

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VPLIV IZBRANIH ZNAČILNOSTI UPRAVLJANJA GOSPODARSKIH
DRUŽB NA EKONOMSKO DODANO VREDNOST: NA PRIMERU
FARMACEVTSKE PANOGE V OBDOBJU 2000–2008**

Ljubljana, november 2010

GREGOR TRAMPUŽ

IZJAVA

Študent Gregor Trampuž izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal v soglasju s svetovalko doc. dr. Aleksandro Gregorič, in v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona avtorskih in in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, 18. 11. 2010

Podpis:

KAZALO

UVOD	1
1 KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE IN SISTEMI KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA V SVETU.....	5
1.1 Mehanizmi nadzora in sistemi upravljanja	6
2 KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE IN USPEŠNOST POSLOVANJA GOSPODARSKIH DRUŽB	12
2.1 Kazalci uspešnosti poslovanja gospodarskih družb	12
2.2 Zgodovina ekonomske dodane vrednosti	14
2.3 Model ekonomske dodane vrednosti.....	16
2.4 Prednosti in uporaba ekonomske dodane vrednosti	18
2.5 Opredelitev kazalcev poslovanja za potrebe empirične analize.....	20
2.5.1 Dobičkonosnost sredstev – ROA	20
2.5.2 Dobičkonosnost investicij – ROIC	21
2.5.3 Ekonomska dodana vrednost – EVA	21
2.5.4 Izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala – WACC.....	24
2.6 Standardizirana EVA, EVA spread in relativna EVA	28
2.7 Tržna dodana vrednost	29
2.8 Tobinov Q	30
3 EMPIRIČNA ANALIZA VPLIVA LASTNIŠKE STRUKTURE NA USPEŠNOST POSLOVANJA PODJETIJ V FARMACEVTSKI PANOGI.....	31
3.1 Predstavitev panoge farmacije	31
3.2 Izračun ekonomske dodane vrednosti: osnovne predpostavke	35
3.3 Empirična analiza vpliva korporacijskega upravljanja na uspešnost poslovanja farmacevtskih podjetij	48
SKLEP	54
LITERATURA IN VIRI	56
PRILOGE	

KAZALO TABEL

Tabela 1: Sistem trga v primerjavi s sistemom velikih delničarjev.....	8
Tabela 2: Koncentracija lastništva v Evropi, ZDA in Veliki Britaniji (v odstotkih)	8
Tabela 3: Investicijska politika in asimetrija informacij	9
Tabela 4: Izračun EVA: osnovne ideje in njihova uveljavitev	21
Tabela 5: Svetovna prodaja ter stopnje rasti po letih	32
Tabela 6: Skupna prodaja v milijardah dolarjev, tržni deleži po letih ter povprečne stopnje rasti v odstotkih	33
Tabela 7: Prodaja največjih svetovnih farmacevtov po letih v milijonih dolarjev	34

Tabela 8: Opisne statistike za spremenljivke uporabljene za izračun EVA (po letih).....	35
Tabela 9: Opisne statistike v milijonih dolarjev	36
Tabela 10: Stroški lastniškega kapitala za pet največjih podjetij v panogi v letu 2008	37
Tabela 11: Relativna, standardizirana in EVA Spread za 71 farmacevtskih podjetij: povprečje (standardni odklon) in mediana za obdobje 2000–2008	38
Tabela 12: ROA, ROIC in Tobinov Q za 71 farmacevtskih podjetij: povprečje (standardni odklon) in mediana za obdobje 2000–2008	39
Tabela 13: Koncentracija lastništva in uspešnost poslovanja farmacevtskih družb (C1 – prvi lastnik).....	50
Tabela 14: Koncentracija lastništva in uspešnost poslovanja farmacevtskih družb (C5 – prvih pet lastnikov)	50
Tabela 15: Geografski izvor lastnikov in uspešnost poslovanja farmacevtskih družb	51

KAZALO SLIK

Slika 1: Povprečne vrednosti in mediana ustvarjene ekonomske dodane vrednosti v letih 2000–2008 (v milijonih dolarjev)	38
Slika 2: Izračuni tržne dodane vrednosti po teoretičnem, praktičnem (tržnem) izračunu ter ob predpostavki 3-odstotne stopnje rasti EVA za 5 največjih podjetij v vzorcu (po tržni kapitalizaciji v letu 2008), v milijardah dolarjev.....	40
Slika 3: Lastniška struktura podjetij: povprečje in mediana za lastniški delež prvega največjega lastnika, prvih treh največjih lastnikov in prvih petih največjih lastnikov v odstotkih	41
Slika 4: Delež posameznih investorjev po geografskem izvoru v letu 2008 (v odstotkih) .	43
Slika 5: Deleži glede na vrsto investorjev (skupni deleži)	44
Slika 6: Lastniška struktura podjetja Pfizer: lastniški delež prvih petih največjih lastnikov	44
Slika 7: Geografski izvor lastnikov podjetja Pfizer	45
Slika 8: Lastniška struktura podjetja Chugai Pharmaceutical CO Ltd.: lastniški delež prvih petih največjih lastnikov	45
Slika 9: Geografski izvor lastnikov podjetja Chugai Pharmaceutical CO Ltd.	46
Slika 10: Delež ženskih in moških direktorjev v nadzornih svetih 71 farmacevtskih družb .	47

UVOD

Sodobna teorija poslovnih financ kot primarni cilj poslovanja gospodarskih družb postavlja cilj maksimiranja premoženja lastnikov, ki se doseže ob maksimiranju tržne vrednosti enote lastniškega kapitala (Mramor, 2000). Uspešnost gospodarskih družb pri maksimiranju vrednosti premoženja podjetja vpliva na pripravljenost investorjev, da ohranijo oziroma naložijo svoja finančna sredstva v podjetje. Če podjetje ne uspe zadovoljiti njihovih pričakovanj, bodo investitorji razporedili svoja finančna sredstva v druge, potencialno bolj donosne naložbe (angl. *"exit"*). Lahko pa lastniki, da bi si zagotovili ustrezen donos naložbe v obstoječem podjetju, svoje lastništvo kopičijo – akumulirajo do višine, ki jim bo omogočalo, da aktivno usmerjajo odločitve menedžerjev teh družb (angl. *"voice"*). Na osnovi znatnega¹ lastniškega deleža v podjetju si bo lastnik zagotovil tudi možnost, da imenuje svojega predstavnika v nadzorni svet podjetja ter si na ta način zagotovi zaupnega in strokovnega človeka, ki bo v njegovem imenu, namesto njega nadziral menedžment ter mu pomagal pri oblikovanju strategije podjetja v smeri dolgoročnega maksimiranja vrednosti podjetja. Velja tudi obratno. Lastnik, ki bo iz takšnih ali drugačnih razlogov držal v posameznem podjetju razmeroma velik delež kapitala, bo tudi motiviran, da aktivno sodeluje v nadzoru nad upravljanjem tega podjetja.

Poleg koncentracije lastništva poznamo še vrsto drugih načinov, s katerimi si lahko vlagatelji finančnih sredstev zagotovijo, da bodo menedžerji s sredstvi lastnikov odgovorno ravnali in maksimirali njihovo dolgoročno vrednost. Med takšna "orodja" uvrščamo: zbiranje pooblastil malih delničarjev z namenom pritožbe nad upravo (angl. *proxy fights*), nadzorni svet, ki odgovorno skrbi za interese vseh (tudi manjših delničarjev) ter drugih ključnih deležnikov v podjetju, sistem nagrajevanja vodilnih (tj. opcije, delnice menedžmentu, itd.), pravne tožbe, itd. Ta splet mehanizmov, s katerimi si vlagatelji kapitala podjetja zagotovijo ustrezen donos na ta kapital, označujemo tudi s pojmom korporacijsko upravljanje (angl. *corporate governance*). Mehanizmi korporacijskega upravljanja so orodje, na osnovi katerega lastniki finančnih sredstev podjetja usmerjajo dejanja in odločitve tistih, ki upravljajo s temi sredstvi (to je menedžmenta), v smeri maksimiziranja vrednosti vloženega premoženja (Shleifer & Vishny, 1996). V magistrskem delu obravnavamo dva izmed najpomembnejših mehanizmov korporacijskega upravljanja, to je koncentracijo glasovalnih in lastniških pravic v rokah enega ali več velikih delničarjev (angl. *blockholders*) ter nadzorni svet kot institucijo, ki naj bi reševala agentske probleme v podjetju². Medtem ko se vloga različnih mehanizmov korporacijskega

¹ Mnenja o tem, kaj je znaten delež lastnika v podjetju, se razlikujejo. Nekateri avtorji ocenjujejo, da je za možnost dejanskega vplivanja na menedžment podjetja potrebnih 10 ali vsaj 20 odstotkov lastniških in glasovalnih pravic. Drugi avtorji navajajo znatno višje deleže, to je 30 ali vsaj 50 odstotkov kapitala in glasovalnih pravic.

² Avtorja teorije agentov sta Meckling in Jensen (1976). Osnova teorije je spoznanje, da v velikih podjetjih prihaja do ločevanja funkcije lastništva in funkcije vodenja ali upravljanja. Slednje je v rokah profesionalcev – menedžerjev, ki jih lastniki najamejo kot svoje "agente" z namenom, da bi s kapitalom lastnikov upravljali strokovno in odgovorno. Govorimo o problemu agenta. Toda menedžerji imajo tudi lastne interese in ti niso vedno skladni z interesi lastnikov. V izogib konfliktu, ko bi menedžment deloval v svojo korist, morajo

upravljanja od države do države razlikuje, je vloga nadzornega sveta v vseh državah ključna. Velike delničarje – delničarje, ki si lastijo vsaj 5 odstotkov glasovalnih pravic v podjetju, najdemo v večini gospodarskih družb. V kontinentalni Evropi si velike lastniške deleže lastijo posamezne družine, holdinška podjetja in druga nefinančna podjetja. V Veliki Britaniji in ZDA pa med velikimi delničarji najdemo zlasti institucionalne investitorje (Holderness, 2002).

S povečanjem zahtev investorjev in posledično odgovornosti vodilnih (menedžerjev) za doseganje dobrih poslovnih rezultatov se v zadnjih letih razvijajo novi, bolj izpopolnjeni koncepti merjenja uspešnosti poslovanja gospodarskih družb, ki so neposredno usmerjeni k večanju vrednosti gospodarskih družb. Upravam družb (menedžmentu) omenjeni koncepti omogočajo pridobiti tiste informacije, ki so potrebne, da lahko podjetje vodi tako, da maksimira njegovo tržno vrednost. Namesto tradicionalnega računovodskega presojanja uspešnosti poslovanja omenjeni koncepti dejansko omogočajo spremljanje učinkov posameznih poslovnih odločitev na vrednost družbe. Koncepte se lahko uporabi tako na najvišjih ravneh upravljanja družb, saj omogočajo vrednotenje različnih strateških usmeritev, kot na najnižjih ravneh, kjer omogočajo oblikovanje operativnih ciljev ter spremljanje izpolnjevanja ciljev v skladu s sprejeto strategijo gospodarske družbe. Med najpogostejše uporabljene koncepte uspešnosti poslovanja uvrščamo model diskontiranih denarnih tokov (angl. *Discounted Cash Flow – DCF*), model ekonomske dodane vrednosti (angl. *Economic Value Added – EVA*) in denarni tok iz naložb (angl. *Cash Flow Return on Investments – CFROI*). V magistrskem delu se osredotočamo za model ekonomske dodane vrednosti – EVA.

V delu natančneje predstavljamo enega izmed sodobnih modelov merjenja poslovne uspešnosti podjetja, to je ekonomsko dodano vrednost (v nadaljevanju EVA). Ekonomska dodana vrednost odraža uspešnost poslovanja podjetja glede na tveganja in pričakovani donos investorjev. V osnovi je ekonomska dodana vrednost merilo kratkoročne poslovne uspešnosti, saj temelji na razliki med prilagojenim čistim dobičkom iz poslovanja po davkih ter stroški vloženega kapitala (dolžniškega in lastniškega). Izračun ekonomske dodane vrednosti zahteva nekatere prilagoditve vhodnih računovodskih podatkov ter oceno stroškov dolžniškega in lastniškega kapitala. Slednje nemalokrat predstavlja problem, zlasti za podjetja, ki poslujejo na manj razvitih kapitalskih trgih. Problem predstavlja zlasti določitev mere sistematičnega tveganja za posamezno gospodarsko družbo (t.i. Bete) ter premije za tveganje. Za namene magistrskega dela se s ciljem predstavitve izračuna ekonomske dodane vrednosti omejimo na izračun t.i. osnovne ekonomske dodane vrednosti (angl. *Basic EVA*). Ne glede na to, da osnovni koncept ekonomske dodane vrednosti ohranja določene nepravilnosti računovodskega procesa, pomeni napredek v merjenju uspešnosti poslovanja gospodarskih družb.

lastniki vzpostaviti takšne sisteme nadzora in nagrajevanja, s katerimi bodo motivirali menedžment v sprejemanje odločitev in vodenje podjetja, ki vodi k izpolnitvi ciljev lastnikov. Vse to seveda povzroča stroške, ki se imenujejo stroški agentov.

Uporaba koncepta ekonomskega dobička ali ekonomske dodane vrednosti se je najprej razširila v ameriški poslovni praksi, ki ima tudi najdaljšo tradicijo zasledovanja pridobitnega motiva in ekonomske uspešnosti. Med podjetji, ki so prva začela uporabljati koncept EVA v najbolj osnovni obliki, se omenjata General Motors in General Eletrics. Pravi ekonomski dobiček kot merilo poslovne uspešnosti je zaživel v prvi polovici osemdesetih, ko so delničarji v ZDA začeli aktivno sodelovati pri upravljanju podjetij (Rijavec, 2000, str. 30). V Evropi so bili začetki uporabe razmeroma pozni, vendar pa se danes koncept EVA pogosto uporablja, kot kazalec uspešnosti ga uporabljajo tudi nekatera slovenska podjetja (Kordež, 2008).

V magistrskem delu povezujemo korporacijsko upravljanje in ekonomsko dodano vrednost – EVA. Natančneje, zanima nas ali podjetja, v katerih je prisoten velik lastnik – to je lastnik, ki si lasti znaten delež glasov, in ali podjetja z razmeroma manjšimi nadzornimi sveti ustvarjajo večjo dodano vrednost. Poleg tega analiziramo, kako tip in geografski izvor lastnika vplivata na poslovanje in uspešnost podjetja. Pri preučevanju vpliva korporacijskega upravljanja na uspešnost uporabimo tradicionalne in sodobne kazalce uspešnosti.

Vpliv korporacijskega upravljanja na poslovanje in ustvarjanje dodane vrednosti smo testirali na vzorcu 71 farmacevtskih podjetij v obdobju 2000–2008. Izbor podjetij temelji na višini tržne kapitalizacije, lastnem poznavanju panoge (tj. na osnovi izkušenj iz prakse) ter razpoložljivosti podatkov. Na osnovi tega vzorca ugotavljamo, da v povprečju koncentracija lastništva ni statistično značilno povezana z uspešnostjo poslovanja podjetja: regresijski koeficient za koncentracijo lastništva je neznačilen ne glede na to, kakšno mero uspešnosti uporabljamo, in ne glede na to, katero mero koncentracije lastništva uporabimo (delež prvega največjega lastnika ali delež prvih petih največjih lastnikov podjetja). Neznačilen vpliv bi lahko pripisali dejstvu, da je v povprečju koncentracija lastništva v podjetjih v našem vzorcu razmeroma nizka ter da žal razpolagamo z omejenimi podatki, ki jih ne moremo kontrolirati za vpliv nekaterih spremenljivk, ki poleg zunanjega lastništva vplivajo na poslovanje podjetja, kot na primer delež kapitala, ki si ga lastijo menedžerji podjetja, oblika (delež variabilne plače) in višina nagrad menedžerjem, itd.

Izračuni pa nakazujejo, da vrsta lastnika ter geografski izvor lastnika pomembno vplivata na poslovanje podjetja. Ugotavljamo, da obstaja pozitivna in značilna povezanost med deležem lastništva v rokah lastnikov iz anglosaškega sistema korporacijskega upravljanja, to je iz ZDA, Kanade in Velike Britanije. Prav tako ugotavljamo, da je v uspešnejših podjetjih višji delež lastnikov iz vrst posameznikov. Slednje razlagamo s tem, da so najverjetneje ti posamezniki tudi vodilni v podjetju ter tako bolj motivirani k ustvarjanju vrednosti. Zaključki rezultatov se bistveno ne razlikujejo glede na to, kateri kazalec poslovanja uporabljamo: natančneje, zaključki na osnovi uporabe EVA kot kazalca uspešnosti so skladni s preostalimi kazalci poslovanja, kar nakazuje, da je EVA ustrezno merilo ustvarjanja dodane vrednosti, ne pa tudi, da je ta kazalec boljše merilo uspešnosti

poslovanja kot drugi bolj tradicionalni kazalci. Pri tem velja omeniti, da je takšen rezultat mogoče tudi posledica dejstva, da se EVA v poslovni praksi še razmeroma malo uporablja ter dejstva, da smo se pri izračunih omejili na prikaz bazične EVA.

Cilj magistrskega dela je povezati oba koncepta, to je korporacijsko upravljanje in ekonomsko dodano vrednost, ter ugotoviti, ali bolje upravljana podjetja ustvarjajo tudi višjo vrednost. Pričakovanja o smeri vpliva lastniške strukture in nadzornega sveta smo oblikovali na osnovi obstoječih teoretičnih in empiričnih dognanj. V analizi posebno pozornost dajemo tudi primerjavi med različnimi kazalci uspešnosti poslovanja, to je analizi vprašanja, ali se vpliv lastništva oziroma nadzornega sveta razlikuje v odvisnosti glede na to, kateri kazalec uspešnosti poslovanja uporabljamo. Predvsem je cilj primerjati kazalec ekonomske dodane vrednosti z drugimi kazalci uspešnosti poslovanja podjetja. S tem se pridružujemo skupini obstoječih študij, ki analizirajo vpliv korporacijskega upravljanja na poslovanje in ustvarjanje vrednosti v podjetju.

Magistrsko delo uporablja razpoložljivo domačo in tujo literaturo ter vire s področja ekonomske dodane vrednosti ter korporacijskega upravljanja v gospodarskih družbah. Prvi del magistrske naloge je teoretičen ter uporablja metode preučevanja teoretične podlage. Pregledali smo obstoječo literaturo s področja opredelitve kazalcev ustvarjanja vrednosti v podjetju ter literaturo s področja korporativnega upravljanja. Teoretični del predstavlja osnovo za drugi del magistrskega dela, ki je praktičen. Praktični del temelji na empirični analizi podatkov, ki jih delo obravnava. Na osnovi regresijske analize odnosa med spremenljivkami, ki smo jih določili na osnovi teoretičnega dela, proučujemo odnos med korporacijskim upravljanjem ter ustvarjanjem vrednosti v podjetju ter odnos oziroma povezanost med različnimi merili uspešnosti poslovanja gospodarskih družb.

Magistrsko delo je sestavljeno iz treh poglavij. Uvodu sledi poglavje o korporacijskem upravljanju. Najprej predstavimo, kaj je korporacijsko upravljanje, in na kratko prikažemo razlike med dvema osnovnima sistemoma korporacijskega upravljanja v svetu: tržnim sistemom in sistemom velikih lastnikov. Pri tem poudarimo, da je tržni sistem prisoten zlasti v ZDA in Veliki Britaniji – državah z razvitim trgov kapitala, medtem ko sistem velikih lastnikov najdemo predvsem v kontinentalni Evropi in azijskih državah. Glede na to, da se eno izmed ključnih vprašanj nanaša na vpliv koncentracije lastništva na uspešnost poslovanja podjetja, predstavimo tudi nekaj osnovnih podatkov o tem, kako koncentrirano je lastništvo v svetu.

Drugo poglavje namenjamo opredelitvi cilja poslovanja ter kazalcev uspešnosti poslovanja podjetja. Pri tem posebno pozornost posvečamo tako imenovanim sodobnim merilom uspešnosti in konceptu ekonomske dodane vrednosti. Ta koncept ustrezno predstavimo, opišemo postopek za izračun tega kazalca ter tudi probleme, s katerimi se srečujemo pri izračunu ekonomske dodane vrednosti.

Tretje poglavje prikaže izračun ekonomske dodane vrednosti za podjetja v farmacevtski panogi. Prikažemo, kako se je absolutni znesek EVA za naša podjetja spreminjal v času, v kakšni meri ta podjetja ustvarjajo pozitivno ekonomsko dodano vrednost ter nato, analiziramo, kako korporacijsko upravljanje vpliva na uspešnost poslovanja podjetja, ki jo merimo s tradicionalnimi kazalci ter ekonomsko dodano vrednostjo. V zaključku podamo sklepne ugotovitve.

1 KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE IN SISTEMI KORPORACIJSKEGA UPRAVLJANJA V SVETU

V velikih gospodarskih družbah je lastniški kapital razdeljen na večje število lastnikov, delničarjev (v delniških družbah) oziroma družbenikov (v družbah z omejeno odgovornostjo). V teh družbah običajno lastniki niso vključeni v vsakodnevno odločanje, temveč to prepustijo strokovnjakom (menedžerjem). Medtem ko funkcijo upravljanja prenesejo na menedžersko skupino, delničarji ohranjajo tveganje. V gospodarskih družbah imajo namreč delničarji rezidualno pravico, kar pomeni, da jim je zagotovljen donos le po poplačilu vseh stroškov poslovanja vključno z donosi na upniški kapital. Njihov donos je tako v večji meri odvisen od tega, kako učinkovito menedžerji upravljajo z vloženimi sredstvi. V tem okviru je ključna pravica delničarjev, da glasujejo na skupščini delničarjev, ter (s tem povezana) pravica, da imenujejo strokovne in zanesljive posameznike v nadzorne svete družb. Ti bodo v interesu vseh delničarjev izvajali nadzor nad upravljanjem podjetja in usmerjali delovanja in odločitve menedžmenta v smeri maksimiziranja dolgoročne vrednosti gospodarske družbe.

Teoretično naj bi namreč menedžerji upravljali s sredstvi lastnikov na način, ki maksimira vrednost premoženja lastnikov. A v praksi to pogosto ni tako, zato je nadzor potreben. Če menedžerji niso tudi v celoti (100-odstotni) lastniki podjetja, so motivirani (tudi) k zasledovanju drugih ciljev, ki so lahko v škodo delničarjev. Govorimo o t.i. problemu agenta oziroma stroških ločitve lastništva in upravljanja. Prva sta na problem odsotnosti nadzora lastnikov nad tem, kako se upravlja z njihovimi finančnimi sredstvi, na primeru ameriških korporacij opozarjala že Berle in Means (1932) in kasneje Jensen in Meckling (1976). Večji pomen pa s porastom velikih korporacij korporacijsko upravljanje pridobi od začetka osemdesetih let dalje. V teh letih se je namreč opazno znižala donosnost delnic na ameriških trgih, kar je bil delno tudi odraz neučinkovitega korporacijskega upravljanja ter dejstva, da menedžment poleg interesov lastnikov pri svojem poslovanju zasleduje tudi sebi lastne interese (koristi kontrole ali tudi angl. *private benefits of control*). V začetku enaindvajsetega stoletja slednje potrjuje tudi številni korporacijski škandali, kot na primer primer Enron, Parmalat in drugi. Ti ponovno opozorijo na potrebo po nadzoru menedžmenta ter vzpostavitvi ustreznih mehanizmov, ki bodo interese slednjega bolje uskladili z interesi lastnikov.

Pod pojmom korporacijsko upravljanje načeloma razumemo splet mehanizmov, s katerimi si vlagatelji kapitala podjetja zagotovijo ustrezen donos na kapital. Mehanizmi korporacijskega upravljanja so orodje, na osnovi katerega lastniki finančnih sredstev podjetja usmerjajo dejanja in odločitve tistih, ki upravljajo s temi sredstvi (to je menedžmenta) v smeri maksimiziranja vrednosti vloženega premoženja (Shleifer & Vishny, 1996). To je ožja definicija korporacijskega upravljanja, ki temelji na tako imenovani delničarski teoriji podjetja. Ta postavlja v ospredje interese imetnikov lastniškega kapitala (delničarjev).³ Kljub temu da imajo lastniki veliko različnih ciljev, je najustreznejši tisti, ki upošteva pričakovane donose lastnikov ter z njimi povezano tveganje, to je maksimiranje tržne vrednosti podjetja. Zato je cilj podjetja enak cilju lastnikov (Mramor, 2002, str. 40).

Poleg maksimiranja vrednosti premoženja lastnikov se v zadnjih letih uveljavlja spoznanje, da obstoj podjetja ni odvisen zgolj od delničarjev, temveč od vseh deležnikov, s katerimi menedžerji vsakodnevno vzpostavljajo poslovna razmerja. Za dolgoročen uspeh podjetja so tako ključni tudi znanje in napor zaposlenih, zadovoljstvo kupcev, stabilen odnos do dobaviteljev in nenazadnje položaj podjetja v družbi. Menedžerji se znajdejo v vlogi usklajevalcev interesov različnih deležnikov, ki razvijajo in plemenitijo odnose z njimi. S tem gradijo model podjetja kot notranje organizacije ter si zagotavljajo pomemben vir konkurenčnih prednosti. Teža, ki jo menedžerji pripisujejo interesom različnih deležnikov, in posledično vrednote podjetja, so tako rezultat strateškega pomena posamezne deležniške skupine ter lastniške strukture oziroma identitete lastnikov podjetja. Slednji skozi svoje predstavnike v organih družb (ki sprejemajo odločitve in vstopajo v neformalne pogodbe z deležniki) namreč določajo tudi prerazporeditev rezidualnih kontrolnih pravic med različnimi deležniškimi skupinami. Če gradimo na slednjem – širšem pogledu na korporacijsko upravljanje – potem lahko definiramo korporacijsko upravljanje kot sklop mehanizmov, ki uravnavajo medsebojna razmerja med tistimi, ki dejansko upravljajo s sredstvi, in tistimi, ki ta (finančna in nefinančna) sredstva prispevajo (angl. *stakeholders* ali deležniki).⁴

1.1 Mehanizmi nadzora in sistemi upravljanja

Za namen magistrskega dela se bomo osredotočili na ožjo definicijo korporacijskega upravljanja ter uspešnost podjetja enačili z vrednostjo, ki jo menedžment podjetja ustvari imetnikom lastniškega kapitala – delničarjem. Z namenom omejitve tega tako imenovanega problema agenta med menedžmentom in delničarji se je v praksi izoblikovala vrsta mehanizmov, zlasti (Becht, Bolton & Roell, 2003):

³ V širšem pomenu besede izraz kapital označuje vsoto vseh finančnih vložkov v podjetje. Ti so lahko lastniški ali upniški (Mramor, 1993, str. 113). Vlagatelji v lastniške finančne naložbe predstavljajo lastnike podjetja, medtem ko dobi podjetje dolžniški kapital od upnikov. Bistvena razlika med lastniki podjetja ter upniki je v tem, da dobijo slednji vnaprej določene donose, medtem ko imajo lastniki pravico do solastništva podjetja in do ostanka doseženega rezultata poslovanja podjetja, potem ko so upnikom poplačane vse pogodbene obveznosti.

⁴ Povzeto po Gregorič, 2007.

- nadzor s strani zunanjih članov uprave (angl. *non-executive directors*) oziroma nadzornega sveta v dvotirnih⁵ sistemih;
- zbiranje pooblastil malih delničarjev z namenom pritožbe nad upravo (angl. *proxy fights*);
- koncentracija glasovalnih pravic v rokah enega ali več velikih delničarjev (angl. *blockholders*);
- nevarnost prevzema (v primeru slabega poslovanja, vrednost delnic pade in podjetje potencialno postane prevzemna tarča);
- finančna struktura (zadolženost), ki v primeru slabega finančnega poslovanja (angl. *financial distress*) oziroma neplačila obveznosti iz naslova kreditov, omogočajo prenos nadzora na stran posojilodajalcev, če so podprta z ustreznim institucionalnim okvirjem (stečajno pravo).
- mehanizem nagrajevanja menedžerjev, vključno z udeležbo menedžerjev v lastništvu družb;
- fiduciarna odgovornost vodilnih, če je jasno opredeljena ter podprta z ustreznim pravnim oziroma institucionalnim okvirjem, ki delničarjem omogoča pritožbe na ravnanje vodilnih ali njihovih nadzornikov, ki je v nasprotju z njihovimi interesi;
- pritiski menedžerskega trga dela, ugled vodilnih menedžerjev (angl. *reputation*);
- konkurenčni pritiski trga proizvodov.

