAD 16/06/00	22,4	1,66	-100,00
UNITED CARRIERS DEAD - DEAD 20/08/99	138,7	1,1	-100,00
UNITED INDS. DEAD - DEAD 27/09/02	8	0,99	-100,00
UNITED UTILITIES GROUP	7,2	1,54	215,88
UNIVENT DEAD - DELIST 14/03/05	18,9	2,12	-100,00
UNIVERSAL SALVAGE DEAD - EX.INTO 130591	21,9	5,21	-14,65
UNIVERSE GROUP	21,5	2,7	-15,08
UPF GROUP DEAD - DEAD 01/03/99	10,1	0,53	-100,00
USBORNE DEAD - DEAD	10,7	0,83	-100,00
UTILITY CABLE DEAD- DEAD 23/09/99	4,1	0,37	-100,00
VARDY (REG) DEAD -T/O BY 904302	14,4	1,9	329,28
VCI DEAD - DELISTED	13,9	8,5	-100,00
VDC DEAD - T/O BY 777559	16,3	2,81	-100,00
VEGA GROUP DEAD - 14/02/08	17,9	964,77	-18,95
VENDOME LUXURY U DEAD - DELIST 25/03/98	19,3	3,38	-100,00
VERO GROUP DEAD - T/O BY 937661	9,7	4,26	-100,00
VERSAILLES GROUP DEAD - DEAD 05/03/01	20,2	5,28	-100,00
VHE HOLDINGS DEAD - DEAD 07/12/01	16,2	2,84	-100,00
VICKERS DEAD - DEAD 20/12/99	15	2,71	-100,00
VICTORIA	9,6	0,45	335,72
VICTREX	22,7	11,82	284,00
VIRIDAS	16,8	2,19	-86,60
VIRIDIAN GROUP DEAD - 08/12/06	6	1,73	489,07
VITEC GROUP	14	6,04	18,03
VODAFONE GROUP	21,5	9,82	244,81
VOLEX GROUP	13,4	2,95	-61,25



Podietje	P/E (1. 1. 1997)	P/B (1. 1. 1997)	RI (1. 1. 1997-1. 1. 2007) %
VT GROUP	12,9	3,32	284,10
VYMURA DEAD – TAKEOVER	30,8	2,01	-100,00
WACE GROUP DEAD – DEAD 21/05/99	7,5	46,48	-100,00
WADDINGTON DEAD – DEAD	13	2,83	-100,00
WAGON DEAD – 02/03/09	10,9	3,71	-6,43
WAINHOMES DEAD – T/O BY CASH	58,9	1,18	-100,00
WALKER (THOMAS) SUSP – 03/04/09	12,6	0,58	108,08
WALKER GREENBANK –PER	10,1	1,42	28,13
WARD HOLDINGS DEAD– 15/09/00	9,8	0,65	-100,00
WARDLE STOREYS DEAD – DEAD 24/03/00	18,5	3,86	-100,00
WARNER HOWARD DEAD– DEAD 953510	12,3	2,75	-100,00
WARNFORD INVS. DEAD – 05/04/01	15,5	0,61	-100,00
WASSALL DEAD – DELIST.05/05/00	16,1	1,25	-100,00
WASTE MAN.INTL. DEAD – DEAD 03/11/98	10,9	2,64	-100,00
WASTE RECYCLING DEAD – 29/07/03	49,6	2,85	-100,00
WATERDORM DEAD – DEAD 29/02/00	15,5	2,42	-100,00
WATERFALL HOLDINGSDEAD – DEAD 31/07/00	21,3	1,52	-100,00
WATERMAN GROUP	18,1	0,88	634,37
WATES CTY.LDN. DEAD – DEAD 21/02/01	114,5	0,83	-100,00
WATTS BLAKE BEA. DEAD – TAKEOVER	14,4	1,22	-100,00
WEB-ANGEL DEAD – 11/08/03	17,9	1,12	-100,00
WEIR GROUP	16,7	2,37	223,04
WELLINGTON HOLDINGS DEAD – T/O BY 900575	15,6	4,22	-100,00