Pomen vsakega od naštetih mehanizmov nadzora se od države do države razlikuje. V osnovi ločujemo med evropsko – kontinentalnim sistemom upravljanja, kjer ključno vlogo nadzora izvajajo delničarji na osnovi koncentracije lastniške (in glasovalne) moči, in anglosaškim sistemom, kjer se nadzor izvaja preko pritiskov trga kapitala (nevarnost prevzema). V anglosaškem sistemu je namreč, glede na razvitost in učinkovitost trga kapitala, mogoče pričakovati, da se bo cena delnic podjetja učinkovito odzvala na vse neučinkovite odločitve v podjetju, kar deluje kot mehanizem nadzora nad menedžmentom. Torej, menedžerji bodo prisiljeni sprejeti odločitve v dobro delničarjev, da bi preprečili padec vrednosti podjetja. V sistemu velikih delničarjev pa to vlogo namesto trga kapitala izvajajo veliki lastniki – delničarji, ki imajo v posameznem podjetju znaten delež kapitala in so zato motivirani, da aktivno nadzirajo vodilne.

Vsak izmed omenjenih sistemov ima prednosti in tudi slabosti, a v zadnjem času je opazno približevanje obeh sistemov. Značilnosti anglosaškega sistema (ali drugače tudi tržnega sistema) in evropsko kontinentalnega sistema (ali drugače tudi sistema velikih delničarjev) prikazujemo v Tabelah 1, 2 in 3 (povzeto po Gregorič, 2003). Bistvena razlika med sistemoma se kaže v lastniški strukturi podjetij: v tržnem sistemu je lastništvo precej razpršeno, kar pomeni, da nihče od delničarjev nima dovolj visokega deleža kapitala, da bi lahko bistveno vplival na odločitve menedžerjev. Glede na to da je lastništvo razmeroma razpršeno, je v državah tržnega sistema likvidnost delnic večja. Nasprotno pa sistem

⁵ V dvotirnem sistemu je organ nadzora formalno ločen od organa upravljanja, v enotirnem sistemu pa nadzor izvajajo člani upravnega odbora, ki niso zaposleni v družbi (zunanjí ali neizvršni člani uprave).

velikih delničarjev označuje visoka koncentracija lastništva. To pomeni, da je v večjem številu podjetij prisoten lastnik, ki si lasti vsaj navadno večino kapitala. Slednje mu daje možnost, da pomembno vpliva na menedžment podjetja. Poleg tega bo imel ta lastnik glede na delež, ki ga ima v podjetju, tudi večji interes, da nadzira menedžment ter tako ščiti svoj (visoki) lastniški vložek. Glede na to da je velik del kapitala podjetij v sistemu velikih delničarjev v lasti enega samega lastnika, s katerim se večinoma ne trguje, je tudi likvidnost delnic v sistemu velikih delničarjev nižja. Po mnenju nekaterih avtorjev (Becht et al., 2002) so razlike v koncentraciji lastništva med obema sistemoma posledica razlik v pravni zaščiti delničarjev. V tržnem sistemu je pravna zaščita delničarjev višja. Posledično lastniki nimajo interesa ali potreb, da bi koncentrirali lastništvo in nadzirali menedžment, saj imajo na razpolago druga sredstva, da to dosežejo (pravni sistem). V državah sistema velikih delničarjev pa naj bi bila zaščita delničarjev slabša. Posledično imajo v teh državah lastniki večjo potrebo, da koncentrirajo svojo moč in s tem dosežejo dovolj visok delež kapitala in glasovalnih pravic, prek katerih lahko aktivno usmerjajo delovanje svojih agentov (menedžerjev).

Tabela 1: Sistem trga v primerjavi s sistemom velikih delničarjev

	Tržni sistem	Sistem velikih delničarjev
Nadzor delničarjev	minus	plus
Razpršenost lastništva	plus	minus
Likvidnost	plus	minus
Pravne pravice delničarjev	plus	minus

Vir: W. Bratton in A. McCahery, Comparative Corporate Governance and Barriers to Global Cross Reference, 2002, str. 29.

Kot dopolnilo Tabeli 1 in 3 prikazujemo koncentracijo lastništva v različnih državah. V Tabeli 2 je prikazan delež kapitala, ki si ga lasti prvi največji lastnik v vsaj polovici podjetij (mediana) ali v povprečju (povprečni delež). Kot vidimo, je ta delež bistveno nižji v državah tržnega sistema (Velika Britanija, ZDA) in razmeroma visok v državah sistema velikih delničarjev (Avstrija, Belgija, Francija, Nemčija in Italija).

Tabela 2: Koncentracija lastništva v Evropi, ZDA in Veliki Britaniji (v odstotkih)

Država	Mediana	Povprečni delež
Avstrija	52,0	54,0
Belgija	50,6	41,2
Francija	20,0	29,4
Nemčija	52,1	49,1
Italija	54,4	48,1
Velika Britanija	9,9	14,4
ZDA	pod 5	pod 5

Vir: F. Barca in M. Becht, The Control of Corporate Europe, 2001.

Glede na to da v državah sistema velikih delničarjev, ti držijo razmeroma velike lastniške deleže, je tudi njihov vpliv v podjetju drugačen. Tako na primer malim delničarjem pripisujejo bolj kratkoročno usmerjenost in predvsem usmerjenost na finančne rezultate podjetja in trenutno vrednost delnice. Medtem so veliki lastniki bolj dolgoročno usmerjeni, a (odvisno od tega, kdo je lastnik) lahko zasledujejo tudi druge bolj neekonomske cilje, ki so kdaj tudi na škodo malim delničarjem. Čeprav se danes razlike med obema sistemoma zmanjšujejo zaradi uveljavljanja dobre korporacijske prakse (skozi t.i. Kodekse korporacijskega upravljanja), je načeloma poslovanje podjetij v tržnem sistemu bolj pregledno v primerjavi s poslovanjem podjetij v sistemu velikih delničarjev. Na primer v letnih poročilih gospodarskih družb na angleški borzi danes najdemo zelo podrobne podatke o prejemkih, ki so jih v preteklem letu prejeli njihovi menedžerji, medtem ko so takšni podatki (na primer) v nemških, italijanskih in francoskih podjetjih (se vedno) težje dosegljivi.

Tabela 3: Investicijska politika in asimetrija informacij

	Tržni sistem	Sistem velikih delničarjev
Kratkoročna usmerjenost	minus	plus
Zadovoljitev interesa delničarjev	plus	minus
Dolgoročna usmerjenost	minus	plus
Promocija rasti	plus	minus
Preglednost poslovanja	plus	minus
Objektivnost delničarjev	plus	minus

Vir: W. Bratton in A. McCahery, Comparative Corporate Governance and Barriers to Global Cross Reference, 2002, str. 29.

V magistrskem delu obravnavam dva izmed pomembnejših mehanizmov korporacijskega upravljanja, to je koncentracijo glasovalnih in lastniških pravic v rokah enega ali več velikih delničarjev (angl. *blockholders*), ter nadzorni svet (oziroma njegovo sestavo in velikost). Medtem ko se vloga različnih mehanizmov korporacijskega upravljanja (ki jih navajamo zgoraj) od države do države razlikuje, najdemo velike delničarje – delničarje, ki si lastijo vsaj 5 odstotkov glasovalnih pravic podjetja, v večini gospodarskih družb. Koncentrirano lastništvo označuje zlasti podjetja v kontinentalni Evropi, kjer si velike deleže lastijo posamezne družine, holdinška podjetja in druga nefinančna podjetja. V Veliki Britaniji in ZDA pa med velikimi delničarji najdemo zlasti institucionalne investitorje (Holderness, 2002).

Prisotnost velikega delničarja pomeni boljši nadzor nad menedžmentom. S tem, ko ima posamezna družina ali institucionalni investitor velik delež kapitala naložen v posameznem podjetju, ima namreč tudi večji motiv, da se aktivno vključi v nadzor nad menedžmentom in pozorneje spremlja poslovanje podjetja, katerega velik lastnik je. S tem, ko ima posamezen lastnik velik delež kapitala in lastniških pravic, si ta lastnik pridobi tudi možnost, da sploh vpliva na podjetje. Na primer, velik delež kapitala mu omogoča, da se

na skupščini delničarjev sprejme njegov predlog. Za večino odločitev na skupščini delničarjev je namreč potrebno soglasje več kot 50 odstotkov, za nekatere odločitve pa celo 75 odstotkov kapitala prisotnega na skupščini. Vendar pa koncentracija lastništva ne prinaša zgolj pozitivnih učinkov. Kot ugotavljajo Bukart, Gromb in Panunzi (1997), preveč kontrole oziroma preveliko vmešavanje velikega lastnika v poslovanje in odločitve podjetja lahko zniža motivacijo menedžerjev. S koncentracijo lastništva se znižuje tudi likvidnost delnic podjetja ter s tem informacijska vrednost delnic podjetja, kar lahko posledično negativno vpliva na poslovanje podjetja (Becht, 1999).

V primeru, ko ima velik lastnik možnost vplivati na poslovanje podjetja in njegov menedžment, lahko to moč izrabi tudi zato, da od managementa zahteva sprejem odločitve, ki so v korist njega (velikega lastnika), vendar na škodo malih oziroma ostalih delničarjev. Kot navaja na primer Holderness (2002), interesi velikih delničarjev niso njuno skladni z interesi majhnih delničarjev. Na primer, predpostavimo, da je družina X lastnik 70 odstotkov kapitala v podjetju A, v katerem je ostalih 30 odstotkov kapitala v lasti malih delničarjev (nihče od preostalih posameznih delničarjev nima več kot 5 odstotkov lastništva). Podjetje A je privovarna. Nadalje predpostavimo, da je družina X lastnik tudi 50 odstotkov podjetja B, ki proizvaja zamaške za steklenice. Denimo, da menedžer podjetja A razmišlja o novem naročilu zamaškov. Na mizi ima dve ponudbi: dražjo ponudbo s strani podjetja B in cenejšo ponudbo s strani tretjega podjetja, ki ni povezano z družino X. Če ima družina X moč, da vpliva na menedžment podjetja A (glede na to, da si lasti 70 odstotkov kapitala, takšno moč verjetno tudi ima), potem bo v njenem interesu, da od menedžmenta zahteva, da izbere podjetje B. Vendar s tem povzroči škodo malim delničarjem, saj bo takšna odločitev povečala stroške podjetja in znižala dobiček. Torej, del vrednosti oziroma neto dobička družina prerazporedi od malih delničarjev podjetja A v lastno korist. Govorimo, da si je družina X zagotovila privatne koristi kontrole (angl. *private benefits of control*).

V praksi obstaja vrsto primerov, kjer je tako okoriščanje tudi možno, kot na primer prekomerne nagrade članom družine (lastnika), ki so v vodstvu podjetja, preusmerjanje vrednosti podjetja skozi združitve in prevzeme z drugimi podjetji v lasti istega velikega lastnika, itd. Privatne koristi kontrole pa niso omejene zgolj na denarno korist, ki si jo veliki lastniki lahko pridobijo na škodo malih lastnikov. Kot pravi Hart (1995) poleg teh koristi veliki lastniki uživajo še druge koristi, ki niso nujno materialne narave in niso nujno v škodo drugih lastnikov. V magistrski nalogi nas zanimajo materialne koristi in to tiste, ki nastajajo v škodo malih delničarjev, saj te tudi znižujejo vrednost podjetja.

Empirične študije ugotavljajo, da imajo različni lastniki različne interese in različne možnosti in motivacijo po tem, da se okoriščajo na račun drugih delničarjev. Enako bi lahko tudi pričakovali, da so lastniki, ki izhajajo iz kontinentalne Evrope bolj usmerjeni k iskanju takšnih interesov kot pa lastniki iz Velike Britanije ali ZDA, kjer je lastništvo bolj razpršeno in posledično tudi praksa okoriščanja s takimi koristmi manj pogosta.

Nagnjenost lastnikov k temu, da se okoriščajo na račun drugih lastnikov, pa je odvisna tudi od tega, kdo lastniki so, in od kod prihajajo. Na primer, pričakovali bi lahko, da so v primeru, ko je največji lastnik v podjetju posameznik oziroma njegova družina, možnosti za takšno okoriščanje večje. Naj spomnimo samo na primer Parmalat, ko je glavni lastnik podjetja del sredstev podjetja uporabil za financiranje aktivnosti svojih otrok – nogometnega kluba Parma za svojega sina, in turistične agencije za hčerko. Prav tako bi lahko pričakovali, da bo nagnjenost k izrabi privatnih koristi kontrole večja v primeru, ko ti lastniki izhajajo iz držav z manj razvito prakso korporacijskega upravljanja, kot na primer iz držav v razvoju – v teh državah so možnosti takšnih okoriščanj večje, zato znajo to prakso ti lastniki prenesti tudi v podjetja, katerih deleže kupujejo v drugih državah.

Poleg lastništva podjetij je kakovost korporacijskega upravljanja odvisna tudi od upravnega odbora ali nadzornega sveta. Nadzorni svet ali upravni odbor je institucija, ki naj bi načeloma pomagala pri reševanju agentskih problemov znotraj gospodarskih družb. Je institucija, ki vključuje predstavnike delničarjev (in v nekaterih primerih tudi drugih interesnih skupin, kot so zaposleni), ki naj bi po zakonu nadzirali menedžment in delovali v interesu gospodarske družbe (Hermalin & Weisbach, 2003; Gregorič, 2007). Razlika med upravnim odborom in nadzornim svetom je v sami organiziranosti funkcij nadzora in menedžmenta. Upravni odbor imamo v tako imenovanih enotirnih sistemih korporacijskega upravljanja, kjer sta funkcija nadzora in upravljanja združeni v enem organu – upravnem odboru, v katerem sedijo menedžerji (angl. *executive directors*) in nadzorniki – neizvršni direktorji (angl. *non – executive directors*). Menedžerji so zaposleni v podjetju in opravljajo vsakodnevno vodenje, torej so menedžerji v pravem pomenu besede. Neizvršni direktorji ali nadzorniki, ki opravljajo funkcijo nadzora, načeloma niso zaposleni v podjetju ter se udeležujejo sej upravnega odbora nekajkrat letno. V dvotirnem sistemu je funkcija menedžmenta organizirana posebej, v tako imenovanem menedžmentu (angl. *managerial board*), medtem ko je funkcija nadzora organizirana posebej v nadzornem svetu (angl. *supervisory board*).

Dvotirni sistem upravljanja najdemo v Avstriji, Nemčiji, Danskem in Nizozemskem ter v večini slovenskih podjetij. Za potrebe naše analize bomo obe imeni poenotili in odslej uporabljali ime nadzorni svet. Pri tem nas zanima predvsem velikost nadzornega sveta in delež moških ali žensk v nadzornem svetu. Empirične študije namreč ugotavljajo (Yermack, 1996), da so številčnejši nadzorni sveti v povprečju manj učinkoviti, kar posledično vodi do nižje vrednosti družb z večjimi upravnimi odbori (lat. *ceteris paribus*). Nekaterе študije tudi v zadnjem času nakazujejo, (Gregorič, Randøy, Oxelheim & Thomsen, 2009) da naj bi raznolikost nadzornega sveta prispevala k bolj učinkovitemu delu le-tega ter posledično višji vrednosti podjetja. Pri tem se zlasti poudarja raznolikost v izobrazbi in izkušnjah nadzornikov, saj naj bi le-ta bistveno prispevala h kreativnem razmišljanju v nadzornem svetu ter k boljšemu strokovnemu nadzoru in bolj kritičnim razpravam.

Poleg velikosti nadzornega sveta in strokovnosti njegovih članov se v zadnjem času veliko govori tudi o tem, ali prisotnost ženskih direktoric prispeva k bolj učinkovitemu delovanju nadzornega sveta. Čeprav so tukaj empirični dokazi (še) razmeroma šibki, nekatere študije ugotavljajo, da naj bi ženske nadzornice prispevale k večji udeležbi nadzornikov na sestankih, v splošnem izboljšale razprave v nadzornih svetih ter prispevale k bolj kritičnemu razmišljanju (Carter, Simkins & Simpson, 2003). Ženske naj bi bile manj agresivne, bolj nagnjene k iskanju sporazumnih rešitev, manj kompetitivne in manj nagnjene k tveganju kot moški. Kot so napisali v časopisu Economist *"The Lehman Brothers would never had happened if it had been Lehman Sisters"* (Economist, 2009). Nenazadnje, z vključitvijo žensk v nadzorne svete se poveča bazen kandidatov, iz katerega se nadzorniki izbirajo. Slednje naj bi posledično vodilo tudi v boljši izbor le-teh in dvig kakovosti nadzornikov. Na osnovi takšnih pričakovanj in tudi na osnovi družbenega pritiska po večji udeleženi žensk na višjih pozicijah v družbi, so nekatere države (kot na primer Norveška) uzakonile enakovredno zastopanost obeh spolov v nadzornih svetih javnih delniških družb (Gregorič et al., 2009).

V nadaljevanju bomo torej proučevali vpliv lastniške strukture in nadzornega sveta na uspešnost poslovanja podjetja. Analizo smo osnovali na vzorcu 120 največjih svetovnih farmacevtskih družb po tržni kapitalizaciji. Končno število družb, na osnovi katerih izračunavamo vpliv lastništva na uspešnost poslovanja podjetja, pa je nižje, to je 71, saj za nekatera podjetja ni bilo mogoče pridobiti ustreznih podatkov o lastniški strukturi ali finančnih podatkov za celotno opazovano obdobje, ki so potrebni za izračun kazalcev finančnega poslovanja oziroma ustvarjanja vrednosti v podjetju. Pred predstavitvijo empirične analize bomo v naslednjem poglavju predstavili uporabljene kazalce uspešnosti poslovanja. Kot smo že nakazali tudi v uvodu, posebno pozornost posvečamo kazalcu EVA.

2 KORPORACIJSKO UPRAVLJANJE IN USPEŠNOST POSLOVANJA GOSPODARSKIH DRUŽB

2.1 Kazalci uspešnosti poslovanja gospodarskih družb

Pred empirično analizo panoge farmacije bomo predstavili osnovne kazalce uspešnosti poslovanja, ki jih bomo uporabili v empirični analizi. Osnovni poudarek v magistrskem delu postavljamo na kazalec ekonomske dodatne vrednosti – EVA. Kot je prikazano v nadaljevanju, se ta kazalec uspešnosti poslovanja razlikuje od tradicionalnih kazalcev poslovanja. Univerzalnega, splošno sprejemljivega merila uspešnosti, ki bi v vsakem trenutku bilo sposobno "povedati", katera odločitev bo najbolj optimalna za podjetje ni. Zato se je v praksi razvilo več modelov merjenja uspešnosti, ki temeljijo na različnih teoretičnih podlagah in jih podjetja uporabljajo glede na značilnosti svojega poslovanja. V splošnem ločimo med tradicionalnimi in sodobnimi kazalniki poslovanja. Temeljni vhodni podatek pri izračunu tradicionalnih finančnih kazalnikov, kot so na primer donos na

sredstva (angl. *Return on Assets* – v nadaljevanju *ROA*) in donos na kapital (angl. *Return on Equity* – v nadaljevanju *ROE*) je računovodski dobiček (neto dobiček) oziroma dobiček iz naslova poslovanja (natančneje dobiček pred davki in obrestmi: angl. *Earnings Before Interest and Taxes* – v nadaljevanju *EBIT* ali dobiček pred davki in obrestmi, amortizacijo in depreciacijo: angl. *Earnings Before the Interest, Tax and Amortization* – *EBITDA*). Glede na to, da je dobiček absolutno število, se z namenom primerjave uspešnosti poslovanja z drugimi podjetji ta kategorija uporablja relativno, torej z izražanjem višine dobička v odnosu do drugih računovodskih (tržnih) kategorij (Reimann, 1987).

Tradicionalni kazalniki za ugotavljanje uspešnosti poslovanja, ki izhajajo iz računovodskih izkazov, so razmeroma preprosti in v praksi zelo razširjeni saj predstavljajo nepogrešljiv pripomoček in orodje pri analiziranju preteklega poslovanja podjetja, finančnem načrtovanju ali pri posameznih odločitvah, ki jih sprejemajo menedžerji. Toda, številne empirične analize kažejo razmeroma šibko povezanost med računovodskimi merili uspešnosti in tržno vrednostjo podjetja (Ekar, 2000). Iz študij je razvidno, da kategorije in merila, ki temeljijo na računovodskih podatkih, ne odražajo realne tržne vrednosti kapitala na kapitalskem trgu. Vzroke je mogoče najprej pripisati "konzervatizmu", ki izhaja iz temeljnega računovodskega načela previdnosti (Brewer, Chandra & Hock, 1999, str. 9).

Računovodski izkazi tudi ne dajejo informacij o denarnih vložkih, ki so jih investitorji vložili v podjetje, temveč prej podajajo vrednosti, ki bi jo lahko iztržili ob morebitni likvidaciji podjetja. To izhaja iz dejstva, da zgodovinski razvoj računovodstva temelji na upniško-dolžniškem odnosu, tako da že sam sistem računovodstva izhaja iz potreb posojilodajalcev po informaciji o stečajni vrednosti gospodarskih družb. Upnike bolj kot donosnost in uspešnost poslovanja namreč zanimajo sredstva, ki jih je mogoče vnovčiti za poplačilo dolgov v primeru stečaja podjetja (Erhbar, 1998, str. 161–163). Računovodske kategorije tudi ne upoštevajo stroškov kapitala, tveganja in časovne vrednosti denarja, kar znižuje učinkovitost poslovnega odločanja. Poleg tega so tradicionalni kazalniki usmerjeni na poslovna dogajanja v preteklosti in spodbujajo kratkoročno naravnost vodilnih (Gruban, 1999, str. 46). Podjetje lahko na primer z zmanjšanjem potrebnih izdatkov za raziskave in razvoj kratkoročno poveča računovodski dobiček. Če bi kapitalski trgi reagirali na računovodski dobiček, bi morali v praksi zaslediti podjetja, ki veliko vlagajo v raziskave in razvoj in zato poslujejo z majhnimi dobički in nizko tržno vrednostjo kapitala (Booth, 1997, str. 8). Poleg vsega navedenega računovodski dobiček ne odraža vedno vrednosti podjetja zaradi možnosti t.i. računovodskih manipulacij. Z izbiro kreativnih računovodskih prijemov je namreč dobiček mogoče prirediti (Fuller & Farrell, 1987, str. 281). Številni korporativni škandali, ki so zaznamovali velike ameriške korporacije v zadnjih letih (Enron, Worldcom, Parmalat) vsekakor potrjujejo, da računovodski dobiček ni vedno odraz resničnega stanja v gospodarski družbi in da je njegova višina pogosto pogojena z zavestjo menedžerjev, da prikažejo pravo in resnično (angl. *true and fair*) sliko poslovanja podjetja. Vendar pa neustreznosti tradicionalnih računovodskih kategorij pri merjenju ustvarjanje vrednosti ne gre pripisovati zgolj pomanjkljivostim računovodstva.

Zaradi navedenih "omejitev" tradicionalnih konceptov presojanja finančne uspešnosti poslovanja in zlasti njihove neučinkovitosti v vlogi mehanizmov za poslovno odločanje so se razvile učinkovitejše metode finančne analize poslovanja družb, t.i. sodobni modeli merjenja uspešnosti poslovanja. Za razliko od tradicionalnih modelov, temeljijo sodobni koncepti na jasno opredeljenem cilju poslovanja podjetja, to je maksimiranju tržne vrednosti podjetja. S tem je cilj podjetja usklajen z vidikom lastnikov, ki vlagajo v podjetje svoja presežna sredstva, v zameno pa pričakujejo njihovo povečanje vrednosti. Sodobni modeli, ki so osnovani na vrednosti podjetja, pravzaprav predstavljajo sodobnejše načine uveljavljanja koncepta neto sedanje vrednosti. Skupno sodobnim modelom je, da se osredotočajo na denarne tokove, ker naj bi bolj pravilno prikazovali ekonomsko stanje v podjetju ter s tem predstavljali vodstvu oziroma menedžmentu pomembno osnovo za sprejemanje pravih odločitev, ki pomenijo ustvarjanje vrednosti. S tem se definirajo dejavniki, ki vplivajo na ustvarjanje premoženja za lastnike, saj se menedžment podjetja usmerja k strategiji poslovanja in sprejemanja odločitev, ki imajo za cilj ustvarjanje vrednosti (Young & O'Byrne, 2000, str. 18–19). Govorimo o tako imenovanem menedžmentu vrednosti (angl. *Value Based Management* – *VBM*).

2.2 Zgodovina ekonomske dodane vrednosti

Med sodobnimi modeli merjenja poslovanja posebno pozornost v tem delu posvečamo ekonomski dodani vrednosti – EVA. Osnovna razlika med EVA in računovodski modeli je, da se slednji osredotočajo na preostali dobiček, ki je na voljo lastnikom finančnih sredstev, preden realizirajo kakršenkoli donos. Ekonomski dobiček oziroma ekonomska dodana vrednost⁶ na drugi strani opredelimo kot preostalo vrednost, ki je na voljo imetnikom lastniškega kapitala oziroma imetnikom vseh (lastniških in dolžniških) finančnih vložkov v podjetje, potem ko so že realizirali zahtevani donos. Bistvo ekonomske dodane vrednosti povzamemo z zapisom Petra Druckerja (1995) v *Harvard Business Review*: "Koncept ekonomske dodane vrednosti temelji na spoznanjih, ki jih že dolgo poznamo. Denar, ki ostane ob koncu poslovnega leta za delničarje in ga imenujemo dobiček, ni nikakršen dobiček. Podjetje ustvarja izgubo vse dotlej, dokler je dobiček manjši od stroškov virov financiranja. Zato se pravi dobički ustvarijo šele takrat, ko so pokriti vsi stroški virov financiranja podjetja".

Prve temelje koncepta ekonomske dodane vrednosti kot merila uspešnosti poslovanja zasledimo že v 19. stoletju, ko je leta 1890 Alfred Marshall razvil zamisel o preostalem oziroma rezidualnem dobičku. Ugotovil je, da je podjetje resnično uspešno šele takrat, ko s prihodki pokrije vse poslovne stroške in stroške kapitala (Norčič, 1994, str. 188). Zamisel preostalega dobička nadalje razvije Fisher Irving, ki v tridesetih letih dvajsetega stoletja opredeli osnovno povezavo med neto sedanjo vrednostjo podjetja in višino pričakovanih denarnih tokov. Pomen investicijskih odločitev in z njimi povezanih denarnih tokov kot dejavnikov vrednosti podjetja ter cene njegovih delnic v petdesetih letih dokončno

⁶ Več o razliki med ekonomskim dobičkom in ekonomsko dodano vrednostjo v nadaljevanju.

uveljavita Modigliani in Miller (1958). Izpostavita tudi ekonomsko razumevanje uspešnosti podjetja, saj je ekonomski in ne računovodski dobiček tisti, ki določa vrednost podjetja. Hkrati sta opredelila, da mora biti zahtevana stopnja donosa proporcionalna prevzetemu tveganju ter da je tržna vrednost podjetja rezultat racionalnega obnašanja investitorjev (Erhbar, 1998, str. xiii). Rezultat teh ugotovitev je postal temelj, na katerem so se razvila sodobna merila in metode. Navkljub sodobnim spoznanjem so managerji še dolgo vztrajali pri tradicionalnih računovodskih merilih. Poglavitni vzrok za neuporabo sodobnih meril je bilo predvsem težavno ocenjevanje stroškov lastniškega kapitala. Pri reševanju omenjenega problema sta veliko pripomogla Harry Markowitz in William Sharpe, z razvojem svojega lastnega modela za določanje cen dolgoročnih naložb za ocenjevanje stroškov lastniškega kapitala oziroma CAPM model (angl. *Capital Asset Pricing Model*), (Young & O'Byrne, 2000, str. 165–168). Ta se je za menedžment izkazal kot velika pomoč pri ocenjevanju stroškov lastniškega kapitala ter pri splošni uveljavitvi metode diskontiranih denarnih tokov in neto sedanje vrednosti.

Naslednji mejnik v razvoju modela ekonomske dodane vrednosti predstavljata avtorja teorije agentov William Meckling in Michael Jensen (1976). Teorija predpostavlja, da v velikih podjetjih prihaja do ločevanja funkcij lastništva in vodenja podjetja. V izogib konfliktu, ko bi menedžment deloval v svojo korist, morajo lastniki vzpostaviti takšne sisteme nadzora in nagrajevanja, s katerimi bodo motivirali menedžment v sprejemanje odločitev in vodenje podjetja, ki vodi k izpolnitvi ciljev lastnikov. Vse to seveda povzroča stroške, ki jih imenujemo stroški agentov. Ekonomska dodana vrednost se v tem primeru izkaže kot optimalna rešitev, saj naj bi bil menedžment nagrajen za doseganje čim večje ekonomske dodane vrednosti. To pa je temeljni cilj lastnikov podjetja, ki s tem znižajo stroške nadzora agentov oziroma menedžmenta (Kosi, 2004, str. 28; Erhbar, 1998, str. xvii).

Teorijo ekonomskega dobička v osemdesetih letih 20. stoletja, natančneje leta 1982, ameriško svetovalno podjetje Stern Stewart & Co. na osnovi Marshallove zamisli strokovno izpopolni in razvije model merjenja ekonomske uspešnosti. Ekonomski dobiček so nagradili z upoštevanjem vsebinskih prilagoditev, s katerimi naj bi odpravili pomankljivosti in omejitve računovodskih podatkov. Tako je nastal nov sodobni model za merjenje uspešnosti, imenovan ekonomska dodana vrednost (angl. *Economic Value Added*). Zaradi zaščite imena kot blagovne znamke podjetja, se v praksi poleg imena EVA razširi uporaba alternativnega izraza, to je ekonomski dobiček (angl. *Economic Profit*), (Grant, 1997).

Uporaba koncepta ekonomskega dobička se je razširila zlasti v ameriški poslovni praksi, ki ima tudi najdaljšo tradicijo zasledovanja pridobitnega motiva in ekonomske uspešnosti. Med podjetji, ki so prva začela uporabljati koncept EVA v najbolj osnovni obliki, se omenjata General Motors in General Eletrics. Pravi ekonomski dobiček kot merilo poslovne uspešnosti je zaživel v prvi polovici osemdesetih, ko so v ZDA delničarji začeli

aktivno sodelovati pri upravljanju podjetij (Rijavec, 2000, str. 30). V Evropi so bili začetki uporabe razmeroma pozni, saj so (bili) cilji poslovanja podjetji drugače opredeljeni. Evropska miselnost namreč zagovarja uravnoteženost interesov med vsemi ineteresnimi skupinami podjetja, lastniki, zaposlenimi, dobavitelji, kupci in okoljem, medtem ko je ameriški cilj poslovanja podjetja opredeljen predvsem s povečanjem vrednosti lastniškega kapitala (Petrič, 2004, str. 20).

2.3 Model ekonomske dodane vrednosti

V nadaljevanju bomo pri označevanju ekonomske dodane vrednosti uporabljali kratico EVA. Kljub temu da se v praksi včasih izraz ekonomske dodane vrednosti zamenjuje z izrazom ekonomski dobiček, se koncepta razlikujeta. Fernandez (2002) tako opredeli ekonomski ali preostali dobiček (angl. *Residual/Economic Profit*) kot razliko med računovodskim dobičkom ter knjižno vrednostjo kapitala, pomnoženo z zahtevano stopnjo donosnosti na kapital. Ekonomsko dodano vrednost pa opredelimo kot razliko med dohodkom iz poslovanja pred obrestmi ter knjižno vrednostjo celotnega kapitala podjetja, pomnoženo s povprečnim stroškov financiranja (t.i. tehtani povprečni strošek kapitala), (Stewart, 1991, str. 137)⁷.

EVA, kot merilo uspešnosti se torej od računovodsko izkazanega uspeha poslovanja razlikuje predvsem v dveh pomembnih vidikih (Bergant, 1998, str. 94):

- EVA upošteva oziroma uveljavlja načelo, da je treba (če naj bomo uspešni) s celotnimi sredstvi podjetja, ki so udeležena v poslovnem procesu, ustvariti več, kot znaša strošek vseh obveznosti do virov financiranja. Ekonomsko uspešno podjetje mora torej poleg stroškov materiala, zaposlenih in obresti pokriti tudi strošek (zahtevani donos) lastniškega kapitala.
- EVA izraža uspešnost osnovne dejavnosti poslovanja podjetja in ne upošteva naključnih ali občasnih (zunaj poslovnih) prihodkov. Tako opredeljeni dobiček se na dolgi rok tudi odraža na tržni vrednosti delnice kot enote lastniškega kapitala.

Ekonomska dodana vrednost se izraža v absolutnem znesku. Pri interpretaciji izračunane vrednosti velja, da je podjetje uspešno, če je uspelo pokriti vse stroške, vključno s stroški kapitala. Pomembno je torej predvsem, ali je dosežena vrednost pozitivna ali negativna (Ehrbar, 1998, str. 132; Lahovnik, 2003, str. 46):

- $EVA > 0$. Pozitivna vrednost EVA pomeni, da je podjetje poslovalo zelo uspešno, saj je preseglo pričakovanja vlagateljev finančnih sredstev. Donos vseh vlagateljev razen vlagateljev navadnega lastniškega kapitala, je ponavadi določen v naprej, zato pomeni pozitivna vrednost ekonomskega dobička povečanje vrednosti lastnikov navadnega

⁷ V ekonomski teoriji sta se razvila dva načina izračuna EVA: $EVA = NOPAT - (WACC * IC)$ in $EVA = (ROIC - WACC) * IC$ (več o izračunu EVA v nadaljevanju).

lastniškega kapitala. To povečanje predstavlja dodatni donos, ki presega zahtevanega, podjetje pa na ta način tekoče povečuje premoženje svojih delničarjev.

- $EVA = 0$. Donos poslovno investiranega kapitala je enak stroškom le-tega. Podjetje ravno še dosega zahtevani donos na kapital. Lahko rečemo, da je podjetje poslovalo uspešno, saj je investitorjem zagotovilo ravno tak donos, kot jim je bil obljubljen oziroma kakršnega so navadni delničarji pričakovali.
- $EVA < 0$. Negativa vrednost pomeni neuspešno poslovanje podjetja, saj to ni uspelo pokriti vseh stroškov, četudi morda izkazuje pozitiven računovodski dobiček. Vlagatelji navadnega lastniškega kapitala v tem primeru ne dosežejo zahtevane donosnosti na vloženi kapital. Realizirana donosnost je nižja od zahtevane, neuspešno podjetje uničuje vrednost svojih delničarjev. Izkušnje razvitih gospodarstev (predvsem ZDA) kažejo, da dolgoročno negativna vrednost EVA vpliva na manjšo vrednost delnic podjetja. Kljub vsemu ni nenavadno, če ima sicer uspešno podjetje v določenih obdobjih razvoja negativno ekonomsko dodano vrednost (na primer v začetnem obdobju izvajanja ambicioznega in razvojno zahtevnega investicijskega programa).

Osnovni cilj podjetja in njegovih menedžerjev je torej ustvariti čim večjo ekonomsko dodano vrednost. Možnosti povečanja ekonomske dodane vrednosti kot temeljne mere dobičkonosnosti kapitala lahko predstavimo s štirimi načini, ki vsebinsko izhajajo iz temeljne opredelitve EVA (Stewart, 1990, str. 137–138; Ehrbar, 1998, str. 134–135; Stern, Shiely in Ross, 2003, str. 76–77):

- Ekonomsko dodano vrednost je mogoče povečati s tem, da sprejmemo poslovne odločitve, ki vodijo do povečanja dobička iz poslovanja po davkih brez istočasnega povečanja obsega poslovno investiranega kapitala. Posledica tega je višja dobičkonosnost investiranega kapitala (povečanje ROIC). Slednje lahko dosežemo na več načinov; na primer z racionalizacijo poslovanja, povečanjem produktivnosti itd.
- Ekonomsko dodano vrednost lahko nadalje povečamo tudi z zmanjšanjem obsega poslovno investiranega kapitala na področjih, kjer donosnost kapitala ne presega njegovih stroškov. Gre torej za odločitve, ki vodijo do odprodaje sredstev ali zniževanja obsega aktivnosti, katerih dobičkonosnost ne presega stroškov financiranja teh dejavnosti. Gre torej za omejevanje neučinkovite uporabe finančnih sredstev v podjetju.
- Z dezinvestiranjem podjetje pridobi denarna sredstva, ki jih lahko vложи v nove projekte z večjo dobičkonosnostjo od povprečnega stroška kapitala. Tako investiranje je prava dobičkonosna rast, ki pomeni sprejemanje investicijskih projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. To je tretji način prizadevanja za večji ekonomski dobiček, saj z vsako naložbo v projekt, katerega donos presega stroške uporabljenega kapitala, podjetje ustvarja vrednost za svoje delničarje.
- Optimiranje strukture poslovno investiranega kapitala je četrti način povečanja ekonomske uspešnosti poslovanja. Struktura virov financiranja poslovne dejavnosti je za podjetje zelo pomembna. Različni viri financiranja imajo za podjetje različne

stroške, ti pa z deležem posameznega vira financiranja vstopajo v izračun tehtanega povprečnega stroška poslovno investiranega kapitala (WACC). Za podjetje je torej bistveno, da skuša doseči strukturo financiranja, ki mu v povprečju zagotavlja čim nižje stroške financiranja in s tem večjo ekonomsko uspešnost.

2.4 Prednosti in uporaba ekonomske dodane vrednosti

V literaturi se metodi ekonomske dodane vrednosti pripisuje vrsta prednosti (Young, 1997, str. 337; Booth, 1997, str. 49; Costigan & Lovata, 2002; Korošec, 2001, str. 113–114; Javornik, 2003; Bolčič & Cerjak, 1999; Giacomelli, 1998, str. 11):

- S pomočjo prilagoditev in popravkov računovodskih podatkov zagotovimo neodvisnost ekonomske dodane vrednosti od računovodskih standardov in uporabe kreativnih prijemov pri oblikovanju računovodskih izkazov. Vhodni podatki so pred samim izračunom vsebinsko prilagojeni, tako da se poslovni izid čim bolj približa pravi ekonomski uspešnosti poslovanja podjetja.
- Uporaba ekonomskega dobička pomaga poslovodstvu, da se osredotoči na dejavnike, ki povečujejo vrednost podjetja za njegove lastnike, ter kot merilo uspešnosti poslovanja usklajuje cilj menedžmenta s ciljem lastnikov. S tem pripomore k boljšemu nadzoru nad menedžerji, ustrežnejši strukturi nagrajevanja, kar posledično znižuje problem agenta ter povečuje učinkovitost poslovnih odločitev.
- Z uporabo ekonomske dodane vrednosti kot osnove nagrajevanja naj bi tudi znižali željo vodilnih po uporabi različnih kreativnih prijemov za prilagoditve poslovnega izida. Kljub temu Fernandez (2002) ugotavlja, da so prav računovodske prilagoditve, ki jih zahteva metodologija izračuna EVA, ena izmed poti, preko katerih management družb lahko ustrezno prilagodi izkazani uspeh podjetja. Empirične študije naj bi namreč pokazale, da menedžerji, katerih nagrajevanje vodilnih je vezano na koncept EVA z namenom znižanja vrednosti sredstev oziroma vloženega kapitala v povprečju: odprodajo 100 odstotkov več sredstev, investirajo v 21 odstotkov manj sredstev in odkupijo 112 odstotkov več delnic kot vodilni v družbah, ki ne nagrajujejo po konceptu EVA.
- Zaradi svoje konceptualne preprostosti je EVA kot merilo uspešnosti poslovanja lahko predstaviti tudi osebju, ki sicer nima ekonomske izobrazbe. Omogoča namreč poenostavitev izkaza poslovanja podjetja na eno številko, za katero enostavno velja, da je "več bolje kot manj". Pozitivna EVA je namreč indikator, da poslovne odločitve v podjetju vodijo v investicije oziroma aktivnosti, katerih donosnost je višja od stroškov sredstev, ki so potrebni zato, da se te investicije oziroma aktivnosti izvajajo.
- Izračun stroškov financiranja investicij v podjetju izračunamo na osnovi tehtanega povprečnega stroška virov financiranja. Ta v primerjavi s tradicionalnimi merili uspešnosti upošteva tudi tveganje poslovanja podjetja. Večje tveganje poslovanja se namreč odraža v višjem povprečnem strošku financiranja in posledično nižji dodani vrednosti.

- Kot kategorija preostalega (rezidualnega) izida je EVA boljše merilo uspešnosti naložbenih mest odgovornosti v primerjavi z drugimi tradicionalni kazalniki (na primer dobičkonosnost sredstev – ROI).
- Empirične raziskave v tujini potrjujejo, da je povezava med EVA in tržno vrednostjo podjetja močnejša kot povezava med uspešnostjo, ki jo odražajo tradicionalni računovodski kazalniki (Ekar, 2000, str. 17). To pomeni, da je EVA boljše merilo 'dejanske' vrednosti podjetja. Tuja svetovalna podjetja so na podlagi izkušenj ugotovila, da je EVA tudi zgodnji indikator spremembe tržne cene delnice, saj se lahko na podlagi gibanja njegove vrednosti v času uporabi za ocenjevanje prihodnje vrednosti delnice. Trg tudi verjame, da se bo s predanostjo konceptu ekonomske dodane vrednosti podjetje približalo uresničevanju temeljnega cilja. Ko se je na primer podjetje Ominicare februarja leta 1998 odločilo za uvedbo sistema EVA, je cena delnice narasla iz 28 \$ do 39 \$ na delnico. Podobno je cena delnice podjetja Best Buy, po objavi, da bo uvedlo sistem EVA, zrasla za 10 odstotkov (Ehrbar, 1998).

Pri svetovalnem podjetju Stern Stewart & Co., ki je razvilo koncept ekonomske dodane vrednosti pod blagovno znamko EVA, trdijo, da ima uporaba modela EVA številne prednosti predvsem zaradi štirih poglavitnih aplikacij (znanih kot štirih M):

- Merjenja (angl. *Measurment*): EVA je najnatančnejše merilo poslovne uspešnosti;
- Menedžmenta (angl. *Management system*): EVA je edino merilo za vse odločitve;
- Motivacije (angl. *Motivation*): uporaba EVA doseže, da menedžerji razmišljajo in ravna kot delničarji (temu primerno so tudi nagrajeni);
- Miselnost (angl. *Mindset*): EVA vodi v izboljšanje, prenovo sistema notranjega nadzora, kar naj bi izboljšalo uresničevanje cilja poslovanja podjetja, maksimiranja vrednosti premoženja lastnikov.

Pri tem je potrebno poudariti, da EVA še ne rešuje vseh pomanjkljivosti, ki označujejo tradicionalne kazalnike finančne analize. Glede na to, da se izraža v absolutnem znesku, uporaba EVA otežuje primerjavo med različnimi podjetji ali oddelki znotraj podjetja. Koncept EVA še vedno ohranja usmerjenost v preteklost, odražal naj bi torej dodano vrednost, ki jo je podjetje ustvarilo v preteklem poslovnem obdobju. Konceptu očitajo tudi kratkoročno usmerjenost, saj se izračuna na letni ravni in tako predstavlja takojšnji odraz poslovnih odločitev, ne vključuje pa njihovih dolgoročnih vplivov. Slednje velja upoštevati zlasti pri nagrajevanju menedžerjev, saj lahko nagrajevanje zgolj v smeri doseganja kratkoročnih rezultatov (ki jih zajema EVA) preusmeri interes iz nekaterih pomembnih investicij, katerih učinki so bolj dolgoročne narave. Kot rešitev omenjenemu problemu avtorji koncepta EVA ponujajo več možnosti, zlasti v obliki prilagoditev vhodnih računovodskih podatkov. Tako naj bi bilo stroške novega kapitala potrebno porazdeliti na celotno življenjsko dobo investicije, sistem nagrajevanja vodilnih pa osnovati na določeni povprečni vrednosti EVA, ki bi ublažil učinek nihanj EVA v posameznih poslovnih

obdobjih (denimo zaradi izvedbe večje investicije).⁸ Nadaljnja slabost modela ekonomskega dobička je tudi v tem, da se za izračun stroškov lastniškega kapitala najpogosteje uporablja CAPM model (več o tem v nadaljevanju), ki temelji na predpostavkah učinkovitega trga kapitala. Toda slednje predpostavke je v praksi nemalokrat težko izpolniti, zato je tak način izračuna stroškov posameznih virov financiranja za podjetja, ki poslujejo na manj učinkovitih trgih kapitala, vsebinsko dvomljiv. Vpeljava koncepta upravljanja vrednosti podjetja na podlagi EVA v podjetje predstavlja seveda tudi določene stroške, med katerimi je najpomembnejši strošek izobraževanja uporabnikov. Tudi popravki in prilagoditve izvirnih računovodskih podatkov naj bi povzročali precejšne stroške. V praksi se za namen izračuna EVA tako običajno uporablja le od 5 do 15 različnih prilagoditev računovodskih podatkov. Prav v tem naj bi bila največja slabost ekonomske dodane vrednosti (Weissenrieder, 2001). Koncept EVA je teoretično torej razmeroma dober, vendar je njegova vpeljava v praksi prezahtevna. Hkrati eden izmed kritikov koncepta opozarja, da izračun EVA izhaja iz temeljnih računovodskih podatkov, ki jih je včasih težko prilagoditi, tudi zaradi nedostopnosti nekaterih informacij, potrebnih za prilagoditev. Te namreč niso vedno na razpolago tistim, ki vrednotijo poslovanje podjetja od zunaj (to so investitorji), zlasti v tistih družbah, katerih delnice ne kotirajo na trgu kapitala.

2.5 Opredelitev kazalcev poslovanja za potrebe empirične analize

Temeljni vhodni podatek pri izračunu tradicionalnih finančnih kazalnikov je računovodski dobiček. Glede na to, da je dobiček absolutno število, se z namenom primerjave uspešnosti poslovanja z drugimi podjetji ta kategorija uporablja relativno, torej z izražanjem višine dobička v odnosu do drugih računovodskih (tržnih) kategorij. Govorimo o t.i. finančnih kazalnikih uspešnosti poslovanja gospodarskih družb. Vsaka skupina kazalnikov osvetljuje posamezni vidik poslovanja podjetja ter tako razkriva različne in medsebojno neodvisne informacije, zato se pri analizi poslovanja podjetja načeloma ne gre omejevati na ozko število kazalnikov, temveč moramo oceno oblikovati na osnovi primerjave več kazalnikov hkrati. Če se zavedamo omejitev finančnih kazalnikov jih lahko učinkovito uporabljamo za primerjavo različnih podjetij oziroma za analizo poslovanja določenega podjetja v določenem časovnem obdobju (Biddle, Bowen & Wallance, 1997, str. 302).

Za namene empirične analize v magistrskem delu bomo opredelili in uporabili naslednje kazalce poslovanja:

2.5.1 Dobičkonosnost sredstev – ROA

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{Celotna sredstva}} \quad (1)$$

⁸ Več o tem, glej Fernandez, 2002.

Dobičkonosnost sredstev (angl. *Return on Assets – ROA*) odraža učinkovitost upravljanja s celotnimi sredstvi podjetja. Pri izračunu dobičkonosnosti sredstev v imenovalcu tako upoštevamo vsa sredstva, zato je kazalnik neodvisen od same strukture virov financiranja in pomeni posledično boljše merilo uspešnosti. Številni avtorji namesto običajnega načina izračuna (čisti dobiček na enoto sredstev) uporabljajo ROA za prikaz razmerja med dobičkom iz poslovanja (EBIT) in celotnimi sredstvi podjetja (Mramor, 2002, str. 18). Tej opredelitvi sledimo tudi mi, čeprav (kot alternativo) prikazujemo tudi izračune za neto dobiček na celotna sredstva.

2.5.2 Dobičkonosnost investicij – ROIC

$$ROIC = \frac{EBIT}{Investirani\ kapital} \quad (2)$$

Kazalnik dobičkonosnosti investicij (angl. *Return on Investment – ROI*) odraža razmerje med dobičkom iz poslovanja in višino investiranega kapitala v podjetju. Dobiček iz poslovanja – EBIT je finančna kategorija, ki jo dobimo, tako da čistemu dobičku prištejemo znesek obresti in davkov. Je blizu računovodske kategorije dobička iz poslovanja (Mramor, 2002, str. 23). Višina investiranega kapitala se v praksi izračunava precej različno. Običajno se izračun prilagodi potrebam podjetja. Načeloma se upošteva višina sredstev, ki so potrebna za poslovanje podjetja, torej del aktive podjetja brez tistih postavk, ki naj ne bi bile potrebne za samo poslovanje gospodarske družbe. Pod pojmom investirani kapital bomo torej v nadaljevanju razumeli poslovna sredstva, ki jih podjetje potrebuje za poslovanje v osnovni dejavnosti. Navedena kazalca odražata uspešnost poslovanja gospodarske družbe (angl. *performance metrics*). Poleg kazalnikov uspešnosti poslovanja poznamo še kazalnike vrednosti družbe, ki se odražajo skozi gibanja cene delnice oziroma tržne vrednosti lastniškega kapitala in dolga (angl. *wealth metrics*).

2.5.3 Ekonomska dodana vrednost – EVA

Pri izračunu ekonomske dodane vrednosti naj bi upoštevali tri osnovne korake, ki so prikazani v spodnji tabeli (Harper, 2005):

Tabela 4: Izračun EVA: osnovne ideje in njihova uveljavitev

Ideja	Posledica/uveljavitev
Denarni tok je najustreznejši kazalec poslovanja: vsakršne računovodske manipulacije je treba omejiti.	Spremeniti je treba računovodsko osnovani dohodek iz poslovanja (EBIT) v NOPAT: neto dobiček iz poslovanja po davkih, ki je osnovan na denarnem toku.

se nadaljuje

nadaljevanje

Ideja	Posledica/uveljavitev
Nekateri stroški so dejansko investicije in jih je treba tako tudi obravnavati ter jih ustrezno prikazati v izkazu stanja.	Prerazporediti je treba določene stroške iz izkaza uspeha v ustrezne postavke v izkazu stanja.
Lastniški kapital ni zastonj, zato je treba upoštevati stroške kapitala.	Pri izračunu ekonomskega dobička je potrebno odšteti stroške investiranega kapitala.

Vir: D. Harper, *Understanding Economic Value Added*, 2005.

Ekonomske dodano vrednost izračunamo kot razliko med čistim dobičkom iz poslovanja po davkih in stroški investiranega kapitala, potrebnega za dosego dobička iz poslovanja (Stewart, 1991, str. 137)⁹:

$$EVA = NOPAT - (WACC * IC) \quad (3)$$

Legenda:

- *NOPAT* – čisti dobiček iz poslovanja po prilagojenih¹⁰ davkih (angl. *Net Operating Profit After Tax*);
- *WACC* – tehtani povprečni strošek investiranega kapitala (angl. *Weighted Average Cost of Capital*);
- *IC* – pa obseg poslovno investiranega kapitala (lastniškega in dolžniškega), (angl. *Invested Capital*).

Glede na število uporabljenih vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov, upoštevanih pri izračunu NOPAT in investiranega kapitala, ločimo štiri različice EVA (Ehrbar, 1998, str. 164–166):

- Osnovna ali bazična EVA (angl. *Basic EVA*), ki je rezultat osnovne prilagoditve računovodskih izkazov. Bazično oziroma osnovno EVA izračunamo kot razliko med računovodsko izkazanim dobičkom iz poslovanja v izkazu uspeha in stroški celotnega kapitala, kot so izkazani v bilanci stanja. Tak izračun ohranja vse anomalije računovodskega procesa, ker izvirnih računovodskih podatkov ne popravljamo. Kljub temu je kot mera uspešnosti primernejša od računovodsko izkazanega dobička, saj upošteva tudi stroške navadnega lastniškega kapitala.
- Razkrita EVA (angl. *Disclosed EVA*), ki je posledica razkrite prilagoditve računovodskih izkazov, v okviru katere uporabimo od 5 do 15 standardnih vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov. Tako izračunana EVA je boljši kazalnik

⁹ V ekonomski teoriji sta se razvila dva načina izračuna EVA, ki sta enakovredna. Prvi način, ki ga uporabljamo tudi v tej magistrski nalogi, se pogosteje uporablja v poslovni praksi. Drugi način izračuna opredeljuje EVA kot razliko med doseženo in zahtevano stopnjo donosa, to je med donosnostjo poslovno investiranega kapitala ter tehtanim povprečjem stroškov kapitala, pomnoženo z obsegom poslovno investiranega kapitala (Stewart, 1991, str. 136): $EVA = (\text{doseženi donos} - \text{pričakovani donos}) * IC$; $EVA = (ROIC - WACC) * IC$, kjer je *ROIC* donos kapitala, uporabljen v poslovnem procesu, ki je opredeljen kot razmerje med *NOPLAT* in *IC* (angl. *Return On Invested Capital*); *WACC* – tehtani povprečni strošek kapitala; *IC* – obseg poslovno investiranega kapitala.

poslovne uspešnosti kot bazična različica, saj ima bistveno večjo izrazno moč in je sposobna pojasniti približno 50 odstotkov sprememb v tržni dodani vrednosti podjetja. Ne glede na to ostaja razkrita EVA še vedno razmeroma neučinkovito merilo poslovne uspešnosti za notranje poslovanje, zato je treba njeno izrazno moč povečati z dodatnimi vsebinskimi prilagoditvami.

- Prikrojeno EVA (angl. *Tailored EVA*) dobimo ob uporabi prilagoditev računovodskih podatkov po meri podjetja. Izračun EVA tako prilagodimo konkretnemu podjetju glede na njegovo poslovno dejavnost, organizacijsko strukturo, strategijo in izbrano računovodsko politiko. Tako izračunana EVA lahko pojasni od 60 do 85 odstotkov sprememb v tržni dodani vrednosti podjetja. Podjetje Stern & Stewart ocenjuje, da v tem primeru zadostuje do 15 prilagoditev in da mora biti način izračuna, ko je enkrat določen, stalen.
- Prava, čista EVA (angl. *True EVA*) je teoretično najpriljubljenejša, saj je izračunana na podlagi vseh potrebnih vsebinskih prilagoditev računovodskih podatkov in natančno izračunanega stroška kapitala za vsak del oziroma enoto podjetja. Tako natančen izračun prave ekonomske vrednosti zahteva veliko znanja, ki ima posledično previsoke stroške samega izračuna, ki ne opravičujejo dodane informacijske vrednosti pri uporabi in odločanju.

Sam izbor števila prilagoditev temelji na odločitvi posameznega podjetja, medtem ko nekateri avtorji (Young, 1999; Chen & Dodd, 1998) menijo, da je za večino podjetji bolje, če ne prilagajajo podatkov in se osredotočijo le na nepopravljen rezidualni dobiček. Večina podjetij uporablja le osnovno prilagoditev, saj je tak sistem lažje upravljati in razumeti. Slednjemu sledimo tudi v magistrskem delu in kot osnovno merilo uspešnosti uporabimo bazično EVA. Osnovno ali bazično EVA bomo torej izračunali enostavno kot razliko med neto dobičkom iz poslovanja pred davki (NOPAT) in stroški celotnega vloženega kapitala.

Pri izračunu stroškov vloženega kapitala moramo opredeliti še dvoje:

- način oziroma kriterij, na osnovi katerega bomo določili višino vloženega kapitala (IC);
- strošek kapitala kot tehtano povprečje stroškov različnih vrst vloženega kapitala – WACC (tj. dolžniškega in lastniškega kapitala).

V modelu ekonomske dodane vrednosti ima podjetje oziroma njegov menedžment vlogo upravitelja denarnih sredstev, kjer ni pomembno, ali je investicija financirana lastniško ali dolžniško, ali gre za obratna ali stalna sredstva. Pomembno je le, kako dobro vodstvo gospodari s celotnim kapitalom podjetja (Stewart, 1991, str. 86). Pri opredelitvi v vloženega kapitala sledimo tako imenovanemu finančnemu pristopu (Raztock, 1999), ki vrednost vloženega kapitala opredeljuje kot vsoto vseh virov financiranja (lastniški kapital, kratkoročni in dolgoročni dolžniški kapital). Pri tem se pojavlja vprašanje ali upoštevati tržno ali knjižno vrednost kapitala. Tržna vrednost kapitala se uporablja zlasti na razvitih

¹⁰ Upoštevajo se davki, kot bi jih plačali, če bi bila osnova za izračun dobiček iz poslovanja (Logar, 2005).

kapitalskih trgih, kjer so tržne vrednosti vseh uporabljenih virov financiranja znane in praviloma višje od knjižnih vrednosti, investitorjev pričakovani donos pa temelji na tržni vrednosti delnice (Walsh, 1996, str. 277). V seštevek tako vključimo tržno vrednost kapitala, dolgoročnih finančnih obveznosti in kratkoročnih finančnih obveznosti. Na drugi strani pa Fernandez (2002) in nekateri drugi avtorji izračunavajo poslovno investirani kapital na osnovi knjižne vrednosti kapitala ter obveznosti iz financiranja. Za namene dela bomo izračun osnovali na knjižni vrednosti poslovno investiranega kapitala.

2.5.4 Izračun tehtanega povprečnega stroška kapitala – WACC

Pri izračunu tehtanega povprečja stroškov kapitala je treba upoštevati vse vire financiranja, ki so jih zagotovili investitorji in za podjetje predstavljajo neposredni strošek. Mednje štejemo prednostni in navadni lastniški kapital, kratkoročne in dolgoročne dolgove, izdane obveznice ter dolgoročni poslovni in finančni najem. V praksi se za izračun stroškov investiranega kapitala najpogosteje uporablja tako imenovani WACC (angl. *Weighted Average Cost of Capital*), pri katerem gre za tehtano aritmetično povprečje stroškov posameznih sestavin kapitala. Če predpostavimo, da se podjetje financira z navadnimi, prednostnimi delnicami in dolgom, enačbo za izračun kapitala WACC zapišemo kot tehtano povprečje stroškov posameznih virov financiranja. Pri tem utež predstavljajo deleži posameznega finančnega vira v celotnih virih financiranja. V strokovni literaturi lahko zasledimo, da v izračun WACC kratkoročni dolg večinoma ni upoštevan, saj se ocena stroškov nanaša na oceno stroška dolgoročnih virov financiranja (Brigham & Gapenski, 1999, str. 167). Obveznosti iz poslovanja ter druge oblike financiranja, kot so npr. obveznosti do dobaviteljev, ki ne zahtevajo plačila obresti ali kake druge vrste plačila, se v izračunu WACC ne upoštevajo. Čeprav imajo tudi te svoj "strošek", je ta že vključen v poslovne stroške podjetja (Copeland, Koller & Murrin, 2000, str. 241). Enačba za izračun povprečnega stroška kapitala za podjetje, ki se financira z navadnimi delnicami (s), prednostnimi delnicami (ps) in dolgoročnim dolgom (d), je torej:

$$WACC = w_s r_s + w_{ps} r_{ps} + w_d r_d (1 - T) \quad (4)$$

Legenda:

- w_s – delež navadnega lastniškega kapitala v celotnem kapitalu;
- w_d – delež dolgoročnega dolga v celotnem kapitalu;
- w_{ps} – delež kapitala v obliki prednostnih delnic v celotnih virih financiranja (kapitalu);
- r_s – stroški financiranja iz naslova navadnih delnic (angl. *Cost Of Common Stock*);
- r_d – stroški financiranja iz naslova dolgoročnega dolga (angl. *Cost Of Debt*);
- r_{ps} – stroški financiranja iz naslova prednostnih delnic (angl. *Cost Of Preferred Stock*);
- T – efektivna stopnja davka na dobiček (angl. *Tax*).