WELLINGTON UNDERWRITING DEAD – T/O BY	24,2	2,33	38,72
WELLMAN DEAD – DELIST 6/4/98	7,3	2,55	-100,00
WEMBLEY DEAD – DELIST 29/09/05	9,7	1,11	-100,00
WENSUM COMPANY	8,4	2,1	148,49
WESCOL GROUP DEAD – DEAD 28/03/03	22,9	2,43	-100,00
WESSEX WATER DEAD – DEAD 17/11/98	7,2	1,15	-100,00
WESTBURY DEAD – T/O BY 910133	17,9	1,52	241,55
WESTCITY	23,4	0,65	-31,62
WESTMOUNT ENERGY –PER	73	3,12	149,97
WETHERSPOON (JD) –PER	42,8	3,66	229,12
WF ELECTRICAL DEAD– DEAD 24/11/00	21,4	2,66	-100,00
WHATMAN DEAD – 25/04/08	16,8	2,95	222,30
WHITBREAD	17,7	1,7	211,54
WHITBREAD 'B'	38	2,72	-100,00
WHITTARD OF CHELSEA DEAD – 24/02/06	30	7,38	-100,00
WIDNEY SUSP – 16/02/09	7,8	1,64	-7,60
WILLIAMSON TEA DEAD – DEAD 14/01/2005	295,4	0,48	-100,00
WILLIS CORROON DEAD – DEAD 19/11/98	9,4	5,11	-100,00
WILLOUGHBY PF.	347,3	2,08	-100,00
WILLOUGHBYS CONS. DEAD – DEAD	12,5	3,72	-100,00
WILMINGTON GROUP –PER	28,7	4,51	185,77
WILSHAW DEAD – 04/05/07	8,4	1,93	-83,48
WILSON BOWDEN DEAD– EX.INTO 906309	22,4	1,47	534,48
WILSON CONNOLLY DEAD – DELIST 25/11/03	24	1,23	-100,00
WIMPEY (GEORGE) DEAD – EX.INTO 900345	77	0,97	597,25
WINDSOR DEAD – 26/03/07	16,4	8,66	261,45
WINTRUST DEAD – DEAD 16/09/04	15,8	1,04	-100,00
WOLSELEY	16,1	3,13	267,48
WOLSTENHLMER RNK. DEAD – DEAD 28/09/00	12,6	2,18	-100,00
WOOD (ARTHUR) DEAD– DEAD 09/12/02	11,4	1,57	-100,00
WORLD TRADE SYSTEMS SUSP – 29/01/08	12,8	1,63	-100,00
WORTHINGTON GROUP	10,4	2,25	-94,15
WSP GROUP	11,5	2,33	1307,68
WSTM.HLTH.CARE DEAD – DEAD 20/05/99	15,6	1,33	-100,00
WYEVALE GDN.CENTRES DEAD – 19/06/06	17	1,42	213,03
WYKO DEAD – DEAD 12/11/99	21	3,83	-100,00
WYNDEHAM PRESS GP.DEAD – 08/06/06	16,9	4,2	-6,99
XANSA DEAD – EX.INTO 672558	48,4	10,71	17,12
YATES GROUP DEAD –DELIST 13/10/04	30,6	2,47	-100,00
YORK WATERWORKS DEAD – T/O BY 904486	11	2,1	-100,00
YORK WTW.NV.'A' DEAD – T/O BY 904486	11,5	1,94	-100,00
YORKLYDE DEAD – 25/09/02	10,7	1,12	-100,00
YORKS.GROUP DEAD –DELIST 08/10/04	10,7	1,08	-100,00
YOUNG & CO.BREW.'A'	29,4	0,64	589,83
YOUNG & CO.BREW.NV.	25	0,54	586,40
YOUNG(H)HDG. DEAD – DEAD 06/06/01	11,3	1,65	-100,00
YULE CATTO	17,9	5,7	-1,37
ZETEX DEAD – 09/06/08	11,8	1,55	38,17
ZOTEOAMS	17,9	3,09	-9,80
<b>Povprečje</b>	<b>44,2</b>	<b>5,3</b>	<b>40,27</b>