Izračun te vrste stroška je po svoji vsebini med najzahtevnejšimi izračuni v poslovnih financah. Poleg vsebinskih obstaja še vrsta praktičnih problemov s samim izračunom, zato je dobljeni rezultat treba razumeti zgolj kot najboljšo oceno oziroma približek pravega

stroška, ter če je mogoče, opredeliti višino stroškov v obliki razpona. Prvo vprašanje v okviru izračuna stroškov financiranja se nanaša na uteži, ki jih uporabljamo pri izračunu WACC. V teoriji zasledimo tri rešitve:

- V skladu s finančno teorijo tehtani povprečni strošek virov financiranja izračunamo za posamezno podjetje glede na njegovo dejansko strukturo financiranja in za različne višine dolga upoštevamo različno višino obresti. Obresti za kapital in dolgove se torej spremenijo vsakič, ko se spremeni zadolženost podjetja, kar v praksi precej otežuje izračun.
- Pri izračunu upoštevamo dejansko stopnjo zadolženosti, vendar predpostavimo, da struktura financiranja ne vpliva na višino obresti oziroma zahtevane stopnje donosa na kapital. Tehtani povprečni strošek virov financiranja se tako spreminja zgolj zaradi spreminjanja strukture virov financiranja (večje ali manjše zadolženosti).
- Pri izračunu upoštevamo zgolj ciljno stopnjo zadolženosti podjetja, ne dejanske, hkrati pa izhajamo iz vidika zunanjega opazovalca. Tega ne zanima, kako se z zadolženostjo spreminjajo obresti za kapital in dolgove, ampak pričakuje zgolj ustrezen donos. V tem primeru ostaja tehtani povprečni strošek virov financiranja skozi določeno obdobje nespremenjen, ne glede na to, kako se spreminja struktura virov financiranja. Svetovalna podjetja priporočajo uporabo tega, najenostavnejšega načina izračuna povprečnih stroškov kapitala (Stewart, 1991, str. 433; Brigham, Gapenski, & Ehrhardt, 1999, str. 375).

Drugo vprašanje se nanaša na opredelitev višine posameznih virov financiranja. V izračunu stroškov dolga je treba upoštevati vse stroške, ki jih ima podjetje tako z dolgoročnimi obveznostmi iz financiranja, dolgoročnimi obveznostmi iz poslovanja, kratkoročnimi obveznostmi iz financiranja in kratkoročnimi obveznostmi iz poslovanja. Gre predvsem za stroške obresti, torej obresti na bančne kredite, obresti iz naslova izdaj dolžniških vrednostnih papirjev in zavarovanja dolga. Poleg dejavnikov trga kapitala (kot sta denimo povpraševanje in ponudba posojil) višino obresti določata še višina zadolženosti podjetja (bolj zadolžena podjetja so načeloma z vidika posojilodajalcev bolj tvegana, zato so tudi stroški obresti načeloma višji) in oblika zadolževanja. Dolgoročna zadolžitev je praviloma dražja kot kratkoročna, kar je posledica večje negotovosti v zvezi z daljšim rokom odplačila. Višino dolgoročnega dolga lahko določimo na več načinov. Če se podjetja financira z izdajo obveznic na trgu kapitala, je strošek dolgoročnega dolga enak diskontnemu faktorju, ki enači prihodnja izplačila obresti in glavnice iz naslova obveznic s trenutno tržno ceno obveznice. Če se z dolžniškim kapitalom podjetja ne trguje na borzi, se strošek dolgoročnega dolga določi z uporabo podatkov o strošku dolgoročnega dolga primerljivih podjetij oziroma podjetij s podobnim tveganjem. Ocene dolgoročnega dolga je možno pridobiti tudi od poslovne banke, pri kateri nameravamo zaprositi za dolgoročno posojilo (Stewart, 1991, str. 434). Kot strošek dolgoročnega dolga lahko upoštevamo tudi povprečno obrestno mero poslovnih bank za dolgoročna posojila pravnim osebam v nekem obdobju.

Nadalje vključimo v izračun še stroške kratkoročnega dolga. V primeru, da podjetje uporablja kratkoročno financiranje zgolj za odpravljanje občasne plačilne nesposobnosti ali ciklične narave poslovne dejavnosti podjetja in se v financiranju poslovne dejavnosti ne pojavlja stalno, ga v izračun WACC ne uvrstimo. Če pa podjetje uporablja kratkoročni dolg kot stalno obliko financiranja, se njegov strošek uvrsti v izračun tehtnega povprečnega stroška kapitala podjetja (Brigham et al., 1999, str. 168). V podjetju je zato treba ugotoviti, kolikšen delež kratkoročnih dolgov se stalno pojavlja v virih financiranja podjetja. Znesek izračunamo iz mesečnih bilanc stanja za poslovno leto. Najnižji tako ugotovljeni znesek kratkoročnega dolga v poslovnem letu privzamemo za stalni kratkoročni dolg, preostalega dela pa pri izračunu WACC ne upoštevamo. Pri oceni stroška si lahko pomagamo s trenutno obrestno mero banke, pri kateri ima podjetje najeto posojilo, ali s trenutno povprečno obrestno mero poslovnih bank za kratkoročna posojila pravnim osebam.

V primerih, ko se dejanska obrestna mera kratkoročnega posojila podjetja razlikuje od tržne obrestne mere, se pojavi vprašanje, ali naj podjetje za svoje izračune upošteva resnične stroške financiranja ali neko predvideno, tržno obrestno mero, po kateri bi lahko prišlo do novega posojila. Če se odločimo za dejansko obrestno mero, v izračunu ekonomskega dobička nehoti upoštevamo tudi učinke dobre finančne politike podjetja, ki ji je uspelo zagotoviti bistveno ugodnejše vire financiranja (kot veljajo sicer na trgu) in s tem nižje stroške financiranja poslovne dejavnosti. Enako velja v primeru, ko dejanska obrestna mera presega tržno, torej ko se podjetje predrago financira. Navedene ugotovitve najbrž govorijo v prid dejanske (dosežene obrestne mere), ki se od podjetja do podjetja lahko razlikuje, vendar je tako v izračunu ekonomskega dobička upoštevan tudi finančni učinek, in ne samo učinek osnovne dejavnosti podjetja. Za vsebinsko pravilen izračun ekonomskega dobička se kaže kot najprimernejši predlog uporabe dejanske obrestne mere, vendar bi moralo podjetje oceniti stroške financiranja glede na bilančno strukturo in tržno obrestno mero ter ugotoviti razliko do dejanskih stroškov financiranja. Ta razlika pomeni dodatni prihodek ali strošek v poslovanju, vendar kot rezultat dela finančne funkcije, in ne osnovne dejavnosti podjetja (Kordež, 2000, str. 23–24). A Stewart (1991, str. 432) opozarja, da upoštevanje dejansko doseženih obrestnih mer ni ustrezno, saj pod enakimi pogoji ni mogoče pridobiti novih virov.

Nenazadnje ne smemo pozabiti, da je pri izračunu stroška dolga (obresti) treba upoštevati, da so obresti odbitna postavka v izkazu uspeha, kar znižuje davčno osnovo. Davčni prihranek zaradi znižanja davčne osnove iz naslova obresti imenujemo davčni ščit. Zaradi tega so stroški dolga efektivno nižji (Brigham et al., 1999, str. 377):

$$\begin{aligned}
 \text{obrestna mera po davkih} &= \text{obrestna mera pred davki} (1 - \text{davčna stopnja}) & (5) \\
 &= r_d + r_d \times T \\
 &= r_d (1 - T)
 \end{aligned}$$

Legenda:

- r_d – je strošek dolžniškega kapitala brez upoštevanja davčnega prihranka (angl. *Cost of Debt*);
- $r_d \times T$ – je davčni prihranek (angl. *Tax Savings*);
- T – je davčna stopnja (angl. *Tax*).

Osnovno vodilo pri izračunu stroškov lastniškega kapitala je, da naj bodo ti enaki stopnji donosa, ki ga potencialni delničarji pričakujejo od drugih razpoložljivih naložb s primerljivim tveganjem. Pri ocenjevanju zahtevane stopnje donosa na navadni lastniški kapital se danes pogosto uporablja metoda premije za tveganje CAPM (angl. *Capital Assets Pricing Model*).¹¹ Teoretična zasnova modela je relativno zapletena, saj temelji na vrsti predpostavk o učinkovitem delovanju trga kapitala¹², sama oblika modela pa je dokaj preprosta in intuitivna. Osnovo modela predstavlja t.i. netvegana donosnost (denimo donosnost zakladnih menic), na katero prištejemo t.i. tržno premijo za tveganje. Slednjo opredelimo kot razliko med dolgoročno donosnostjo tržnega portfelja in netvegano donosnostjo. Na slabše razvitih trgih vrednostnih papirjev si pri ocenjevanju razlike v donosnosti pomagamo z donosnostjo razvitih, denimo ameriškega trga vrednostnih papirjev. Podjetje Ibboston Associates na primer spremlja podatke o povprečnih letnih donosnostih vrednostnih papirjev na kapitalnem trgu ZDA ter določa tržno premijo za tveganje kot razliko med donosnostjo dvajsetletnih državnih obveznic in delnic indeksa Standard & Poor's 500. Razlika je v obdobju od leta 1926 do 1989 znašala 5,8 odstotka (Stewart, 1991, str. 438) in v obdobju od leta 1926 do 1997 7,8 odstotka (Brigham et al., 1999, str. 156). Za Evropo v obdobju 1970–1996 Logar (2005) navaja premijo v višini 7 odstotka, medtem ko naj bi ameriška znašala okrog 5,1 odstotka.

Da bi upoštevali še t.i. specifično tveganje, ki ga ni mogoče odpraviti z diverzifikacijo portfelja, moramo razliko med tržno in netvegano donosnostjo (premija za tveganje) pomnožiti še s koeficientom Beta. Koeficient Beta po svoji vsebini pove, kolikšno je tveganje obravnavanega vrednostnega papirja v primerjavi s tveganjem tržnega portfelja oziroma koliko je gibanje posamezne naložbe povezano z gibanjem tržne donosnosti. Če je tveganje večje, je koeficient Beta večji od 1, kar pomeni, da je premija za tveganje naložb v kapital obravnavanega podjetja višja od povprečja (in obratno).

¹¹ Mramor (1999).

¹² Najpomembnejše predpostavke, na katerih temelji model CAPM, so (Brigham et al., 1999):

- Investitorji ocenjujejo portfelje glede na pričakovane donose in standardne odklone v določenem časovnem obdobju;
- Investitorji neradi sprejemajo tveganje, zato bodo v primeru, ko jim je dana možnost izbire med dvema portfeljema z enakim pričakovanim donosom, izbrali tistega, ki ima manjši standardni odklon;
- Investitorji so nenasitni, zato bodo v primeru, ko jim je dana možnost izbire med dvema portfeljema z enakim standardnim odklonom, izbrali tistega, ki ima višji pričakovani donos;
- Trgi kapitala so popolnoma konkurenčni in delujejo brez kakršnihkoli ovir;
- Vsi investitorji imajo homogene preference glede pričakovanih stopenj donosov, varianc in kovarianc;
- Vsi investitorji se lahko neomejeno zadolžujejo ali posojajo neomejena sredstva po netvegani obrestni meri;
- Davki in transakcijski stroški so nepomembni;
- Netvegana obrestna mera je za vse investitorje enaka.

$$r_i = r_{nf} + \beta_i(r_m - r_{nf}) \quad (6)$$

Legenda:

- r_i – zahtevana donosnost na lastniški kapital posameznega podjetja (angl. *Expected Return on Stock*);
- r_{nf} – donosnost netvegane naložbe (angl. *Risk Free Rate*);
- $r_m - r_{nf}$ – premija za tveganje (angl. *Risk Premium*);
- β_i – koeficient Beta, ki kaže korelacijo gibanja posamezne delnice (ali delnice istovrstnih podjetji ali panoge) z gibanjem celotnega portfelja lastniških vrednostnih papirjev določenega kapitalskega trga.

Poleg tega se podjetja razlikujejo v strukturi virov financiranja. Za posamezno podjetje je potrebno upoštevati tudi finančno tveganje, ki je odvisno od zadolženosti podjetja oziroma razmerja med dolgovanim in lastniškim kapitalom – D/E (angl. *Debt to Equity Ratio*). Zato je treba koeficient Beta najprej prilagoditi za primer ob nezadolženosti, in sicer po Hamadinovi formuli. Beto primerljivega podjetja oziroma panoge, v kateri posamezno podjetje posluje moramo popraviti za stopnjo zadolženosti podjetja po enačbi (Arzac, 2005):

$$\beta_L = \beta_U * (1 + D/E) \quad (7)$$

Legenda:

- β_L – koeficient Beta za želeno podjetje;
- β_U – koeficient Beta za primerljivo nezadolženo podjetje (angl. *Unlevered Sector Beta*);
- D/E – razmerje med tržno vrednostjo dolžniškega in lastniškega kapitala želenega podjetja.

2.6 Standardizirana EVA, EVA spread in relativna EVA

Absolutna vrednost ekonomske dodane vrednosti pove le ali je posamezno podjetje ustvarilo dodano vrednost za lastnike. Zato je ne moremo uporabljati kot primerjalno mero med podjetji različnih velikosti (angl. *benchmark*). To pomanjkljivost je mogoče odpraviti s standardizacijo, pri kateri predpostavimo, da ima vsako podjetje ob začetku analize v uporabi enako količino investiranega kapitala na primer 100 enot. S to prilagoditvijo lahko ekonomsko dodano vrednost uporabimo tudi za primerjave med podjetji različnih velikosti, saj donosnost in strošek kapitala ostaneta nespremenjena. Sam postopek standardizacije poteka tako, da najprej izberemo časovno obdobje, v katerem želimo primerjati podjetja. Prvo leto imenujemo bazno leto. Za ostala poslovna leta pa moramo poznati vrednost poslovno investiranega kapitala na začetku poslovnega leta, doseženo donosnost ter strošek kapitala. Razliko med donosnostjo kapitala ter stroški kapitala za določeno leto pomnožimo z razmerjem med začetno vrednostjo poslovno investiranega kapitala tekočega leta in vrednostjo poslovno investiranega kapitala baznega leta ter tako dobljeni rezultat pomnožimo s 100 (Stewart, 1991, str. 167–172). Postopek izračuna je prikazan z naslednjo formulo:

$$Std. EVA_t = ((ROIC_t - WACC_t) * IC_t / IC_0) * 100 \quad (8)$$

Legenda:

- *Std. EVA_t* – standardizirana ekonomska dodana vrednost za obdobje t;
- *ROIC_t* – donosnost investiranega kapitala v obdobju t;
- *WACC_t* – tehtani povprečni strošek investiranega kapitala za obdobje t;
- *IC_t* – investirani kapital v obdobju t;
- *IC₀* – investirani kapital v obdobju 0, bazno obdobje.

Za prvo leto analize postopek standardizacije pokaže le na razliko med donosnostjo in stroškom kapitala. V naslednjih obdobjih pa lahko pride do spremembe kot posledica spremembe obsega investiranega kapitala (investiranje ali dezinvestiranje) ali razlike med donosnostjo ter ceno kapitala. Če je dodatno investirani kapital naložen produktivno ali če pride do dezinvestiranja kapitala v nedonosnih dejavnosti se vrednost poveča. Tako izračunana standardizirana vrednost ekonomske dodane vrednosti na koncu merjenega obdobja se lahko uprabi kot primerjalna mera uspešnosti med podjetji v panogi, ali pa delih podjetja. Podobno, lahko za primerjavo uspešnosti med podjetji uporabimo t.i. ekonomsko razliko (angl. *Economic Spread*), ki predstavlja razliko med donosnostjo in celotnim stroškom investiranega kapitala. Relativno število nam pove kako učinkovito je podjetje angažiralo investirani kapital v posameznem letu zato je le to prikladno za primerjavo uspešnosti poslovanja podjetji znotraj panoge ali širše:

$$EVA\ Spread_t = ROIC_t - WACC_t \quad (9)$$

Poleg tega v literaturi zasledimo še kazalce, ki izražajo razmerje med ekonomsko dodano vrednost (EVA) in celotnimi sredstvi podjetja (Pham, Suchard & Zein, 2007). V empirični analizi bomo zato kot alternativno mero uporabili še:

$$Relativna\ EVA = \frac{EVA}{Celotna\ sredstva\ podjetja} \quad (10)$$

2.7 Tržna dodana vrednost

Menedžment, katerega cilj je ustvarjanje vrednosti za lastnike, mora maksimirati tržno dodano vrednost podjetja. Le ta ni enostavno enaka maksimizaciji vrednosti podjetja, ki jo lahko dosežemo z dodatnim investiranjem. Če je dodatno investirani kapital investiran v projekte, ki pokrivajo le stroške kapitala, se vrednost podjetja in kapitala povečata za enako investirano vsoto, medtem ko ostane tržna dodana vrednost nespremenjena. Slednja se poveča le, ko investirani kapital zagotavlja pozitivno ekonomsko dodano vrednost. Koncept tržne dodane vrednosti tako opozarja, da sama rast ne ustvarja vrednosti. Vrednost se bo povečala le v primeru, ko podjetje investira v projekte s pozitivno ekonomsko dodano vrednostjo (Young & O'Byrne, 2000, str. 28–31). Tržno dodano vrednost lahko izračunamo na dva osnovna načina. Definiramo jo lahko kot razliko med celotno

vrednostjo podjetja (vključno z lastniških kapitalom in dolgovi) in celotnim kapitalom vloženim v podjetje:

$$MVA = \text{tržna vrednost podjetja} - \text{celotni investirani kapital} \quad (11)$$

Torej, tržna dodana vrednost je razlika med celotno tržno vrednostjo, ki jo razumemo kot vsoto knjigovodske vrednosti dolga in tržne vrednosti lastniškega kapitala ter vrednostjo celotnega investiranega kapitala. Tržna dodana vrednost se na podlagi ekonomske uspešnosti poslovanja podjetja oblikuje na trgu in je odlično merilo ustvarjanja premoženja delničarjev. Zato je pričakovati, da bodo cene delnic podjetji s pozitivno ekonomsko dodano vrednostjo naraščale, kar bo pomenilo tudi rast tržne dodane vrednosti podjetja. Nasprotno pa naj bi veljalo za cene delnic podjetji z negativno ekonomsko dodano vrednostjo (Grant, 2003, str. 5). Hkrati tržna dodana vrednost odraža, preko tržne vrednosti podjetja, odnos do tveganja ter uspešnosti investorjev do posameznega podjetja. To pomeni, da je tržna dodana vrednost merilo, s katerim lahko neposredno primerjamo uspešnost podjetji v različnih dejavnostih in celo v različnih državah.

A ker trg ne more natančno predvideti prihodnjih ekonomskih dodanih vrednosti lahko govorimo o dveh vrstah tržne dodane vrednosti. Poleg tržne dodane vrednosti, ki jo trenutno določa trg, poznamo še tako imenovano notranjo ali teoretično dodano vrednost, ki je izračunana na osnovi predvidenih prihodnjih ekonomskih dobičkov. Slednjo izračunamo kot sedanjo vrednost bodočih pričakovanih tokov ekonomske dodane vrednosti, ki naj bi jo podjetje ustvarilo v prihodnje, ali natančneje po formuli:

$$MVA = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} \quad (12)$$

Legenda:

- MVA – tržna dodana vrednost (angl. *Market Value Added*);
- EVA_t – ekonomska dodana vrednost v obdobju t ;
- $WACC_t$ – tehtani povprečni strošek investiranega kapitala za obdobje t .

Če prihaja do odstopanj, se predvideva, da bo trenutna tržna dodana vrednost konvergirala k teoretični tržni dodani vrednosti – torej vrednosti, ki temelji na osnovi prihodnjih/bodočih pričakovanih diskontiranih ekonomskih dodanih vrednostih posameznega podjetja.

2.8 Tobinov Q

Večina empiričnih študij kot mero uspešnosti poslovanja oziroma ustvarjanja vrednosti v podjetju uporablja Tobinov Q. Za primerjavo v nadaljevanju prikažemo še izračun za ta kazalec. Pri tem Tobinov Q definiramo kot:

$$\text{Tobin } Q = \frac{\text{Tržna vrednost kapitala} + \text{Skupna vrednost dolga}}{\text{Knjižna vrednost sredstev}} \quad (13)$$

Uporabljena definicija je zelo poenostavljen izračun Tobinovega Q-ja, ki ga je sicer možno zaslediti v mnogih empiričnih študijah. Pri izračunu sledimo članku (Pham, Suchard & Zein, 2007). Tobinov Q se v splošnem zelo pogosto uporablja kot merilo uspešnosti poslovanja podjetja. Vendar ima tudi ta mera vrsto pomankljivosti, in sicer:

- Izračun Tobinovega Q je odvisen od računovodskih načel in torej načina opredelitve ali izračuna vrednosti posameznih bilančnih postavk.
- Tobinov Q ne izraža zgolj uspešnosti poslovanja podjetja temveč tudi njegovo pričakovano rast (angl. *growth prospects*), ki pa je lahko rezultat zunanjih dejavnikov (tj. spremembe stanja v panogi, zunanjih šokov) in ne odločitev in ravnanja menedžmenta podjetja.
- Zgornja opredelitev predstavlja zelo poenostavljeno mero uspešnosti poslovanja podjetja. Problem je zlasti v tem, kako opredeliti tržno vrednost dolga podjetja (tj. običajno se uporablja kar knjižna vrednost dolga podjetja).

Kazalec ekonomske dodane vrednosti deloma odpravlja pomanjkljivosti Tobinovega Q. Prvič, je manj odvisen od računovodske politike podjetja – seveda je slednjo pogojeno temu, da dejansko izvedemo vrsto prilagoditev različnih računovodskih postavk, kot svetuje na primer podjetje Stern Steward & Co. Drugič, kazalec ekonomske dodane vrednosti ne odraža pričakovane rasti podjetja in je iz tega vidika manj občutljivo na zunanje šoke, spremembe v panogi, itd. (Pham et al., 2007).

3 EMPIRIČNA ANALIZA VPLIVA LASTNIŠKE STRUKTURE NA USPEŠNOST POSLOVANJA PODJETIJ V FARMACEVTSKI PANOJI

3.1 Predstavitev panoge farmacije

Farmacevtska industrija spada med kapitalno intenzivne in tehnološko najbolj razvite industrijske panoge. Bazira na zahtevnih tehnoloških inovacijah, kar ima za posledico visoke vstopne stroške na trg. Kot bistvene značilnosti poslovanja svetovne farmacevtske industrije, po katerih odstopa od ostalih panog, lahko opredelimo stopnjo globalizacije, hitro konsolidacijo in koncentracijo svetovne farmacevtske industrije, naraščajočo konkurenco, zelo dolgo obdobje od odkritja do razvoja zdravila in plasiranja le-tega na trg, visoko stopnjo finančnega tveganja v obdobju razvoja zdravil, ki se nadaljuje tudi ob prihodu zdravila na trg, veliko število vladnih restriktivnih predpisov, ki vplivajo na področje razvoja, proizvodnje in marketinga zdravil.

V osnovi lahko farmacevtsko industrijo delimo na tri skupine proizvajalcev:

- Originatorji – farmacevtske družbe, ki se primarno ukvarjajo z raziskavami, razvojem in trženjem novih, inventivnih, originalnih farmacevtskih izdelkov;
- Generiki – farmacevtske družbe, ki se primarno ukvarjajo z razvojem in prodajo generičnih farmacevtskih izdelkov;
- Specialisti – farmacevtske družbe, ki se primarno ukvarjajo z raziskavami, razvojem področja biotehnologije, genomike in tehnologije aplikativnih sistemov.

V svetovni farmacevtski industriji so očitni integracijski procesi. Lahko trdimo, da so intenzivna združevanja oziroma nakupi posameznih farmacevtskih proizvajalcev namenjeni predvsem lažjemu in popolnemu obvladovanju razvojno-raziskovalnih in marketinških dejavnosti v globalnem tržnem prostoru. Združitve imajo v farmacevtski industriji predvsem dolgoročno, torej strateško vlogo, saj se procesi AM&A (angl. *Alliances, Mergers and Acquisitions*) v zadnjih letih, navkljub upadu gospodarske aktivnosti na področju vseh treh segmentov svetovne farmacevtske industrije nadaljujejo z nezmanjšano intenzivnostjo. Svetovna farmacevtska industrija tako spet doživlja novi val konsolidacijskega procesa.

Povprečna stopnja rasti svetovnega farmacevtskega trga je bila v letih od 2004 do 2009 7,4 odstotna (računano vrednostno in izraženo v dolarjih). V letu 2009 je bil svetovni farmacevtski trg vreden 808,3 milijardi dolarjev in je dosegel 3,5 odstotno rast glede na leto poprej (IMS Health, 2010). Vendar ne rastejo vsi svetovni trgi enakomerno, saj so značilne razmeroma zmerne stopnje rasti na nekaterih najbolj razvitih svetovnih trgih (ZDA, Evropa, Japonska), kjer je bila rast trga v zadnjih petih letih med 3,9 in 6,6 odstotka. Še višje oziroma visoke rasti pa dosegajo trgi latinske Amerike (v zadnjih petih letih v povprečju 10,9 odstotka) ter področje, ki vključuje Azijo, Afriko in Avstralijo (13,9 odstotka) predvsem zaradi hitre rasti trga generičnih zdravil. To potrjuje dejstvo, da se svetovna farmacevtska industrija srečuje z novimi izzivi, kot sta hitra rast generičnega trga zdravil ter prodor novih izdelkov v nove, do zdaj še nepokrite terapevtske skupine. Obseg svetovne prodaje v farmacevtski industriji ter stopnjo rasti po letih prikazujemo v Tabeli 5.

Tabela 5: Svetovna prodaja ter stopnje rasti po letih

Leto	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Obseg prodaje v posameznem letu v milijardah USD	393	433	499	559	605	649	717	781	808
Stopnja rasti prodaje glede na prejšnje leto v %	11,2	10,2	15,2	12,0	8,2	7,3	10,5	8,9	3,5

Vir: IMS Health, Market Prognosis, 2010.

Napovedi o nadaljnjem razvoju svetovnega farmacevtskega trga kažejo na njegovo nadaljnjo stabilno rast. Tako naj bi se v naslednjih petih letih svetovni farmacevtski trg v povprečju povečal za 5 do 8 odstotkov letno. Leta 2014 naj bi že presegel magično mejo 1000 milijard dolarjev. Najhitreje rastoči svetovni trgi zdravil v prihodnjih letih naj bi, kot posledica visoke stopnje rasti nacionalnih gospodarstev, po ocenah bili trgi Kitajske, Indije ter države Latinske Amerike, ki bodo imeli sorazmerno visoko dvostopenjsko rast od 12 do 15 odstotkov za obdobje 2009–2014 (IMS Health, 2010). Segment svetovnega farmacevtskega trga, ki bo imel v naslednjih letih višjo stopnjo rasti od povprečne rasti trga, je področje generičnih zdravil¹³. Največji svetovni farmacevtski trgi pa bodo še vedno ZDA, Japonska in Nemčija. Podrobnejši prikaz prodaje po različnih kontinentih je prikazan v Tabeli 6.

Tabela 6: Skupna prodaja v milijardah dolarjev, tržni deleži po letih ter povprečne stopnje rasti v odstotkih

Svetovni trg – prodaja po kontinentih	2009	2008	2007	Tržni delež 2009	Tržni delež 2008	Tržni delež 2007	Stopnje rasti za 2004–2009	Stopnje rasti za 2009–2014
Severna Amerika	322,1	311,8	304,5	39,9	39,9	42,5	5,2	3–6
Evropa	247,6	247,5	206,2	30,6	31,7	28,8	6,6	3–6
Azija/Afrika/Avstralija	102,6	90,8	62,2	12,7	11,6	8,7	13,9	12–15
Japonska	90,3	76,6	58,5	11,2	9,8	8,2	3,9	2–5
Latinska Amerika	45,8	46,5	32	5,7	6,0	4,5	10,9	12–15

Vir: IMS Health, Market Prognosi, 2010.

Strateški razvoj svetovne farmacevtske industrije v vseh treh segmentih (inventivne družbe, generične družbe in specialisti – biotehnologija) kaže smer razvoja njene izrazite koncentracije in konsolidacije ter intenzivnejše tržne usmeritve. Tako lahko trdimo, da je v teh procesih značilna postopna pojavnost izrazite tržne oligopolizacije (Bertoncel, 2006, 117). Glavna strateška vzroka za intenzivno povezovanje svetovne farmacevtske industrije sta dva: pomanjkanje in kompleksnost pridobivanja novih izdelkov (razvojno-raziskovalne dejavnosti) ter težavnost in kompleksnost njihove materializacije (marketinško-prodajne dejavnosti), (Kešič, 2005). Razvoj in raziskovanje popolnoma novih zdravil zahteva vedno večja finančna vlaganja, saj se ocenjuje, da je za razvoj popolnoma novega zdravila

¹³ Generično zdravilo je po definiciji ekvivalentno originalnemu izdelku, saj vsebuje identično aktivno učinkovino, njegovo tržno lansiranje pa je mogoče šele po izteku celovite patentne zaščite originalnega izdelka. Praviloma se pravica do uporabe in zaščite intelektualne (industrijske) lastnine v obliki podeljenega patenta v večini razvitih držav sveta za področje farmaceutike podeljuje za obdobje 20 let od vložitve zahteve. Pri tem je treba poudariti, da je realno obdobje tržnega izkoriščanja farmacevtskega izdelka s patentno zaščito v povprečju le od pet do osem let, kar imenujemo obdobje učinkovite patentne zaščite (angl. *Effective Patent Life - EPL*). Vmesno obdobje je namreč potrebno za dokončen razvoj izdelka, njegovo uradno registracijo in pripravo za trženje, kar v povprečju traja več kot deset let. Razlika je tudi v zakonodaji ZDA in EU, saj ameriška zakonodaja uradno dovoljuje razvoj generičnih zdravil še v času trajanja patentne zaščite, medtem ko zakonodaja EU to izrecno prepoveduje in bi obravnavala kot kršitev patentne zaščite za originalni, inventivni farmacevtski izdelek (EFPIA, 2010).

potrebno več kot 1,3 milijarde dolarjev (leta 2001 "le" 802 milijonov dolarjev) in več kot 12 let intenzivnega dela, kar lahko zagotovijo le največje svetovne farmacevtske družbe. Originatorske družbe tako v namene razvojno-raziskovalne dejavnosti vlagajo povprečno 17 odstotkov svojih prihodkov, za marketinško-prodajne dejavnosti pa tudi do 30 odstotkov od svoje prodaje. Pri generičnih podjetjih ta deleža dosežata približno 5 odstotkov in 10 odstotkov, pri specialistih pa celo do 25 odstotkov in 30 odstotkov (EFPIA, 2010).

Globalni trg farmacevtske industrije obvladuje (ducat) nekaj večjih podjetji, katerih skupna prodaja predstavlja preko 45 odstotkov celotne svetovne prodaje, pred desetimi leti pa je bil ta delež le 30 odstotkov (Datamonitor, 2006, 83). Tudi ta primerjava potrjuje ugotovitve, da se oligopolizacija v svetovni farmacevtski industriji res povečuje. Tako je na primer vodilna svetovna farmacevtska družba Pfizer nastala z združitvijo petih farmacevtskih družb, in sicer matične družbe Pfizer ter akviziranih ameriških farmacevtskih družb Warner Lambert, Pharmacia, Upjohn in Searle. Leta 2009 je Pfizer nato prevzel Wyeth za 68 milijard dolarjev, trenutno pa je v fazi prevzemanja King Pharmaceutical. Lestvico največjih svetovnih farmacevtov ter vrednost njihove prodaje prikazujemo v Tabeli 7.

Tabela 7: Prodaja največjih svetovnih farmacevtov po letih v milijonih dolarjev

Mesto, 2009	Podjetje (sedež, država)	2009	2007	2005
1	PFIZER (New York, ZDA)	57.024	59.909	59.204
2	MERCK (New Jersey, ZDA)	38.936	39.365	33.676
3	NOVARTIS (Basel, Švica)	38.460	34.479	29.427
4	SANOFI – AVENTIS (Paris, Francija)	35.524	34.390	31.286
5	GLAXOSMITHKLINE (London, VB)	34.973	37.620	34.222
6	ASTRAZENECA (London, VB)	34.434	29.999	24.420
7	ROCHE (Basel, Švica)	32.763	27.232	19.706
8	JOHNSON & JOHNSON (New Jersey, ZDA)	26.783	29.010	26.771
9	ELI LILLY (Indiana, ZDA)	20.310	17.177	13.977
10	ABBOT (Illinois, ZDA)	19.840	17.359	14.715
11	TEVA (TelAviv, Izrael)	15.947	13.295	9.677
12	BAYER (Leverkusen, Nemčija)	15.711	14.103	11.588
13	BOEHRINGER (Ingelheim, Nemčija)	15.275	12.556	10.385
14	AMGEN (California, ZDA)	15.038	15.900	13.162
15	TAKEDA (Osaka, Japonska)	14.352	12.754	11.265

Vir: IMS Health, Market Prognosis, 2010.

3.2 Izračun ekonomske dodane vrednosti: osnovne predpostavke

V nadaljevanju predstavljamo poenostavljen izračun ekonomske dodane vrednosti za 71 svetovnih farmacevtskih podjetij. Poleg predstavitve višine in dinamike EVA za ta podjetja v obdobju 2000–2008, bomo analizirali tudi, ali je ustvarjanje vrednosti v podjetju odvisno od lastniške strukture podjetja, to je od koncentracije lastništva v podjetju, od vrste lastnikov ter njihovega geografskega izvora. Kot smo že omenili, za namene magistrskega dela se bomo omejili na izračun osnovne (angl. *Basic*) ekonomske dodane vrednosti. Poglavitna prednost uporabe ekonomske dodane vrednosti kot merila poslovne uspešnosti je upoštevanje stroškov lastniškega kapitala. Pri tem se zavedamo pomanjkljivosti izračuna. Vendar, kljub tem pomankljivostim je osnovna EVA boljši kazalec od tradicionalnih kazalcev finančnega poslovanja podjetja.

Osnovne opisne statistike za računovodske podatke, ki jih bomo potrebovali za izračun stroška dolga, in sicer delež dolgoročnega dolga v celotnih sredstvih podjetja ter delež kratkoročnega dolga v celotnih sredstvih podjetja, so prikazani v Tabeli 8.

Tabela 8: Opisne statistike za spremenljivke uporabljene za izračun EVA (po letih)

Leto	Dolgoročni dolg: delež v celotnih sredstvih		Kratkoročni dolg: delež v celotnih sredstvih	
	Povprečje (Stand. od.)	Mediana	Povprečje (Stand. od.)	Mediana
2000	0,1370 (0,1779)	0,0801	0,0767 (0,0940)	0,0376
2001	0,1303 (0,1786)	0,0774	0,0811 (0,1005)	0,0596
2002	0,1267 (0,1860)	0,0791	0,0772 (0,0966)	0,0521
2003	0,1237 (0,1644)	0,0761	0,0729 (0,1200)	0,0366
2004	0,1347 (0,1876)	0,0823	0,0739 (0,1054)	0,0339
2005	0,1423 (0,1797)	0,0706	0,0661 (0,0948)	0,0317
2006	0,1318 (0,1473)	0,0743	0,0729 (0,1077)	0,0281
2007	0,1290 (0,1746)	0,0701	0,0724 (0,0913)	0,0332
2008	0,1349 (0,1582)	0,0835	0,0671 (0,0896)	0,0254

Kot vidimo v Tabeli 8 so farmacevtska podjetja v našem vzorcu razmeroma nizko zadolžena. Delež dolga v celotnih sredstvih (obveznostih) podjetij v povprečju ne presega 20 odstotkov, od tega je približno 13 odstotkov dolgoročnega dolga. Opazimo tudi, da se obseg sredstev, ki jih podjetja angažirajo v podjetjih v povprečju skozi leta povečuje, od 6.931,2 milijonov dolarjev v letu 2000 do 15.425,1 milijonov dolarjev v letu 2008 (glej Tabela 9). Polovica podjetij v vzorcu so razmeroma majhne gospodarske družbe. Na primer, mediana celotnih sredstev podjetij je v letu 2008 je znašala 3.677,8 milijonov dolarjev kar je bistveno pod povprečno velikostjo podjetij v našem vzorcu (15.425,1

milijonov dolarjev). To pomeni, da imamo v našem vzorcu nekaj izjemno velikih farmacevtskih družb. Prva analiza uspešnosti poslovanja pokaže tudi na trend rastoče uspešnost poslovanja: čisti dobiček iz poslovanja po davkih (NOPAT) se je v povprečju več kot podvojil (porastel je od 776,7 milijonov dolarjev v letu 2000 do 1.660,4 milijonov v letu 2008). Več o poslovanju ter povprečni velikosti podjetij po posameznih letih, glej Tabela 9.

Tabela 9: Opisne statistike v milijonih dolarjev

	NOPAT		Sredstva	
Leto	Povprečje (Stand. od.)	Mediana	Povprečje (Stand. od.)	Mediana
2000	776,7 (1.471,2)	106,6	6.931,2 (12.458,1)	1.446,9
2001	898,7 (1.755,0)	106,7	7.794,8 (13.757,4)	1.700,7
2002	901,5 (1.894,2)	136,6	8.200,9 (14.125,9)	1.745,2
2003	947,4 (1.751,9)	142,2	9.619,7 (18.767,2)	1.923,5
2004	1.036,1 (2.300,0)	171,5	11.801,4 (23.406,5)	2.135,6
2005	1.143,7 (2.226,7)	151,7	11.979,2 (22.784,9)	2.186,1
2006	1.262,3 (2.600,3)	151,5	13.331,2 (24.237,6)	2.773,8
2007	1.456,7 (2.903,8)	195,2	14.998,5 (25.847,1)	3.467,9
2008	1.660,4 (3.136,3)	206,9	15.425,1 (25.725,5)	3.677,8

Pri oceni stroškov dolgoročnega in kratkoročnega dolga si bomo pomagali z razpoložljivimi podatki za farmacevtsko industrijo. Ocena stroškov kratkoročnega dolga temelji na informacijah iz letnega poročila podjetja Pfizer, in znaša 4,35 odstotka. Predpostavljamo, da je ta strošek za vsa podjetja in vsa leta enak. Strošek dolgoročnega dolga temelji na podatkih, ki so v povprečju značilni za celotno farmacevtsko industrijo in znaša 6,21 odstotka. Strošek dolgoročnega dolga za podjetja v panogi se v obdobju 2000–2008 ni bistveno razlikoval. Zato uporabimo vrednost 6,21 odstotka za vsa leta. Izračun poenostavimo tudi pri davčni stopnji. Čeprav se davčna stopnja med državami in leti razlikuje, za namene naše analize izberemo davčno stopnjo v višini 23 odstotkov kot oceno povprečne efektivne davčne stopnje za podjetja v vzorcu. Pri tem velja poudariti, da takšne poenostavitve bistveno ne vplivajo na rezultate, saj je v povprečju zadolženost farmacevtskih podjetij razmeroma nizka (tj. 11 odstotkov na primer v ZDA).

Strošek lastniškega kapitala bomo ocenili na osnovi zahtevane stopnje donosa po CAPM modelu. Zahtevano stopnjo donosa naložb v posamezno podjetje po tem modelu ocenimo kot vsoto donosa na netvegano naložbo in premije za tveganje. Slednja je enaka zmnožku med mero sistematičnega tveganja za podjetje na trgu (Beta) in razliko med tržno donosnostjo in donosnostjo netvegane naložbe. Na osnovi ocen stroškov posameznih virov

financiranja, zahtevani donos na lastniški kapital ocenimo na osnovi naslednje enačbe: $r_i = r_{nf} + \beta_i(r_m - r_{nf})$, kjer je r_i zahtevana donosnost na lastniški kapital, r_m zahtevana tržna donosnost, r_{nf} donosnost netvegane naložbe, β_i pa Beta koeficient podjetja, katerega stroške financiranja ocenjujemo.

Kot referenčno mero donosnosti netvegane naložbe smo upoštevali povprečno 10-letno stopnjo donosa na T-bonds, ki znaša 4,20 odstotka. Slednje je izračunano kot poprečje donosnosti na T-bonds v zadnjih devetih letih (2000–2008). Vrednost Beta za posamezno podjetje smo izračunali na osnovi Bete za farmacevtsko panogo (angl. *Unlevered Beta* v letu 2008 znaša 1,07 za povprečno nezadolženo podjetje v panogi) ter jo nato za posamezno podjetje po Hamadini enačbi popravili glede na stopnjo zadolženosti podjetja. Tržno premijo smo izračunali kot razliko med tržno donosnostjo in donosnostjo netvegane naložbe (kot je definirana zgoraj). Tržno donosnost smo določili na osnovi povprečne tržne premije ameriškega trga (S&P 500) v zadnjih devetih letih (2000–2009). Le-ta znaša 4,11 odstotka.

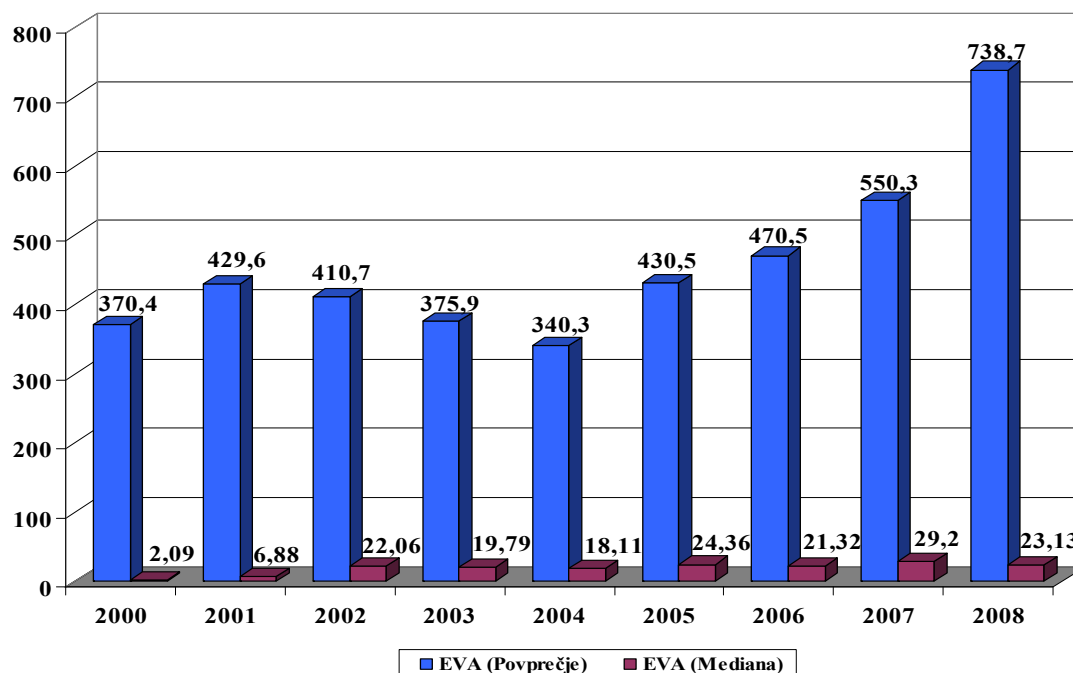
Na osnovi zgoraj izračunanih stroškov dolžniškega in lastniškega kapitala izračunamo strošek financiranja kot tehtano povprečje stroškov dolžniškega in lastniškega financiranja. Ta strošek se (glede na skupne predpostavke in povprečno nizko zadolženost) le malo razlikuje med podjetji v panogi. Zgolj za primerjavo naj navedemo vrednosti stroška lastniškega kapitala za nekaj največjih podjetij v vzorcu. Bete in WACC za pet največjih podjetij v panogi v letu 2008 prikazuje Tabela 10.

Tabela 10: Stroški lastniškega kapitala za pet največjih podjetij v panogi v letu 2008

Ime podjetja	Tržna kapitalizacija v milijonih dolarjev	Beta panoge (<i>Unlevered Beta</i>)	Beta podjetja	Strošek lastniškega kapitala
Johnson&Johnson	166.002	1,07	1,146	8,91
Roche	141.158	1,07	1,101	8,73
Novartis	139.319	1,07	1,126	8,83
Pfizer	119.417	1,07	1,122	9,23
GlaxoSmithKline	80.619	1,07	1,329	9,67

Analizo EVA najprej začnimo s prikazom gibanja EVA za podjetja v našem vzorcu v letih 2000–2008. Vrednosti EVA na osnovi knjižne vrednosti kapitala so prikazane v Sliki 1. Iz slike je razvidno, da podjetja v povprečju ustvarjajo pozitivno ekonomsko dodano vrednost ter da je le-ta vsaj za polovico podjetij v vzorcu razmeroma nizka in v zadnjih letih razmeroma stabilna.

Slika 1: Povprečne vrednosti in mediana ustvarjene ekonomske dodane vrednosti v letih 2000–2008 (v milijonih dolarjev)



Pozitivna EVA pove, da so podjetja v povprečju ustvarjala dodano vrednost za lastnike. Seveda pa EVA v absolutnem znesku še nič ne pove o tem, kako uspešna so bila podjetja pri ustvarjanju vrednosti, saj porast povprečne EVA lahko nakazuje zgolj na porast obsega poslovanja oziroma velikosti povprečnega podjetja v panogi, ne pa njegove uspešnosti. Za natančnejši prikaz uspešnosti je potrebno analizirati relativno ekonomsko dodano vrednost ali standardizirano ekonomsko dodano vrednost oziroma EVA *Spread*. Povprečne vrednosti in mediano za standardizirano, relativno in EVA *Spread* prikazujemo v Tabeli 11. Skozi leta opazimo rahel dvig v višini relativne EVA (glej prvi stolpec), medtem ko EVA *Spread* precej niha in je v povprečju najvišji v letu 2003 ter nato presenetljivo spet leta 2008. Leta 2002 je bil spread v povprečju negativen, -0,39, čeprav je za polovico podjetij presegal 4 odstotke (mediana za leto 2003 = 4,69).

Tabela 11: Relativna, standardizirana in EVA Spread za 71 farmacevtskih podjetij: povprečje (standardni odklon) in mediana za obdobje 2000–2008

Leto	Relativna EVA		Standardizirana EVA		EVA Spread	
	Povprečje (Stand. od.)	Mediana	Povprečje (Stand. od.)	Mediana	Povprečje (Stand. od.)	Mediana
2000	0,0246 (0,0761)	0,0097	4,29 (11,28)	1,33	4,29 (11,28)	1,33
2001	0,0254 (0,0719)	0,0119	4,60 (13,16)	1,87	3,90 (9,85)	1,69
2002	-0,0031 (0,3091)	0,0341	2,39 (40,75)	5,65	-0,39 (45,23)	4,59

se nadaljuje

nadaljevanje

	Relativna EVA		Standardizirana EVA		EVA Spread	
Leto	Povprečje (Stand. od.)	Mediana	Povprečje (Stand. od.)	Mediana	Povprečje (Stand. od.)	Mediana
2003	0,0340 (0,0679)	0,0347	7,98 (13,88)	6,91	4,97 (9,51)	4,69
2004	0,0180 (0,0662)	0,0187	4,58 (17,52)	6,01	2,81 (8,94)	2,83
2005	0,0203 (0,0638)	0,0231	3,83 (8,61)	4,41	3,15 (8,61)	2,49
2006	0,0189 (0,0618)	0,0226	8,53 (21,49)	5,87	2,93 (8,40)	3,18
2007	0,0190 (0,0741)	0,0154	8,01 (56,65)	5,15	2,86 (9,43)	2,13
2008	0,0305 (0,0630)	0,0163	10,08 (53,63)	6,81	4,49 (8,85)	2,29

Legenda: Relativna EVA označuje razmerje med EVA in knjižno vrednost celotnih sredstev podjetja. Standardizirana EVA je izražena kot $((ROIC_t - WACC_t) * IC_t / IC_0) * 100$, EVA $Spread_t$ pa je enaka $ROIC_t - WACC_t$, kjer je ROIC dobiček na vloženi kapital in WACC povprečen strošek kapitala podjetja v posameznem letu.

Tabela 12: ROA, ROIC in Tobinov Q za 71 farmacevtskih podjetij: povprečje (standardni odklon) in mediana za obdobje 2000–2008

	ROA		ROIC		TOBIN Q	
Leto	Povprečje (Stand. od.)	Mediana	Povprečje (Stand. od.)	Mediana	Povprečje (Stand. od.)	Mediana
2000	12,85 (8,64)	11,59	12,89 (11,28)	11,28	3,81 (2,77)	2,66
2001	12,46 (8,41)	11,71	12,49 (9,84)	10,31	3,17 (2,15)	2,65
2002	13,28 (9,01)	13,52	8,21 (45,22)	13,19	2,45 (1,56)	1,98
2003	12,81 (7,80)	12,43	13,57 (9,51)	13,29	2,64 (1,68)	2,34
2004	11,74 (7,84)	12,46	11,40 (8,94)	11,44	2,57 (1,40)	2,29
2005	11,60 (7,80)	12,18	11,76 (8,60)	10,98	2,61 (1,65)	2,24
2006	11,16 (7,39)	11,42	11,54 (8,40)	11,77	2,65 (1,27)	2,38
2007	11,36 (8,30)	10,95	11,47 (9,42)	10,72	2,64 (1,60)	2,15
2008	11,67 (6,08)	10,77	13,11 (8,85)	10,91	1,95 (0,83)	1,72

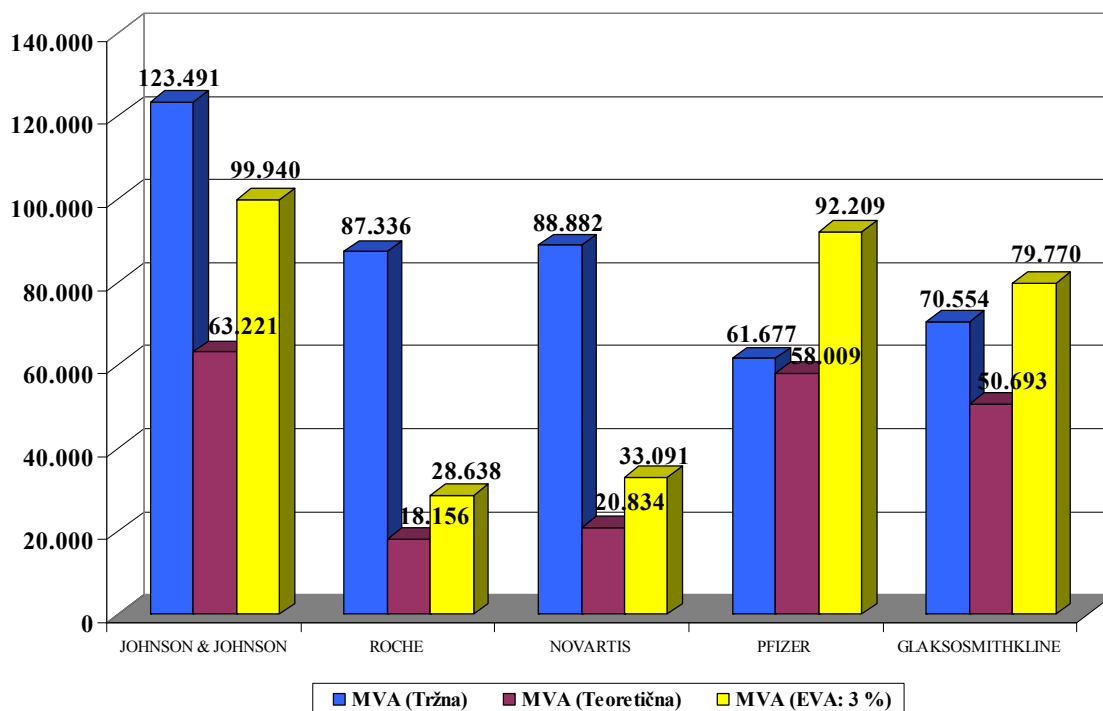
Legenda: ROA smo opredelili kot dobiček iz poslovanja (angl. *Earnings Before Interests and Taxes – EBIT*) na celotna sredstva podjetja, ROIC pa kot donos na vloženi kapital (EBIT/vloženi kapital). Tobinov Q je enak razmerju med tržno vrednostjo podjetja (tržna kapitalizacija + knjižna vrednost dolžniških obveznosti podjetja) in knjižno vrednostjo sredstev podjetja.

Nadalje za primerjavo prikazujemo še druge kazalce uspešnosti: to je donos na sredstva (ROA), donos na vloženi kapital (ROIC) in Tobinov Q. Kot je razvidno iz Tabele 12, so

gospodarske družbe v našem vzorcu v obdobju 2000–2008 ustvarile v povprečju nekaj nad 11 odstotno donostnost na sredstva, rahlo nižjo donostnost na vloženi kapital, razmeroma visoko pa je za ta podjetja tudi razmerje med tržno in knjižno vrednostjo sredstev, z izjemo leta 2008, v katerem se najverjetneje čutijo posledice finančne krize (povprečen kazalec kreiranja vrednosti lastnikov kapitala, Tobinov Q za podjetja v vzorcu presega 2).

Slika 2 prikazuje izračun tržne dodane vrednosti kot razlike med tržno vrednostjo podjetja in investiranim kapitalom, teoretične tržne dodane vrednosti ter teoretične tržne dodane vrednosti ob predpostavki 3 odstotne letne rasti ekonomske dodane vrednosti za pet največjih podjetij po tržni kapitalizaciji: Johnson&Johnson, Roche, Novartis, Pfizer in GlaxoSmithKline.

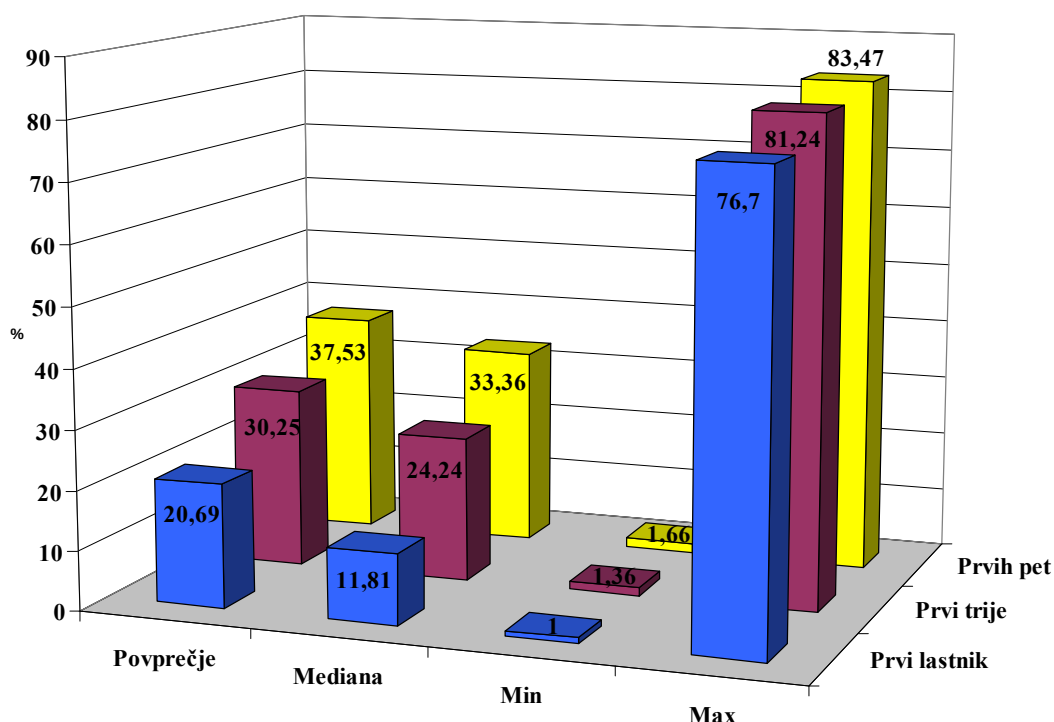
Slika 2: Izračuni tržne dodane vrednosti po teoretičnem, praktičnem (tržnem) izračunu ter ob predpostavki 3-odstotne stopnje rasti EVA za 5 največjih podjetij v vzorcu (po tržni kapitalizaciji v letu 2008), v milijonih dolarjev



Pri izračunu teoretične dodane vrednosti smo predpostavili, da podjetje v prihodnosti (to je do neskončnosti) ustvari EVA v višini povprečne EVA preteklih let (2000–2008) in da ohranja povprečni WACC v višini povprečnega stroška kapitala v zadnjih devetih letih. Tržno dodano vrednost pa izračunamo enostavno kot razliko med tržno vrednostjo podjetja (tržna vrednost kapitala + knjižna vrednost dolga) in vrednostjo investiranega kapitala. Kot vidimo v Sliki 2, se višina tržne dodane vrednosti (kot jo vrednoti trg) in teoretične dodane vrednosti za nekatera podjetja bistveno razlikuje. Slednje gre pripisati "konzervativnosti" pri oblikovanju naših predpostavk za izračun teoretične tržne dodane vrednosti ter neoptimalosti delovanja trga.

V nadaljevanju je prikazana lastniška struktura in struktura nadzornega sveta povprečnega podjetja v našem vzorcu. V Sliki 3 najprej prikazujemo povprečne vrednosti in mediano za koncentracijo lastništva za povprečno podjetje v panogi. Koncentracijo lastništva merimo s tremi kazalci: z deležem lastništva prvega največjega lastnika; z deležem lastništva prvih treh največjih lastnikov; z deležem lastništva prvih petih največjih lastnikov v celotni strukturi lastnikov.

Slika 3: Lastniška struktura podjetij: povprečje in mediana za lastniški delež prvega največjega lastnika, prvih treh največjih lastnikov in prvih petih največjih lastnikov v odstotkih



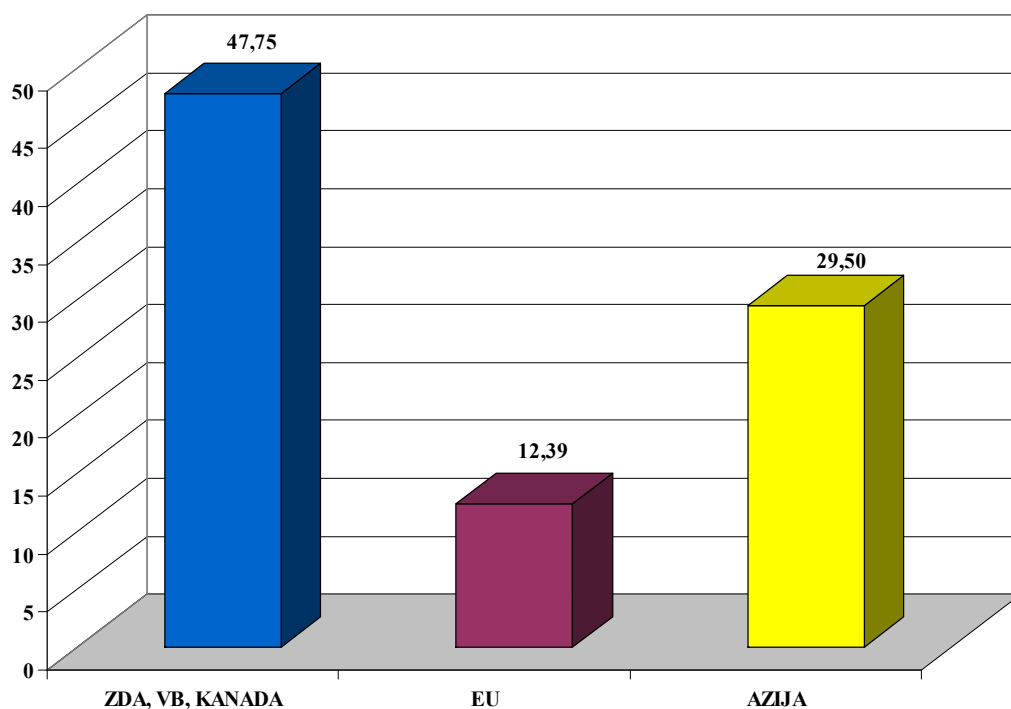
Kot je razvidno iz Slike 3, lastništvo podjetij v našem vzorcu ni visoko koncentrirano. V povprečju prvi največji lastnik poseduje 20,69 odstotka lastniških pravic, vendar v polovici podjetij v vzorcu ta lastniški delež prvega največjega lastnika ni presegal 12 odstotkov. To pomeni, da je v vsaj polovici podjetij v našem vzorcu lastništvo razmeroma razpršeno. Če pogledamo še malo bolj natančno v naše podatke ugotovimo tudi, da 17 odstotkov podjetij v našem vzorcu nima lastnika, ki bi si lastil več kot 5 odstotkov kapitala (tabela celotne porazdelitve podjetij glede na delež največjega lastnika ni prikazana). Glede na obstoječe definicije velikih lastnikov (angl. *blockholders*), lahko torej zaključimo, da v 17 odstotkih podjetij ni velikih lastnikov in je torej lastništvo popolnoma razpršeno. V prid zaključku, da je lastništvo podjetij v našem vzorcu razmeroma razpršeno je tudi dejstvo, da ima prvi lastnik v lasti navadno večino (50 odstotkov) kapitala le v 16 odstotkih podjetij. Prvi največji lastnik ima več kot 75 odstotkov kapitala le v enem podjetju. Torej, le v enem

podjetju lahko posamezni lastnik odloča o najpomembnejših odločitvah, v vseh ostalih podjetjih morajo le-te potrditi tudi drugi delničarji.

Če primerjamo deleže prvega največjega lastnika in prvih treh največjih lastnikov ugotovimo, da so deleži preostalih velikih lastnikov (torej tistih, ki niso prvi največji lastnik) razmeroma majhni. Torej, če izračunamo razliko med skupnim deležem prvih treh največjih lastnikov in med deležem prvega največjega lastnika ugotovimo, da je v povprečju ta razlika le slabih 10 odstotnih točk, kar pomeni da si drugi in tretji največji lastnik skupaj v povprečju lastita manj kot prvi največji lastnik (v povprečju). Razmeroma majhna je tudi razlika med skupnim deležem prvih pet največjih lastnikov in deležem prvega največjega lastnika. Ti rezultati nakazujejo k zaključku, da imamo najverjetneje v velikem številu podjetij v našem vzorcu le 1–3 velike lastnike, tj. lastnike z več kot 5 odstotki kapitala. Zakaj je to pomembno? Razporeditev ostalih lastnikov je pomembna zato, ker le-ta določa relativno moč prvega največjega lastnika. Drugače povedano, relativna moč prvega največjega lastnika, ki vpliva na odločitve na skupščini delničarjev bo tem večja, tem nižji bo lastniški delež ostalih lastnikov. Na primer, lastnik, ki si lasti 20 odstotkov kapitala in glasovalnih pravic v podjetju, v katerem ima drugi največji lastnik 16 odstotkov kapitala, ima bistveno nižjo moč samostojnega vpliva kot pa lastnik, ki si lasti 20 odstotkov kapitala in glasovalnih pravic v podjetju, v katerem ima drugi največji lastnik le 2 odstotka kapitala. Glede na to, da so deleži drugega in tretjega največjega lastnika razmeroma majhni v primerjavi s prvim, lahko zaključimo, da sam lastniški delež prvega največjega lastnika razmeroma dobro odseva tudi njegov vpliv v podjetju.

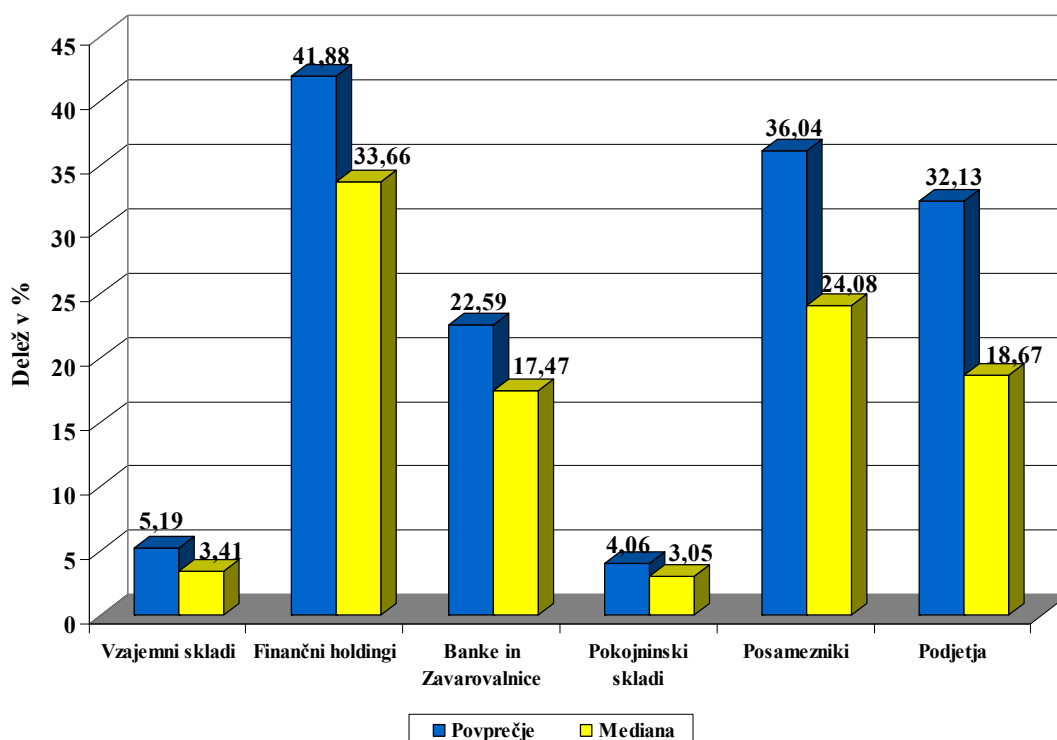
Iz katerih držav prihajajo lastniki farmacevtskih družb? V Sliki 4 prikazujemo skupni delež lastnikov iz posameznih kontinentov. Kot kaže slika, je večina lastnikov iz anglosaksonskih držav, torej iz ZDA, Kanade in Velike Britanije. Kot smo že omenili, je v teh državah vloga trga kapitala v korporacijskem upravljanju močnejša kot na primer v kontinentalni Evropi ali Aziji. Poslovanje oziroma zahteve lastnikov po transparentnosti poslovanja gospodarskih družb pa višja. Glede na to, bi lahko pričakovali, da bodo ti lastniki takšno korporacijsko prakso prenesli tudi v podjetja v našem vzorcu, vsaj v tista, v katerih si lastijo večji delež kapitala. Po deležu nato sledijo lastniki azijskih držav, medtem ko je delež lastništva evropskih investorjev bistveno nižji, tj. v povprečju le 12,39 odstotkov.

Slika 4: Delež posameznih investorjev po geografskem izvoru v letu 2008 (v odstotkih)



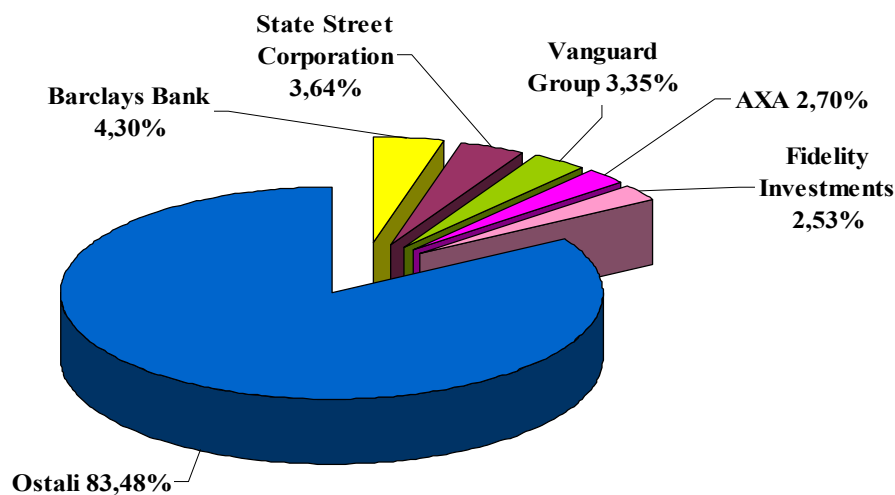
Kdo pa so lastniki podjetij v našem vzorcu? V Sliki 5 prikazujemo povprečni skupni delež lastnikov glede na vrsto lastnikov. Pri tem ločimo med vzajemnimi skladi, pokojninskimi skladi, bankami in zavarovalnicami, investicijskimi družbami oziroma posredniki, posamezniki ter drugimi korporacijami. Kot kaže Slika 5, med lastniki farmacevtskih podjetij prevladujejo posamezniki, druge korporacije ter finančni holdingi (angl. *Investment Companies and Advisors*), ki si v povprečju lastijo več kot 30 odstotkov glasov. Delež pokojninskih in vzajemnih skladov je razmeroma nizek (pod ali okrog 5 odstotkov), razmeroma visok pa je delež v lasti bank in zavarovalnic (povprečje = 22,59 odstotkov, mediana = 17,47 odstotkov).

Slika 5: Deleži glede na vrsto investitorjev (skupni deleži)

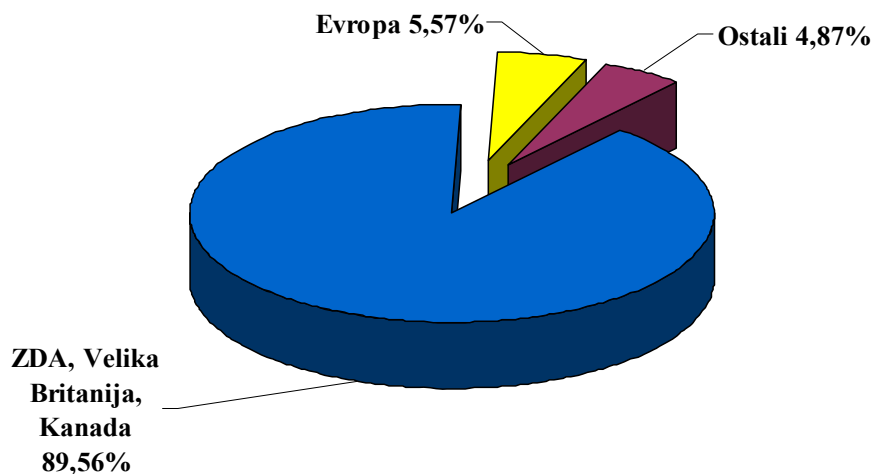


Poglejmo še lastniške strukture posameznih največjih podjetij v panogi, na primer podjetja Pfizer. Slika 6 prikazuje pet največjih delničarjev podjetja Pfizer in njihov lastniški delež (v odstotkih). Kot je razvidno iz slike, je lastništvo podjetja Pfizer precej razpršeno, saj največji lastnik poseduje manj kot 5 odstotkov lastništva. Največji lastnik je v tem podjetju banka – Barclays Bank, preostalo lastništvo pa je razpršeno med različne institucionalne investitorje. Kot vidimo iz Slike 7 je največji delež lastnikov podjetja Pfizer iz držav z razvitih trgov kapitala, ZDA, Velike Britanije ali Kanade.

Slika 6: Lastniška struktura podjetja Pfizer: lastniški delež prvih petih največjih lastnikov

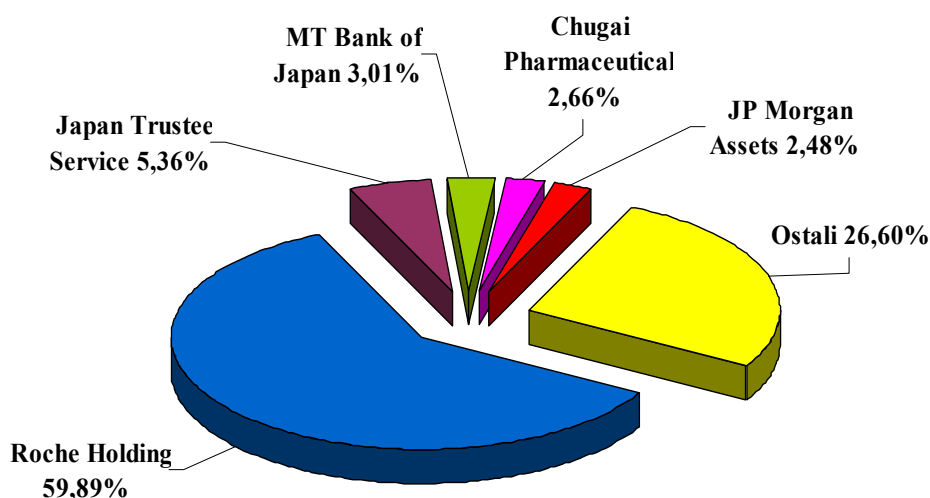


Slika 7: Geografski izvor lastnikov podjetja Pfizer

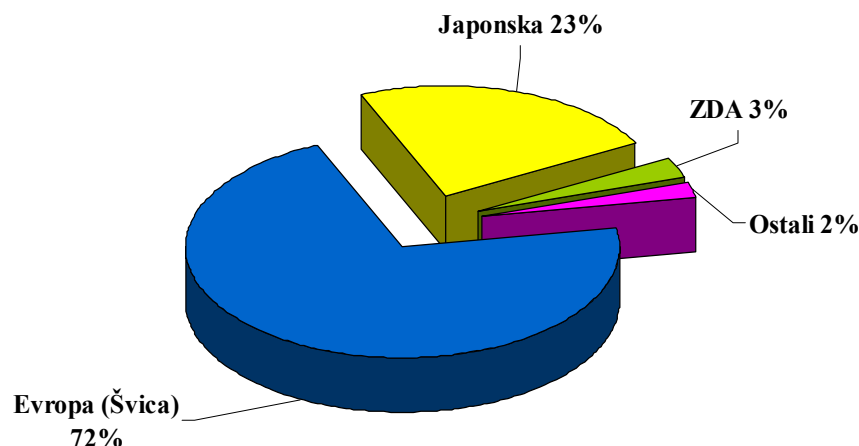


Za primerjavo pogledajmo še podjetje Chugai Pharmaceutical CO Ltd., ki ima sedež na Japonskem. Kot je razvidno iz Slike 8 je lastništvo v tem podjetju precej koncentrirano. Največji lastnik – Roche Holding ima skoraj šestdeset odstotkov glasov, torej večinsko glasovalno pravico. To, da ima prvi največji lastnik veliko vlogo v upravljanju podjetja potrjuje tudi dejstvo, da za njim ni nobenega zelo velika lastnika. Močnejšo opozicijo drugih delničarjev bi lahko pričakovali le v primeru, če bi se ostali mali lastniki povezali nasproti največjemu lastniku.

Slika 8: Lastniška struktura podjetja Chugai Pharmaceutical CO Ltd.: lastniški delež prvih petih največjih lastnikov



Slika 9: Geografski izvor lastnikov podjetja Chugai Pharmaceutical CO Ltd.



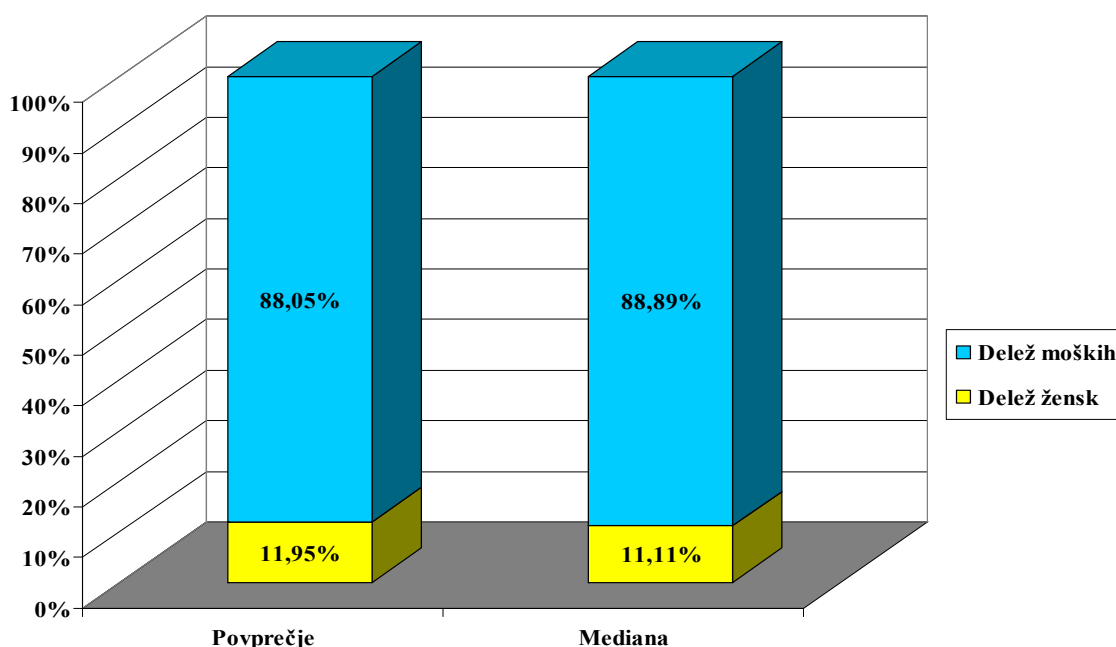
Največji lastnik podjetja izvira iz Švice. Drugi dva največja lastnika prihajata iz države sedeža podjetja, Japonske. Eden od njih je sklad Bank of Japan, kar ne preseneča saj je močna povezanost med banko in podjetjem tudi sicer precej značilna za japonsko-azijski sistem upravljanja podjetij.

Ob pregledu lastniške strukture opazovanih podjetji zasledimo, da imajo vsa prevzeta podjetja ter podjetja iz Japonske, Kitajske in Indije načeloma koncentrirano lastništvo, v obliki "velikega" prvega lastnika. Deloma je to posledica dejstva, da so investicijski skladi ali kar sama večja farmacevtska podjetja ustanovila svoje podružnice oziroma podjetja na hitro rastočih trgih, katere delnice oziroma lastniške deleže so ponudile ostalim zainteresiranim investitorjem šele v fazi, ko so delnice ponudili širšemu krogu manjših investitorjev preko t.i. javne ponudbe (angl. *Initial Public Offering* – *IPO*). Deloma pa je to tudi posledica šibke zaščite delničarjev v azijskih državah, poseganja države v gospodarstvo, korupcije, itd. Dejstvo je, da je razpršeno lastništvo možno le v državah z urejeno in visoko zaščito delničarjev, kot na primer v Veliki Britaniji in ZDA. V teh državah delničarji nimajo posebne potrebe po temu, da koncentrirajo svoje deleže, saj imajo na voljo vrsto drugih mehanizmov, ki jim zagotavljajo, da bodo podjetja, v katere vlagajo, kar najboljše upravljana. Ti mehanizmi so pravni sistem, nagrajevanje vodilnih (na primer opcije), trg kapitala, mehanizem prevzemov, itd. V manj razvitih državah ti mehanizmi niso na voljo oziroma ne delujejo pravilno. Zato si morajo delničarji pomagati s tem, da izvajajo svojo voljo ter nadzirajo vodilne na osnovi visokega lastniškega deleža, ki jim da možnost in tudi motiv, da aktivno posegajo v poslovanje podjetja, katerega lastniki so.

Kot smo že omenili v predhodnih poglavjih, je za korporacijsko upravljanje poleg lastništva pomemben tudi nadzorni svet, pri katerem nas zlasti zanima njegova velikost in sestava. Nadzorni svet podjetij v našem vzorcu obsega v povprečju 11 članov. Žal so

podatki o izobrazbi in izkušnjah nadzornikov razmeroma težko dosegljivi (le nekatera podjetja dejansko navajajo natančnejše podatke o izobrazbi svojih nadzornikov na spletni strani), možno pa je pridobiti informacije o sami velikosti nadzornega sveta ter o spolu nadzornikov. V polovici podjetij je število članov nadzornega sveta manjše od 10, največji nadzorni svet v vzorcu pa obsega 20 članov. Delež ženskih in moških direktorjev prikazujemo v Sliki 10. Kot je razvidno iz slike, v nadzornih svetih družb prevladujejo moški direktorji: delež žensk ne dosega 12 odstotkov, kar je tudi sicer na ravni ženskega predstavništva v evropskih državah, z izjemo nekaterih držav kot so na primer Norveška in Švedska, kjer so zakonodajne in družbene zahteve po večji soudeleženi žensk v nadzornih svetih močnejše. Delež žensk v nadzornih svetih norveških javnih gospodarskih družb je tako v letu 2008 znašal 41,12 odstotka, na Švedskem skoraj 18 odstotkov, kar je nad evropskim in ameriškim povprečjem (Gregorič et al., 2009).

Slika 10: Delež ženskih in moških direktorjev v nadzornih svetih 71 farmacevtskih družb



Zakaj nas sploh zanima delež žensk v nadzornih svetih? V zadnjih letih nekatere študije poudarjajo, da raznolikost v sestavi nadzornega sveta pomembno prispeva k njegovi učinkovitosti. Prisotnost žensk (na primer) naj bi prispevala k obširnejši in boljši razpravi, saj po izsledkih nekaterih avtorjev, ženske načeloma gledajo na določene probleme z drugačnega vidika. Ženske naj bi tudi povečale udeležbo na nadzornih svetih ter naj bi bile tudi bolj zavzete pri reševanju vprašanj, ki se dotikajo drugih deležnikov v podjetju (Gregorič et al., 2009). Poleg same sestave po spolu bi bilo prporočljivo, če bi razpolagali tudi s podatki o narodnosti direktorjev, o njihovi starosti, o tem, koliko časa zasedajo mesto v nadzornih svetih, itd. Gre torej za raznolikost v sestavi nadzornega sveta, ki je pomembna, ne zgolj raznolikost spola. Na žalost teh podatkov nimamo na voljo, težko jih je tudi pridobiti, saj vsi ti podatki niso vedno dosegljivi na spletnih straneh. Zato našo

analizo omejimo na analizo sestave nadzornega sveta po spolu, ostala vprašanja pa puščamo za nadaljno raziskovanje.

V nadaljevanju prikazujemo rezultate empirične analize, v kateri analiziramo vpliv lastniške strukture ter strukture in velikosti nadzornega sveta (kot pomembnejših mehanizmov korporacijskega upravljanja) na poslovanje farmacevtskih podjetij v letih 2000–2008. Glede na to, da razpolagamo z lastniškimi podatki zgolj za eno leto (to je leto 2007) in da ta spremenljivka ne varira v času, jo uporabljamo kot osnovno cenilko OLS (angl. *ordinary least squares*). Pri tem popravimo standardne napake za heteroskedastičnost in autokorelacijo: uporabljamo standardne napake popravljene glede na enoto observacije (angl. *clustered by firm*). Predno pa nadaljujemo s predstavitvijo rezultatov, moramo opozoriti na naslednje. Glede na to, da v našem modelu ne moremo kontrolirati za vrsto drugih faktorjev, ki vplivajo na koncentracijo lastništva in uspešnost podjetja, ne moremo ravno govoriti o vzročno-kavzalni povezavi med lastniško strukturo in vrednostjo podjetja v pravem pomenu besede. Kljub temu lahko rečemo, da naši rezultati vsaj približno nakazujejo na možen vpliv lastništva na uspešnost podjetja, zlasti če upoštevamo dejstvo, da se lastniška struktura podjetij razmeroma malo spreminja v času.¹⁴

3.3 Empirična analiza vpliva korporacijskega upravljanja na uspešnost poslovanja farmacevtskih podjetij

Preden nadaljujemo z empirično analizo korporacijskega upravljanja in njegovega vpliva na ekonomsko dodano vrednost v svetovnih farmacevtskih družbah, naj povzamemo še nekaj povezane literature. Omeniti velja zlasti en izsledek. Pham, Suchard in Zein (2007) v svoji študiji analizirajo 136 avstralskih podjetij med leti 1994–2003. Bistvo analize je razmerje med EVA, Tobinovem Q in korporacijskim upravljanjem gospodarskih družb. Kot navajajo avtorji, se v empiričnih študijah kot odvisna spremenljivka običajno uporablja Tobinov Q kot mera uspešnosti podjetja. Vendar pa si empirični rezultati niso enotni glede intenzivnosti in značilnosti vpliva različnih spremenljivk korporacijskega upravljanja na uspešnost poslovanja in vrednost podjetja. Ena od možnih razlag za razliko v empiričnih izsledkih o vplivu korporacijskega upravljanja na uspešnost podjetja (po mnenju avtorjev) lahko najdemo v neustreznosti merila uspešnosti. Zato avtorji v študiji uporabijo ekonomsko dodano vrednost, ki jo opredelijo kot eno izmed najbolj neposrednih meril ustvarjanja vrednosti v podjetju.

Korporacijsko upravljanje avtorji članka ovrednotijo na osnovi treh kazalcev:

- velikosti nadzornega sveta in števila neodvisnih direktorjev v nadzornem svetu ali upravnem odboru podjetja;
- velikosti notranjega lastništva podjetja, to je deleža delnic v lasti menedžmenta;

¹⁴ Za pomoč pri empirični analizi se zahvaljujem mentorici doc. dr. Aleksandri Gregorič.

- strukture zunanjega lastništva v podjetju: avtorji razlikujejo med skupnim deležem v lasti institucionalnih investorjev (vzajemnih skladov, drugih finančnih institucij) ter deležem v lasti ostalih lastnikov. Po mnenju avtorjev naj bi namreč drugi lastniki (družine, posamezniki, druga podjetja itd.) bili bolj naklonjeni temu, da izrabijo svojo moč na skupščini delničarjev z namenom, da usmerjajo delovanje vodilnih v svojo korist, pa čeprav s tem oškodujejo male delničarje.

Avtorji v analizo vključijo še vrsto drugih (kontrolnih) spremenljivk, in sicer logaritem skupnih sredstev podjetja (kot merilo velikosti), delež investicij v celotnih sredstvih podjetja, delež oprejemljivih sredstev v celotnih sredstvih podjetja, ter delež dolga v celotnih sredstvih podjetja. Poleg tega vključijo še merilo tveganja, to je standardni odklon mesečnih donosov delnic podjetja, ki ga izračunajo na osnovi 60 mesečnih podatkov. Na osnovni panelne analize z fiksnimi učinki avtorji prikažejo, da korporacijsko upravljanje statistično značilno ne vpliva na vrednost podjetja. Vpliv ni značilen ne glede na uporabljeno mero uspešnosti – torej, niti v primeru, ko je ta mera Tobinov Q, niti v primeru, ko je ta mera ekonomska dodana vrednost (natančneje EVA na enoto sredstev podjetja). Avtorji zaključijo, da žal tudi EVA ne predstavlja dovolj dobrega merila uspešnosti poslovanja podjetja. Tako kot Tobinov Q je namreč tudi EVA rezultat delovanja vrste različnih dejavnikov, katerih vpliv je zelo težko ločiti od vpliva menedžmenta podjetja, ter tako ustrezno oceniti vpliv korporacijskega upravljanja na vrednost podjetja.

V nadaljevanju predstavljamo empirične rezultate naše regresijske analize vpliva korporacijskega upravljanja na uspešnost poslovanja 71 farmacevtskih družb. V Tabeli 13 in 14 najprej prikažemo vpliv koncentracije lastništva na poslovanje podjetij, pri čemer koncentracijo lastništva merimo z lastniškim deležem prvega največjega lastnika (C1) in prvih petih največjih lastnikov (C5), uspešnost poslovanja pa s tradicionalnimi kazalci finančnega poslovanja (ROA, ROI), Tobinovi Q in kazalcema ekonomske dodane vrednosti, to je relativno EVO in EVA *Spread*.

Glede na rezultate prikazane v Tabelah 13 in 14 lahko zaključimo, da ni statistično značilne povezanosti med koncentracijo lastništva in uspešnostjo poslovanja oziroma ustvarjanja vrednosti v farmacevtskih družbah. Vpliv velikosti deleža prvega največjega lastnika (C1) je negativen vendar statistično neznačilen. Vpliv velikosti deleža petih največjih lastnikov (C5) je tudi statistično neznačilen. Ne glede na to kako merimo koncentracijo lastništva (ali z deležem prvega največjega lastnika ali petih največjih), le-ta torej nima pomembnega vpliva na uspešnost poslovanja farmacevtskih družb. Vpliv nekaterih ostalih spremenljivk je statistično značilen. Bolj zadolžena podjetja ustvarjajo v povprečju nižji prihodek na sredstva in investirani kapital ter nižjo ekonomsko dodano vrednost, medtem ko višina dolga v celotnih sredstvih nima značilnega vpliva na vrednost podjetja, merjeno s Tobinovi Q. Vpliv velikosti nadzornega sveta in njegove sestave (to je deleža žensk v nadzornem svetu) ni statistično značilen, glede na rezultate pa tudi ne moremo sklepati, da so večja podjetja tudi uspešnejša.

*Tabela 13: Koncentracija lastništva in uspešnost poslovanja farmacevtskih družb
(C1 – prvi lastnik)*

Spremenljivke	ROA	ROI	TobinQ	Relativna EVA	EVA Spread
Ln (sredstva)	0,035	0,713	-0,050	0,003	0,725
	[0,082]	[0,876]	[-0,701]	[0,581]	[0,946]
Dolg	-16,480***	-12,417*	0,666	-0,116**	-14,044*
	[-2,988]	[-1,798]	[0,959]	[-2,019]	[-1,980]
Velikost NS	-0,113	0,054	0,162*	0,000	0,075
	[-0,458]	[0,152]	[1,933]	[0,142]	[0,222]
Odstotek žensk v NS	-0,018	-0,006	-0,012*	-0,000	-0,003
	[-0,260]	[-0,071]	[-1,767]	[-0,167]	[-0,029]
C1 (prvi lastnik)	-0,039	-0,012	-0,005	-0,000	-0,009
	[-1,033]	[-0,225]	[-0,694]	[-0,262]	[-0,183]
ROA			0,09***		
			[5,54]		
Konstanta	17,120***	9,744	-0,395	0,032	0,994
	[3,631]	[1,284]	[-0,480]	[0,593]	[0,134]
R ²	0,166	0,031	0,267	0,036	0,034

Legenda: Ln (sredstva) je logaritem celotnih sredstev farmacevtskih družb, kjer sredstva merimo v milijonih dolarjev. Dolg je delež dolgoročnega in kratkoročnega dolga v celotnih sredstvih podjetja. C1 je lastniški delež prvega največjega lastnika (v odstotkih), ROA je EBIT na celotna sredstva, odstotek žensk v nadzornem svetu je izračunan na osnovi razmerja med številom ženskih direktoric in skupnim številom vseh nadzornikov. Vse regresije vključujejo slamnate spremenljivke za posamezna leta. Standardne napake koeficientov so popravljene na enoto (angl. *clustered by firm*). *označuje značilnost pri 10 odstotkih, **označuje značilnost pri 5 odstotkih in *** označuje značilnost pri 1 odstotku.

*Tabela 14: Koncentracija lastništva in uspešnost poslovanja farmacevtskih družb
(C5 – prvih pet lastnikov)*

Spremenljivke	ROA	ROI	TobinQ	Relativna EVA	EVA Spread
Ln (sredstva)	0,184	0,933	-0,104	0,005	0,941
	[0,449]	[1,138]	[-1,265]	[0,901]	[1,183]
Dolg	-16,096***	-11,821*	0,529	-0,111**	-13,458*
	[-2,994]	[-1,781]	[0,773]	[-2,009]	[-1,968]
Velikost NS	-0,123	0,056	0,159*	0,000	0,077
	[-0,493]	[0,158]	[1,957]	[0,150]	[0,232]
Odstotek žensk v NS	-0,010	0,003	-0,014**	-0,000	0,006
	[-0,142]	[0,031]	[-2,161]	[-0,046]	[0,068]
C5 (prvih pet lastnikov)	-0,004	0,030	-0,014*	0,000	0,031
	[-0,102]	[0,554]	[-1,562]	[0,679]	[0,571]
ROA			0,091***		
			[5,57]		
Konstanta	15,157***	6,283	0,542	0,002	-2,427
	[3,567]	[0,798]	[0,645]	[0,037]	[-0,305]
R ²	0,159	0,032	0,281	0,036	0,034

Legenda: Ln (sredstva) je logaritem celotnih sredstev farmacevtskih družb, kjer sredstva merimo v milijonih dolarjev. Dolg je delež dolgoročnega in kratkoročnega dolga v celotnih sredstvih podjetja. C5 je skupni lastniški delež prvih petih največjih delničarjev, ROA je EBIT na celotna sredstva, odstotek žensk v

nadzornem svetu je izračunan na osnovi razmerja med številom ženskih direktoric in skupnim številom vseh nadzornikov. Vse regresije vključujejo slamnate spremenljivke za posamezna leta. Standardne napake koeficientov so popravljene na enoto (angl. *clustered by firm*). *označuje značilnost pri 10 odstotkih, **označuje značilnost pri 5 odstotkih in *** označuje značilnost pri 1 odstotku.

Poleg same koncentracije lastništva, je za korporacijsko upravljanje pomembno tudi to, kdo je lastnik in od kje prihaja. Kot smo že omenili, bil lahko pričakovali, da lastniki, ki izhajajo iz držav z bolj razvitim korporacijskim upravljanjem oziroma iz držav, kjer je vloga trga kapitala močnejša, tudi bolj aktivni pri nadzoru nad menedžmentom. Posledično bi lahko pričakovali, da bodo podjetja z večjim deležem lastnikov iz (na primer) ZDA ali Velike Britanije tudi uspešnejša. Ta pričakovanja tudi potrjujemo v naši empirični analizi (glej tabele v nadaljevanju).

Tabela 15: Geografski izvor lastnikov in uspešnost poslovanja farmacevtskih družb

Spremenljivke	ROA	ROI	TobinQ	Relativna EVA	EVA Spread
Ln (sredstva)	-0,109	0,260	-0,140*	-0,000	0,283
	[-0,279]	[0,397]	[-1,708]	[-0,010]	[0,475]
Dolg	-17,469***	-14,588**	0,102	-0,131**	-16,146**
	[-3,118]	[-2,163]	[0,150]	[-2,329]	[-2,328]
Velikost NS	-0,149	0,008	0,150*	0,000	0,031
	[-0,627]	[0,023]	[1,954]	[0,004]	[0,097]
Odstotek žensk v NS	-0,008	-0,001	-0,010**	-0,000	0,002
	[-0,126]	[-0,015]	[-2,077]	[-0,125]	[0,025]
Delež lastnikov: ZDA, VB ali Kanade	0,032*	0,052**	0,012**	0,000*	0,049**
	[1,834]	[2,109]	[2,487]	[1,969]	[2,022]
ROA			0,084		
			[5,84]		
Konstanta	17,819***	12,697**	1,526**	0,039	3,288
	[4,530]	[2,276]	[2,180]	[1,028]	[0,612]
Število enot	540	540	540	540	540
R ²	0,176	0,039	0,307	0,044	0,041

Legenda: Ln (sredstva) je logaritem celotnih sredstev farmacevtskih družb, kjer sredstva merimo v milijonih dolarjev. Dolg je delež dolgoročnega in kratkoročnega dolga v celotnih sredstvih podjetja. ROA je EBIT na celotna sredstva, odstotek žensk v nadzornem svetu je izračunan na osnovi razmerja med številom ženskih direktoric in skupnim številom vseh nadzornikov. Vse regresije vključujejo slamnate spremenljivke za posamezna leta. Standardne napake koeficientov so popravljene na enoto (angl. *clustered by firm*). *označuje značilnost pri 10 odstotkih, **označuje značilnost pri 5 odstotkih in *** označuje značilnost pri 1 odstotku.

Kot je prikazano v Tabeli 15 so podjetja z večjim deležem investitorjev iz anglosaških sistemov korporacijskega upravljanja tudi uspešnejša, več vredna in ustvarjajo v povprečju višjo ekonomsko dodano vrednost. Pozitiven vpliv je statistično značilen in potrjen ne glede na uporabljeni kazalec uspešnosti podjetij. Pri tem velja poudariti, da pozitivna korelacija še ne potrjuje tudi kavalnosti. Drugače povedano, naši empirični rezultati lahko nakazujejo dvojje – da so lastniki iz anglosaških sistemov korporacijskega upravljanja bolj

uspešni pri nadzoru podjetij in torej njihova prisotnost v lastniški strukturi družb vodi do boljšega poslovanja, ali pa zgolj to, da ti lastniki že vnaprej izbirajo boljša podjetja. Za potrditev smeri kavzalnosti (od lastništva k uspešnosti ali obratno) bi potrebovali več podatkov (tj. historične podatke za lastniško strukturo) in bolj sofisticirane cenilke (dinamične linearne cenilke za panelne podatke).

Kaj pa vrsta lastnikov? V nadaljevanju še preverjamo, ali so določene skupine lastnikov boljši nadzorniki od drugih skupin lastnikov. Kot je razvidno iz Tabele 16 so boljša podjetja tista, v katerih imajo večji lastniški delež druge nefinančne korporacije ali posamezniki (v primerjavi s preostalimi lastniki).

Tabela 16: Vrsta lastnika in uspešnost poslovanja farmacevtskih družb

Spremenljivke	ROA	ROI	TobinQ	Relativna EVA	EVA Spread
Ln (sredstva)	-0,414	-0,801	-0,011	-0,005	-0,009
	[-0,778]	[-1,057]	[-0,094]	[-0,922]	[-0,009]
Dolg	-18,445***	-19,228***	0,358	-0,165***	-2,655
	[-3,752]	[-2,843]	[0,413]	[-2,864]	[-0,315]
Velikost NS	-0,199	0,382	0,336**	0,001	0,200
	[-0,614]	[0,781]	[2,522]	[0,217]	[0,350]
Institucionalni investitorji	-0,032	0,007	0,010	0,000	0,171
	[-0,914]	[0,081]	[0,725]	[0,066]	[1,122]
Posamezniki	0,069***	0,117*	0,005	0,001*	0,17
	[3,235]	[1,786]	[0,507]	[1,766]	[1,72]
Delež žensk v NS	-0,054	-0,054	-0,018***	-0,000	-0,032
	[-1,254]	[-0,900]	[-2,999]	[-0,905]	[-0,571]
Konstanta	20,205***	15,370*	-2,772	0,068	-5,293
	[4,312]	[1,842]	[-1,039]	[1,073]	[-0,450]
Število enot	540	540	540	540	540
R ²	0,402	0,068	0,292	0,080	0,048

Legenda: Ln (sredstva) je logaritem celotnih sredstev farmacevtskih družb, kjer sredstva merimo v milijonih dolarjev. Dolg je delež dolgoročnega in kratkoročnega dolga v celotnih sredstvih podjetja. ROA je EBIT na celotna sredstva, odstotek žensk v nadzornem svetu je izračunan na osnovi razmerja med številom ženskih direktoric in skupnim številom vseh nadzornikov. Vse regresije vključujejo slamnate spremenljivke za posamezna leta. Standardne napake koeficientov so popravljene na enoto (angl. *clustered by firm*). *označuje značilnost pri 10 odstotkih, **označuje značilnost pri 5 odstotkih in *** označuje značilnost pri 1 odstotku.

V podjetjih z višjim deležem institucionalnih lastnikov bi pričakovali, da je vrednost podjetij višja ter poslovanje podjetij uspešnejše saj institucionalni investitorji v zadnjih letih zelo aktivno promovirajo dobro korporacijsko upravljanje. To pomeni, da so ti lastniki bolj aktivno udeleženi v upravljanju gospodarskih družb, katerih lastniki so, in ne zgolj pasivno trgujejo z njihovimi delnicami. Med drugim tudi od gospodarskih družb, katerih lastniki so, zahtevajo, da le-te uveljavljajo standarde dobrega korporacijskega upravljanja, tako z vidika nagrad, ki jih izplačujejo svojim vodilnim (menedžmentu), transparentnosti poslovanja, sestave nadzornega sveta, itd. Zato bi lahko pričakovali, da so

podjetja, v katerem si razmeroma visok delež kapitala lastijo institucionalni investitorji tudi v povprečju bolje upravljana. To pomeni, da je nadzor nad menedžmentom v teh podjetjih verjeno bistveno strožji kot v preteklosti ali v drugih podjetjih z manj aktivnimi lastniki, kar se kaže tudi na vrednosti podjetja. Na žalost rezultati naše empirične analize takšnega učinka ne potrjujejo. Vpliv institucionalnega lastništva je (z izjemo ROA) pozitiven vendar statistično neznačilen.

A rezultati nakazujejo, da so boljša podjetja tista, v katerih si večji delež lastništva lastijo posamezniki – individualni lastniki. Pozitiven vpliv posameznikov lahko razložimo delno s tem, da so najverjetneje v znatnem številu teh podjetij ti posamezniki pravzaprav člani uprav oziroma nadzornih svetov družb. Če predpostavimo, da naša podjetja uporabljajo sistem nagrajevanja z delnicami in opcijami (kar je danes sicer običajna praksa), potem bi pričakovali, da so dejansko podjetja z večjim deležem posameznikov v lastništvu tudi podjetja z večjim deležem individualnih lastnikov pravzaprav podjetja z višji deležem lastništva vodilnih. Iz teorije korporacijskega upravljanja vemo, da je alternativa strožjemu nadzoru nad menedžmentom ta, da se menedžment ustrezno motivira k temu, da zasleduje cilje lastnikov. S tem, ko menedžment pridobi delež v podjetju (v obliki dela nagrade za dobro poslovanje), menedžer "postane" lastnik podjetja – njegovi cilji se bolj poenotijo s cilji podjetja. Posledica je večja motiviranost za sprejemanje odločitev, ki pripomorejo k večji učinkovitosti in uspešnosti podjetja. To se pozitivno odraža tudi na poslovanju podjetja, kar potrjujejo tudi naši podatki. Kot že rečeno, žal ne razpolagamo s podatki o notranjem lastništvu v podjetju, kar otežkoča ustrezno razlago in ločitev med posamezniki, ki so tudi menedžerji podjetja, ter drugimi posamezniki. To je tudi najverjetneje razlog za neizrazit vpliv lastništva posameznikov v modelih z različnimi kazalci uspešnosti poslovanja in ustvarjanja vrednosti v podjetju.

Delež žensk v nadzornem svetu nima vpliva na poslovanje ali vrednost podjetja, medtem ko je (v skladu z izsledki nekaterih drugih študij) poslovanje podjetij z večjimi nadzornimi sveti slabše, čeprav ta vpliv ni povsod značilen.

Če povzamemo, izsledki naše empirične analize nakazujejo, da je za farmacevtska podjetja v našem vzorcu bolj pomembno to, kdo je lastnik ter od kod ta lastnik prihaja, kot pa to, kakšen delež ima. Delno lahko razložimo rezultat s tem, da je v večini podjetij v našem vzorcu lastništvo razmeroma nizko koncentrirano. Kljub temu pa lahko rečemo, da naši rezultati nekako nakazujejo, da je prisotnost aktivnega lastnika (investitorja iz države z aktivnim trgom kapitala in bolj razvitimi standardi korporacijskega upravljanja) pomembna za učinkovito upravljanje ter ustvarjanje vrednosti v sodobnih gospodarskih družbah.

Ne glede na uporabljen kazalec poslovanja podjetja, naši rezultati nakazujejo zgolj korelacije med posameznimi spremenljivkami, ne moremo pa dejansko tudi govoriti o kavzalnosti. Poleg tega je tudi zelo verjetno, da so naši koeficienti nekonsistentni, saj ne moremo popolnoma izločiti vpliva vseh drugih dejavnikov, ki istočasno vplivajo na

strukturo lastništva v podjetju ter na uspešnost poslovanja podjetja. Enako ne moremo izključiti povratnega učinka, to je učinka uspešnosti poslovanja podjetja na lastniško strukturo ali druge mehanizme upravljanja v podjetju. Prav lahko se namreč zgodi, da bodo institucionalni investitorji vložili več sredstev v podjetja, ki dobro poslujejo a priori. Torej, pozitivna povezanost med institucionalnim lastništvom in uspešnostjo poslovanja podjetja v tem primeru ne bo rezultat vpliva delničarjev, temveč zgolj tega, da njihova izbira temelji na predhodnem poslovanja podjetja. Za odpravo tega tako imenovanega problema endogenosti bi potrebovali boljše podatke (po letih), dodatne kontrolne spremenljivke ter boljše cenilke.

SKLEP

Magistrsko delo smo začeli s predpostavko, da je cilj podjetja, h kateremu naj bi menedžerji usmerjali svoje poslovne odločitve, maksimiranje tržne vrednosti lastniškega kapitala (angl. *Shareholder Value*). Koncept ekonomske dodane vrednosti temelji na tej predpostavki ter na ideji, da naj bi bilo pri izbiri med različnimi strategijami ali poslovnih odločitvah menedžerjev prvenstveno vodilo, ali izbrana strategija oziroma projekt zagotavlja donos, ki presega stroške vloženega kapitala. Zgolj ustvarjanje pozitivnega dobička namreč še ne pomeni, da podjetje ustvarja vrednost za svoje lastnike. Kot pravi Drucker (1995), podjetje ustvarja izgubo vse dotlej, dokler je dobiček manjši od stroškov virov financiranja. Pravi dobički se ustvarijo šele takrat, ko so pokriti vsi stroški virov financiranja. Vse to se odraža prav v konceptu ekonomske dodane vrednosti – EVA. Kot eden izmed sodobnih konceptov finančne analize EVA dejansko predstavlja merilo "dodane" vrednosti, ki jo podjetje ustvari po poplačilu donosov, ki jih zahtevajo vlagatelji dolžniškega in lastniškega kapitala.

Na osnovi analize 71 farmacevtskih podjetij v obdobju 2000–2008 ugotavljamo, da podjetja v povprečju ustvarjajo pozitivno ekonomsko dodano vrednost ter da je ta vsaj za polovico podjetij v vzorcu razmeroma nizka in v zadnjih letih razmeroma stabilna. Skozi leta opazimo rahel dvig v višini relativne EVA, medtem ko EVA *Spread* skozi opazovano obdobje precej niha. V povprečju je bil "spread" najvišji v letu 2003 ter nato presentljivo spet leta 2008. Leta 2002 je bil EVA *Spread* v povprečju negativen, vendar je za polovico podjetij presegal 4 odstotke.

Lastništvo podjetij kot odraz enega od mehanizmov korporacijskega upravljanja podjetij je v našem vzorcu razpršeno. Kar 17 odstotkov vseh podjetij v našem vzorcu nima lastnika, ki bi si lastil več kot 5 odstotkov kapitala in bi tako lahko aktivno nadziral menedžment podjetja. Na drugi strani pa si prvi največji lastnik lasti večinsko glasovalno pravico le v 16 odstotkih podjetij ter ima več kot 75 odstotkov kapitala le v enem podjetju.

Večina lastnikov prihaja iz anglosaksonskih držav, torej iz ZDA, Kanade in Velike Britanije. Med lastniki farmacevtskih podjetij prevladujejo posamezniki, druge korporacije

ter finančni holdingi (angl. *Investment Companies and Advisors*). Nadzorni svet – drugi mehanizem korporacijskega upravljanja – v teh podjetjih v povprečju vključuje 11 članov. V polovici podjetij je število članov nadzornega sveta manjše od 10, največji nadzorni svet v vzorcu pa obsega 20 članov. V nadzornih svetih družb prevladujejo moški direktorji. Delež žensk ne dosega 12 odstotkov.

Cilj magistrskega dela je bil povezati oba koncepta, to je korporacijsko upravljanje in EVA. Zanimalo nas je predvsem, ali podjetja, v katerih je prisoten velik lastnik – to je lastnik, ki si lasti dovolj visok delež glasov, in ali podjetja z razmeroma manjšimi nadzornimi sveti ustvarjajo večjo dodano vrednost. Pričakovanja o smeri vpliva lastniške strukture in nadzornega sveta smo oblikovali na osnovi obstoječih teoretičnih in empiričnih dognanj. V analizi dajemo posebno pozornost tudi primerjavi med različnimi kazalci uspešnosti poslovanja, to je analizi vprašanja, ali se vpliv lastništva oziroma nadzornega sveta razlikuje v odvisnosti od tega, kateri kazalec uspešnosti poslovanja uporabljamo.

Vpliv lastništva na poslovanje in ustvarjanje dodane vrednosti testiramo na vzorcu 71 farmacevtskih podjetij v obdobju 2000–2008. Na osnovi tega vzorca ugotavljamo, da v povprečju sama koncentracija lastništva ni statistično značilno povezana z uspešnostjo poslovanja podjetja; regresijski koeficient za koncentracijo lastništva je neznačilen ne glede na to, kakšno mero uspešnosti uporabljamo, in ne glede na to, katero mero koncentracije lastništva uporabimo (delež prvega največjega lastnika ali delež prvih petih največjih lastnikov podjetja). Na drugi strani pa ugotavljamo, da so podjetja z večjim deležem investitorjev iz anglosaških sistemov korporacijskega upravljanja uspešnejša, več vredna in ustvarjajo v povprečju višjo ekonomsko dodano vrednost. Pozitiven vpliv je statistično značilen in potrjen ne glede na uporabljeni kazalec uspešnosti podjetij. Prav tako ugotavljamo, da je v uspešnejših podjetjih višji delež v lasti posameznikov, kar si lahko razlagamo s tem, da so posamezniki najverjetneje vodilni v teh družbah in da jih lastništvo motivira k ustvarjanju višje vrednosti. Kljub vsemu velja pripomniti, da naši rezultati nakazujejo zgolj korelacije med posameznimi spremenljivkami, ne moremo pa dejansko govoriti tudi o kavzalnosti. Za potrditev predpostavk o smeri kavzalnosti oziroma vpliva bi potrebovali boljše podatke (po letih), dodatne kontrolne spremenljivke ter boljše cenilke.

Rezultati se bistveno ne razlikujejo glede na to, kateri kazalec poslovanja uporabljamo. Zaključki na osnovi uporabe EVA kot kazalca uspešnosti so skladni s preostalimi kazalci poslovanja, kar nakazuje, da je bazična EVA ustrezno merilo ustvarjanja dodane vrednosti, ne pa tudi, da je kot kazalec boljše merilo uspešnosti poslovanja v primerjavi s tradicionalni kazalci.

LITERATURA IN VIRI

1. Arzac, E. R. (2005). *Valuation for Mergers, Buyouts and Restructuring*. Hoboken: John Wiley & Sons. Inc.
2. Barca, F., & Becht, M. (2001). *The Control of Corporate Europe*. New York: Oxford University Press.
3. Becht, M. (1999). European corporate governance: Trading off liquidity against control. *European Economic Review*, 43(4–6), 1071–1083.
4. Becht, M., Bolton, P., & Roell, A. (2003). Corporate Governance and Control. *ECGI Working Paper Series in Finance*. Najdeno 8. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.ecgi.org/wp>
5. Becht, M., Bolton, P., & Roell A. (2003). Corporate Governance and Control. V G. M. Constantinides, M. Harris & R. M. Stulz (ur.), *Handbook of Economics and Finance* (str. 128). Amsterdam: Nord Holland.
6. *Bloomberg – informacijsko trgovalni sistem*. 2009. Najdeno 5. februarja do 20 aprila na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com>
7. Booth, R. (1997). Economic value added as a management incentive. *Management Accounting*, 75(9). 48–50.
8. Bergant, Ž. (1998). Sodobni pogledi na ugotavljanje uspešnosti podjetja. Korporacijsko prestrukturiranje. *Zbornik 6. letnega srečanja Zveze ekonomistov Slovenije* (str. 87–101). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije.
9. Bertonecel, A. (2006). Acquisition valuation: how to value a going concern? *Naše gospodarstvo*, 52(5–6), 116–125.
10. *Betas by Sector*. Najdeno 10. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu>
11. Biddle, G. C., Bowen, R. M., & Wallance, J. S. (1997). Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Return and Firm Values. *Jurnal of Accouting and Economics*, 24, 302–336.
12. Bolčič, T., & Cerjak, R. (1999). Ekonomski dobiček – sodoben model merjenja uspešnosti podjetja. *Gospodarski vestnik*, 24, 51–52.
13. Bratton, W., & McCahery, A. (2002). *Comparative Corporate Governance and Barriers to Global Cross Reference*. Corporate Governance Regimes. Covergence and Diversity. Oxford University Press. 23–56.
14. Brewer, P. C., Chandra, G., & Hock, C. A. (1999). Economic Value Added (EVA): Its Uses and Limitations. S.A.M. *Advanced Management Jurnal*, 64(2), 4–11.
15. Brigham, E. F., Gapenski, L. C., & Daves, P. R. (1999). *Intermediate Financial Managment* (6th ed.). Fort Worth: Dryden Press.
16. Brigham, E. F., Gapenski, L. C., & Ehrhardt, M. C. (1999). *Financial Managment: Teory and Practice* (9th ed.). Fort Worth: Dryden Press.
17. Bukart, M., Gromb, D., & Panunzi, F. (1997). Large shareholders, monitoring and the value of the firm. *Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 693–728.

18. Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson W. G. (2003). Corporate Governance, *Board Diversity and Firm Value. The Financial Review*, 38, 33–53.
19. Chen, S., & Dodd, J. L. (1998). *Usefulness of Operating Income. Residual Income and EVA: A Value-Relevance Perspective*. Clarion University and Drake University.
20. Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (3rd ed.). New York: John Wiley & Sons.
21. Costigan, M. L., & Lovata, L. (2002). Empirical Analysis Adopters of Economic Value Added. *Management Accounting Research*, 13(2).
22. Datamonitor. (2006). *The pharmaceutical company outlook to 2011*. New York: Datamonitor.
23. Debeljak, Ž., & Gregorič, A. (2004). Ekonomski model družbene odgovornosti podjetja. Razvojnoraziskovalna dejavnost ter inovacije, konkurenčnost in družbena odgovornost podjetij. Ljubljana: Časnik Finance. 483–502.
24. Dilon, R. D., & Owers, J. E. (1997). EVA as a Financial Metric: Attributes, Utilization and Relationship to NPV. *Financial Practice & Education*, 7(1), 32–41.
25. Drucker, P. F. (1993). Drucker on Management: We Need to Measure, Not Count. *Wall Street Journal*, str. A18.
26. Ehrbar, A. (1998). *EVA – The Real Key to Creating Wealth*. New York: John Wiley & Sons Inc.
27. EFPIA (European Federation of Pharmaceutical Industries and Associations) 2010 Edition. Najdeno 15. julij 2010 na spletnem naslovu http://sfee.gr/files/story/Figures_2010_Final-20100611-001-EN-v1.pdf
28. Ekar, A. (2000). *Model ekonomske dodane vrednosti kot orodje za poslovno odločanje* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
29. Fernandez, P. (2002). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. San Diego: Elsevier Science.
30. Fuller, R. J., & Farrell, J. L. (1987). *Modern Investments and Security Analysis*. New York: McGraw-Hill.
31. Giacomelli, J. (1998). *Vrednost podjetja kot temelj za strateško odločanje v zaprti družbi – primer podjetja Gospodarski vestnik, d.d.* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
32. Grant, J. L. (1997). *Foundations of Economic value Added*. Pennsylvania: Fabozzi Associates.
33. Gregorič, A. (2003). Corporate Governance in Slovenia. *An International Perspective* (doktorska disertacija). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
34. Gregorič, A., Randøy, T., Oxelheim, L., & Thomsen, S. (2009). *How Diverse can you get? Gender quotas and the diversity of Nordic boards in Corporate Governance as a source of competitiveness of Nordic firms: Nordic Innovation Center Report*.
35. Gruban, D. (1999). *Če je dobiček merilo, kaj je potem cilj?* Manager, 3.
36. GV Izobraževanje, izobraževanje in svetovanje d.o.o. (2003). *Strokovno gadivo vrhunskega poslovnega srečanja: Ekonomska dodana vrednost z Joelom Sternom in Ericom Sternom*. Ljubljana: GV Izobraževanje, izobraževanje in svetovanje d.o.o.

37. Harper, D. (2008). Understanding Economic Value Added. *Investopedia*. Najdeno 4. februar 2008 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/university/EVA/EVA1.asp>
38. Hart, O. (1995). *Firms, Contract and Financial Structure*. Oxford: Claredon press.
39. Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S., (2003). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: *A Survey of the Economic Literature*. *FRBNY Economic Policy Review*, 9(1), 7–26.
40. Holderness, C. (2002). A Survey of Blockholders and Corporate Control. *Economic Policy Review*, 9.
41. IMS (Intercontinental Marketing Services) *Health 2010*. Najdeno 15. julij 2010 na spletnem naslovu <http://www.imshealth.com/portal/site/imshealth>
42. Javornik, S. (2003). Vse o Evi in še več. *Gospodarski vestnik*, 52(44), 50–51.
43. Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 4(3), 305–360.
44. Kaplan, R. S., & Atkinson A. A. (1989). *Advanced Management Accounting*. New Jersey: Prentice-Hall.
45. Kesič, D. (2007). Izzivi globalizacije v svetovni farmacevtski industriji. *Managment*, 2(2), 151–166.
46. Kordež, B. (2000). Pogled nosilcev odločanja na delo analitikov s praktičnim primerom izračuna uspešnosti poslovanja po metodi EVA. *Zbornik referatov 6. strokovnega posvetovanja o sodobnih vidikih analize poslovnaja in organizacije* (str. 12–30). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije.
47. Korošec, B. (2001). Računovodski vidik ekonomske dodane vrednosti. *Zbornik 33. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji* (str. 103–118). Portorož: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev.
48. Lahovnik, M. (2003). Ponuja EVA kislo jabolko? *Gospodarski vestnik*, 52(41), 46–47.
49. Longar, K. (2005). Koncept ekonomske dodane vrednosti in njen izračun za podjetje Hyundai Avto Trade d.o.o. (diplomsko delo) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
50. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
51. Mramor, D. (1999). Sodobna finančna analiza podjetji. *Zbornik referatov 31. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji* (str. 111–127). Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
52. Mramor, D. (2000). Finančno obnašanje slovenskih podjetji. *Zbornik referatov 32. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji* (str. 395–406). Portorož: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije.
53. Mramor, D. (2002). *Teorija poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
54. Norčič, O. (1994). *Razvoj in temelji sodobne ekonomske misli*. Ljubljana: Časopisni zavod Uradni list Republike Slovenije.
55. O'Byrne, S. F. (1996). EVA and Market Value. *Jurnal of Applied Corporate Finance*, 9(1), 116–125.

56. Pharmaceutical Market Trends 2010. Najdeno 16. julij 2010 na spletnem naslovu <http://www.pharmaceutical-drug-manufacturers.com/articles/pharmaceutical-market-trends-2010.html>
57. Petrič, T. (2004). Nerazumljena EVA. *Gospodarski vestnik*, 53(26–27), 16–20.
58. Pham, P. K., Suchard, J.A., & Zein, J. (2007). *Corporate Governance and Alternative Performance Measures: Evidence from Australian Firms*. B.k.: Mimeo.
59. Pike, W. H. (1996). *Why Stocks Go Up (and Down)*, (2nd ed.). Cincinnati: Thomson Executive Press.
60. Porter, M. E. (2008). The Five Competitive Forces that Shape Strategy. *Harvard Business Review*.
61. Raztock, N. (1999). *EVA for Small Manufacturing Companies*. Pittsburgh: University of Pittsburgh.
62. Reimann, B. C. (1987). *Managing for Value: A Guide to Value-Based Strategic Management*. Oxford: The Planning Forum.
63. Rijavec, P. (2000). Zamenjava na Tronu: delničar je kralj. *Manager*, 30–33.
64. Shapiro, A. C., & Balbier, S. D. (2000). *Modern Corporate Finance: A Multidisciplinary Approach to Value Creation*. New Jersey: Prentice Hall.
65. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Stock market driven acquisition. *The Journal of Political Economy*, 94(3), 461–488.
66. Stern, J. M., Shiley, J. S., & Ross, I. (2003). *EVA kot izziv: Uvajanje sprememb, ki v organizacijo prinašajo dodano vrednost*. Ljubljana: GV Založba.
67. Stewart, B. G. III. (1991). *The Quest For Value: The EVA Management Guide*. New York: Harper Business.
68. Thomsen S. (2008). *An Introduction to Corporate Governance. Mechanisms and Systems*. Copenhagen: DJOF Publishing.
69. Weissenreider, F. (2001). *Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added*. Social Science Research Network.
70. Young, D. S. (1999). Some Reflection on Accounting Adjustment and Economic Value Added. *Journal of Financial Statement Analysis*, 4(2), 7–15.
71. Young, D. S., & O'Byrne, S. F. (2000). *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*. New York: McGraw-Hill.
72. Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics: Elsevier*, 40(2), 185–211.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Slovenski prevodi tujih izrazov.....	1
Priloga 2: Vhodni podatki in izračuni.....	2

Priloga 1: Slovenski prevodi tujih izrazov

Balanced scorecard (BSC) – uravnoteženi izkaz poslovanja

Basic EVA – bazična ekonomska dodana vrednost

Benchmark – primerjalna mera

Capital asset pricing model (CAPM) – model določanja cen dolgoročnih naložb

Cash flow return on investment (CFROI) – donosnost na podlagi denarnega toka

Corporate governance – korporacijsko upravljanje

Debt – dolžniški kapital

Disclosed EVA – rezkrita ekonomska dodana vrednost

Discounted cash flow model (DCF) – model diskontiranih denarnih tokov

Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (EBIDA) – dobiček iz poslovanja pred odštetjem stroškov amortizacije

Economic profit – ekonomski dobiček

Economic value added (EVA) – ekonomska dodana vrednost

Economic Spread – ekonomska razlika

Equity – lastniški capital

Executive directors, Non – executive directors – izvršni, neizvršni direktorji – nadzorniki

Financial performance measure – finančni kazalec

Invested capital – poslovno investiran kapital

Market value added (MVA) – tržna dodana vrednost

Managerial board – menedžment, poslovodstvo

Net operating profit after tax (NOPAT) – čisti dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih

Non-financial performance measure – nefinančni kazalec

Performance metrics – kazalniki uspešnosti

Residual income – preostali dobiček

Return on assets (ROA) – dobičkonosnost sredstev

Return on equity (ROE) – dobičkonosnost lastniškega kapitala

Return on investment (ROI) – kazalnik dobičkonosnosti naložb

Return on invested capital (ROIC) – donosnost (poslovno) investiranega kapitala

Risk-free rate of return – donosnost netvegane naložbe

Stakeholders – deležniki

Supervisory board – nadzorni svet

Tailored EVA – podjetju prilagojena ekonomska dodana vrednost

True EVA – prava ekonomska dodana vrednost

Value-based management – management za večanje vrednosti

Weighted average cost of capital (WACC) – tehtano povprečje stroškov kapitala

Wealth metrics – kazalniki vrednosti

PRILOGA 2: VHODNI PODATKI IN IZRAČUNI

Podjetje		Date	T_AS	EQY	LT_B	ST_B	M_CAP	ROIC	NOPAT	EBIT	INV_CAP	NET_I	ROE	ROA	IC1	Beta i	P_EQY	WACC	EVA	St.EVA	EVA Sp.
JNJ US Equity	1	2000	34.245	20.395	3.163	1.489	146.040	20,1	4.622	6.615	25.287	4.953	27,1	15,6	25.047	1,104	8,74	8,60	2.467	9,85	9,85
	1	2001	38.488	24.233	2.217	565	180.141	21,0	5.514	7.885	27.220	5.668	25,4	15,6	27.015	1,087	8,67	8,60	3.190	12,74	11,81
	1	2002	40.556	22.697	2.022	2.117	159.550	24,4	6.745	9.678	27.953	6.597	28,1	16,7	26.836	1,098	8,71	8,59	4.439	17,72	16,54
	1	2003	48.263	26.869	2.955	1.139	153.334	25,6	7.705	10.871	32.187	7.197	29,0	16,2	30.963	1,099	8,72	8,60	5.042	20,13	16,28
	1	2004	53.317	31.813	2.565	280	188.213	25,2	8.629	12.863	36.222	8.509	29,0	16,8	34.658	1,086	8,66	8,60	5.647	22,54	16,29
	1	2005	58.864	38.710	2.017	668	178.793	25,7	9.981	12.831	41.572	10.060	28,5	17,9	41.395	1,086	8,66	8,60	6.421	25,64	15,51
	1	2006	70.556	39.318	2.014	4.579	191.415	24,3	10.521	13.709	44.904	11.053	28,3	17,1	45.911	1,107	8,75	8,58	6.580	26,27	14,33
	1	2007	80.954	43.319	7.074	2.463	190.879	25,7	12.162	15.213	49.876	10.576	25,6	14,0	52.856	1,123	8,82	8,61	7.612	30,39	14,40
1	2008	84.912	42.511	8.120	3.732	166.002	24,4	12.274	16.169	50.639	12.949	30,2	15,6	54.363	1,146	8,91	8,61	7.595	30,32	13,97	
ROG VX Equity	2	2000	69.535	32.036	16.167	5.451	148.329	4,4	2.455	3.228	56.189	8.647	31,7	12,4	53.654	1,226	9,24	8,63	-2.173	-4,05	-4,05
	2	2001	75.286	33.867	17.109	6.621	102.456	6,4	3.757	4.802	62.061	3.697	13,1	5,1	57.597	1,318	9,62	8,63	-1.215	-2,26	-2,11
	2	2002	63.995	25.773	14.167	8.183	93.411	6,4	3.662	4.799	51.997	-4.026	-16,2	-5,8	48.123	1,326	9,65	8,61	-481	-0,90	-1,00
	2	2003	59.486	29.164	10.246	5.041	113.284	7,7	3.866	5.280	47.956	3.069	13,8	5,0	44.451	1,214	9,19	8,61	39	0,07	0,09
	2	2004	58.446	33.283	7.077	2.013	115.965	9,2	4.336	5.767	46.078	6.606	25,6	11,2	42.373	1,154	8,94	8,62	685	1,28	1,62
	2	2005	69.195	40.158	9.322	348	173.688	13,4	6.667	9.133	53.519	5.923	19,3	9,3	49.828	1,130	8,84	8,63	2.369	4,42	4,75
	2	2006	74.414	46.814	6.199	2.044	193.110	15,2	8.448	11.715	57.557	7.880	21,7	11,0	55.057	1,116	8,79	8,61	3.709	6,91	6,74
	2	2007	78.183	53.307	3.834	3.032	171.501	18,0	10.741	14.468	61.874	9.761	23,0	12,8	60.173	1,113	8,77	8,60	5.569	10,38	9,25
NOVN VX Equity	3	2008	76.089	53.822	2.972	1.117	141.158	17,5	10.607	13.924	59.550	8.969	20,0	11,6	57.911	1,101	8,73	8,60	5.624	10,48	9,71
	3	2000	36.037	22.874	1.414	2.340	187.996	12,9	3.732	4.668	28.788	4.270	19,5	11,7	26.628	1,091	8,69	8,59	1.444	5,42	5,42
	3	2001	40.224	25.515	1.506	3.722	156.401	11,9	3.580	4.312	33.084	4.162	17,8	11,2	30.743	1,106	8,74	8,58	941	3,53	3,06
	3	2002	45.742	28.786	2.773	2.886	142.478	12,3	4.212	5.068	37.311	4.699	17,9	11,3	34.445	1,112	8,77	8,59	1.253	4,70	3,64
	3	2003	49.319	30.520	3.191	2.779	139.319	12,9	4.850	6.023	39.856	5.015	17,4	10,8	36.490	1,116	8,79	8,59	1.714	6,44	4,70
	3	2004	52.488	31.315	2.736	4.119	159.134	11,1	5.002	6.239	40.761	5.365	17,4	10,5	38.170	1,116	8,79	8,59	1.725	6,48	4,52
	3	2005	57.732	33.164	1.319	7.135	189.140	13,9	5.974	7.217	45.293	6.130	19,1	11,1	41.618	1,118	8,79	8,57	2.407	9,04	5,78
	3	2006	68.008	41.294	656	6.643	191.710	12,9	6.414	7.768	54.081	7.175	19,4	11,4	48.593	1,111	8,77	8,57	2.249	8,45	4,63
PFE US Equity	4	2007	75.452	49.396	677	5.117	169.469	10,7	6.106	7.263	59.825	11.946	26,4	16,7	55.190	1,107	8,75	8,58	1.374	5,16	2,49
	4	2008	78.299	50.437	2.178	5.186	139.319	12,9	7.854	9.308	62.127	8.195	16,5	10,7	57.801	1,127	8,83	8,58	2.897	10,88	5,01
	4	2000	33.510	16.076	1.123	4.289	290.216	25,6	5.549	8.690	21.868	3.726	24,8	11,5	21.488	1,090	8,68	8,59	3.704	17,24	17,24
	4	2001	39.153	18.293	2.609	6.263	250.526	32,4	8.013	10.708	27.563	7.788	45,3	21,4	27.165	1,108	8,75	8,58	5.681	26,44	20,91
	4	2002	46.356	19.950	3.140	8.669	188.377	32,1	9.567	12.316	32.123	9.126	47,7	21,3	31.759	1,137	8,87	8,57	6.845	31,86	21,55
	4	2003	116.775	65.377	5.755	8.818	269.622	8,6	5.394	10.365	92.962	3.910	9,2	4,8	79.950	1,128	8,84	8,58	-1.468	-6,83	-1,84
	4	2004	123.684	68.278	7.279	11.266	202.508	14,3	13.899	17.088	101.623	11.361	17,0	9,4	86.823	1,168	9,00	8,57	6.455	30,04	7,43
	4	2005	116.970	65.764	6.347	11.589	171.901	10,3	10.207	14.205	97.199	8.085	12,1	6,7	83.700	1,182	9,06	8,57	3.038	14,14	3,63
GSK LN Equity	4	2006	115.546	71.432	5.546	2.434	186.751	13,4	12.896	14.975	94.807	19.337	28,3	16,6	79.412	1,116	8,79	8,60	6.064	28,22	7,64
	4	2007	115.268	65.124	7.314	5.825	155.241	14,3	13.065	14.780	87.562	8.144	12,0	7,1	78.263	1,161	8,97	8,59	6.340	29,50	8,10
	4	2008	111.148	57.740	7.963	9.320	119.417	17,1	14.266	17.040	78.828	8.104	13,2	7,2	75.023	1,225	9,23	8,57	7.834	36,46	10,44
	5	2000	26.124	10.836	2.119	2.760	142.199	35,5	4.594	6.137	15.714	5.094	47,0	19,5	15.714	1,107	8,75	8,59	3.244	20,65	20,65
	5	2001	27.035	9.985	2.551	2.570	129.635	34,9	5.494	7.365	15.775	3.735	40,4	13,9	15.106	1,112	8,77	8,59	4.196	20,67	27,78
	5	2002	27.016	8.939	3.741	1.877	86.968	39,0	6.094	8.190	15.455	4.761	56,0	17,5	14.558	1,139	8,88	8,60	4.842	30,81	33,26
	5	2003	25.652	7.023	4.418	1.757	92.325	45,2	6.250	8.446	12.202	5.433	76,9	20,6	13.197	1,142	8,89	8,61	5.114	32,54	38,75
	5	2004	27.762	7.184	5.301	1.914	86.759	39,7	4.930	6.884	12.629	4.729	72,5	17,7	14.399	1,159	8,96	8,61	3.690	23,48	25,63
SAN FP Equity	5	2005	32.910	9.160	6.378	1.452	103.418	42,4	5.863	7.974	14.999	5.674	71,9	18,7	16.990	1,151	8,93	8,62	4.398	27,99	25,89
	5	2006	30.919	11.674	5.891	869	93.603	42,2	6.670	9.255	16.585	6.521	64,6	20,4	18.434	1,147	8,92	8,62	5.080	32,33	27,56
	5	2007	37.514	11.991	8.551	4.240	85.239	33,7	6.705	9.311	23.198	6.309	54,9	18,4	24.782	1,231	9,26	8,61	4.571	29,09	18,44
	5	2008	47.666	10.065	18.430	1.157	80.619	28,0	7.064	9.540	27.175	5.568	52,5	13,1	29.651	1,390	9,67	8,69	4.486	28,55	15,13
	6	2000	7.092	3.790	114	274	48.816	31,6	1.235	1.446	4.181	926	26,4	13,8	4.177	1,078	8,63	8,59	876	20,96	20,96
	6	2001	8.459	4.741	106	254	54.592	31,8	1.544	1.808	5.109	1.411	34,0	18,6	5.101	1,077	8,63	8,59	1.105	26,46	21,67
	6	2002	9.278	5.700	68	369	44.793	38,5	2.221	2.601	6.148	1.847	32,8	19,2	6.137	1,080	8,64	8,59	1.694	40,54	27,60
	6	2003	11.420	7.160	66	394	54.689	43,4	3.136	3.673	7.041	2.595	37,3	23,1	7.620	1,079	8,63	8,59	2.481	59,40	32,56
ABT US Equity	6	2004	114.445	55.641	11.596	9.900	109.701	6,4	3.202	3.886	92.034	2.661	8,5	4,2	77.137	1,280	9,46	8,58	-3.421	-81,88	-4,43
	6	2005	102.256	55.255	5.605	7.582	122.314	5,9	4.737	5.609	79.392	2.664	5,1	2,6	68.44						

nadaljevanje

		Podjetje	Date	T_AS	EQY	LT_B	ST_B	M_CAP	ROIC	NOPAT	EBIT	INV_CAP	NET_I	ROE	ROA	IC1	Beta	P	EQY	WACC	EVA	StEVA	EVA Sp.
MRK US Equity	10	2000	39.910	19.853	3.601	3.319	215.912	25,6	6.341	9.089	26.773	6.822	48,6	18,1	26.773	1,104	8,74	8,59	4.040	15,09	15,09		
	10	2001	44.007	20.888	4.799	4.067	133.753	25,1	7.080	10.058	29.753	7.282	47,2	17,4	29.753	1,141	8,89	8,59	4.524	16,90	15,20		
	10	2002	47.561	23.129	4.879	3.670	127.121	20,9	6.422	9.089	31.678	7.150	41,7	15,6	31.678	1,142	8,89	8,60	3.699	13,82	11,68		
	10	2003	40.588	19.492	5.096	1.700	102.795	22,3	6.457	8.671	26.288	6.831	40,4	15,5	26.288	1,141	8,89	8,61	4.194	15,66	15,95		
	10	2004	42.573	19.695	4.692	2.181	71.273	20,5	5.736	7.691	29.580	5.813	35,4	14,0	26.568	1,173	9,02	8,61	3.449	12,88	12,98		
	10	2005	44.846	20.324	5.126	2.972	69.557	11,7	3.947	6.055	38.164	4.631	26,3	10,6	28.421	1,195	9,11	8,60	1.502	5,61	5,29		
	10	2006	44.570	19.966	5.551	1.285	94.656	10,4	3.883	5.242	36.593	4.434	25,0	9,9	26.802	1,147	8,92	8,62	1.573	5,87	5,87		
	10	2007	48.351	20.591	3.916	1.824	126.480	15,7	5.878	5.971	38.360	3.275	18,3	7,0	26.331	1,119	8,80	8,60	3.613	13,49	13,72		
	10	2008	47.196	21.167	3.943	2.297	64.271	13,7	5.145	6.439	36.601	7.808	42,3	16,3	27.408	1,174	9,02	8,60	2.787	10,41	10,17		
BAY GR Equity	11	2000	34.264	15.394	2.635	3.630	38.328	9,1	1.932	3.136	22.771	1.707	11,7	5,4	21.659	1,245	9,32	8,56	77	0,36	0,36		
	11	2001	32.965	15.148	2.733	3.850	23.270	4,9	1.072	1.243	22.489	859	5,8	2,6	21.731	1,373	9,84	8,54	-785	-3,62	-3,61		
	11	2002	43.777	16.228	7.684	3.001	15.682	0,8	190	258	28.835	1.113	6,6	2,7	26.913	1,799	11,59	8,67	-2.144	-9,90	-7,97		
	11	2003	46.806	15.420	8.891	2.918	21.198	2,2	685	561	27.811	-1.701	-9,9	-3,4	27.229	1,666	11,05	8,68	-1.678	-7,75	-6,16		
	11	2004	50.368	14.664	9.414	2.902	24.408	6,1	1.714	2.468	26.575	918	5,9	1,8	26.980	1,610	10,82	8,68	-628	-2,90	-2,33		
	11	2005	43.332	13.165	8.478	2.085	30.413	9,5	2.174	3.152	22.450	1.884	14,6	4,3	23.729	1,442	10,13	8,67	116	0,53	0,49		
	11	2006	72.099	16.578	18.993	6.551	40.170	8,4	3.045	3.726	48.121	2.171	14,1	3,6	42.121	1,750	11,39	8,68	-611	-2,82	-1,45		
	11	2007	75.012	24.559	19.098	1.951	69.579	8,0	3.476	4.736	51.683	6.878	31,9	8,8	45.607	1,394	9,93	8,70	-493	-2,28	-1,08		
	11	2008	72.990	22.713	14.753	8.696	44.144	7,8	3.924	4.971	51.511	2.389	10,4	3,3	46.162	1,638	10,93	8,62	-53	-0,25	-0,12		
TEVA IT Equity	12	2000	2.859	1.154	815	342	36.978	9,1	175	244	2.376	148	15,6	6,5	2.311	1,103	8,74	8,60	-24	-1,05	-1,05		
	12	2001	3.428	1.370	1.235	205	34.697	11,6	306	376	2.848	278	21,9	8,8	2.810	1,114	8,78	8,61	64	2,78	2,28		
	12	2002	4.627	1.834	810	248	45.572	15,1	401	524	2.644	411	26,4	10,5	2.892	1,095	8,70	8,60	152	6,57	5,24		
	12	2003	5.916	3.296	450	292	69.442	18,6	621	784	4.072	691	27,1	13,1	4.038	1,081	8,64	8,60	274	11,87	6,79		
	12	2004	9.632	5.400	1.728	560	80.356	2,6	338	608	7.901	332	7,6	4,3	7.689	1,100	8,72	8,60	-323	-13,99	-4,20		
	12	2005	10.387	6.050	1.773	376	128.254	13,2	1.076	1.313	8.418	1.072	18,8	10,7	8.199	1,088	8,67	8,60	371	16,05	4,52		
	12	2006	20.471	11.177	4.585	742	103.690	5,5	699	897	16.990	546	6,4	3,5	16.504	1,125	8,82	8,62	-723	-31,28	-4,38		
	12	2007	23.412	13.760	3.347	1.841	143.488	10,9	1.990	2.395	19.407	1.952	15,7	8,9	18.948	1,109	8,76	8,60	361	15,61	1,90		
	12	2008	32.904	16.360	5.537	2.906	143.735	4,3	985	1.269	26.526	635	4,2	2,3	24.803	1,133	8,86	8,60	-1.149	-49,72	-4,63		
SGP US Equity	13	2000	10.805	6.119	109	994	82.971	33,9	2.305	3.095	7.436	2.423	42,9	24,0	7.222	1,084	8,66	8,59	1.685	23,33	23,33		
	13	2001	12.174	7.125	112	565	52.429	28,4	2.206	2.928	8.104	1.943	29,3	16,9	7.802	1,084	8,65	8,59	1.536	21,26	19,68		
	13	2002	14.136	8.142	21	1.423	32.559	21,5	1.942	2.569	9.944	1.974	25,9	15,0	9.586	1,117	8,79	8,56	1.121	15,52	11,69		
	13	2003	15.271	7.337	2.410	1.023	25.553	11,1	1.162	558	10.977	-92	-1,2	-0,6	10.770	1,214	9,19	8,62	234	3,24	2,17		
	13	2004	15.911	7.556	2.392	1.569	30.751	-16,9	-2.000	-362	12.659	-947	-14,6	-6,3	11.517	1,208	9,16	8,60	-2.990	-41,40	-25,96		
	13	2005	15.469	7.387	2.399	1.278	30.814	-0,1	-8	-82	11.605	269	3,0	1,2	11.064	1,198	9,12	8,61	-961	-13,30	-8,68		
	13	2006	16.071	7.908	2.414	242	35.048	1,3	152	137	11.246	1.143	17,0	6,7	10.564	1,151	8,93	8,63	-760	-10,52	-7,19		
	13	2007	29.156	10.385	9.019	461	43.149	-0,5	-87	-109	22.444	-1.473	-22,2	-7,0	19.865	1,305	9,56	8,69	-1.813	-25,11	-9,13		
	13	2008	28.117	10.529	7.931	245	27.695	3,8	816	843	20.735	1.903	22,0	6,1	18.705	1,386	9,90	8,72	-815	-11,29	-4,36		
LLY US Equity	14	2000	14.691	6.047	2.634	184	104.907	31,7	2.722	3.560	8.957	3.058	55,3	22,2	8.865	1,099	8,72	8,61	1.959	22,10	22,10		
	14	2001	16.434	7.104	3.132	286	88.295	28,6	2.839	3.730	10.917	2.780	42,3	17,9	10.522	1,111	8,77	8,61	1.933	21,80	18,37		
	14	2002	19.042	8.274	4.358	545	71.334	20,6	2.500	3.328	13.347	2.708	35,2	15,3	13.177	1,144	8,90	8,62	1.364	15,39	10,35		
	14	2003	21.688	9.765	4.688	197	78.974	19,0	2.698	3.502	15.105	2.561	28,4	12,6	14.649	1,136	8,87	8,63	1.434	16,18	9,79		
	14	2004	24.867	10.920	4.492	2.021	64.221	13,1	2.287	3.659	19.823	1.810	17,5	7,8	17.432	1,179	9,04	8,61	786	8,86	4,51		
	14	2005	24.581	10.792	5.764	735	64.322	13,7	2.652	3.649	18.936	1.980	18,2	8,0	17.290	1,178	9,04	8,64	1.159	13,07	6,70		
	14	2006	21.955	10.981	3.494	219	58.956	18,7	3.220	4.125	15.480	2.663	24,5	11,4	14.695	1,137	8,87	8,63	1.953	22,03	13,29		
	14	2007	26.875	13.504	4.594	414	60.561	20,2	3.610	4.803	20.337	2.953	24,1	12,1	18.511	1,158	8,96	8,63	2.012	22,70	10,87		
	14	2008	29.213	6.735	4.616	5.846	45.785	44,5	8.651	5.528	18.505	-2.072	-20,5	-7,4	17.197	1,314	9,60	8,56	7.179	80,98	41,74		
BMY US Equity	15	2000	17.578	9.180	1.336	162	144.574	39,9	4.382	5.986	11.103	4.711	52,9	27,2	10.678	1,081	8,64	8,60	3.463	32,43	32,43		
	15	2001	27.812	9.075	6.237	174	98.678	37,0	4.913	5.158	15.486	4.834	53,0	21,3	15.486	1,140	8,88	8,63	3.577	33,50	23,10		
	15	2002	25.022	8.756	6.261	1.379	44.843	22,5	3.461	4.159	15.299	2.137	24,0	8,1	16.396	1,252	9,35	8,64	2.044	19,14	12,46		
	15	2003	27.448	9.786	8.522	232	55.464	23,2	3.775	5.102	17.306	3.106	33,5	11,8	18.540	1,239	9,29	8,67	2.167	20,30	11,69		
	15	2004	30.435	10.202	8.463	1.883	49.846	16,8	3.179	4.699	20.620	2.388	23,9	8,3	20.548	1,292	9,51	8,65	1.401	13,12	6,82		
	15	2005	28.138	11.208	8.364	231	44.961	17,5	3.443	4.125	18.740	3.000	28,0	10,2	19.803	1,275	9,44	8,68	1.723	16,13	8,70		

nadaljevanje

Podjetje	Date	T_AS	EQY	LT_B	ST_B	M_CAP	ROIC	NOPAT	EBIT	INV_CAP	NET_I	ROE	ROA	IC1	Beta i	P_EQY	WACC	EVA	SLEVA	EVA Sp.	
AGN US Equity	20	2000	1.971	874	585	59	12.730	17.2	211	296	1.518	215	28.5	13.0	1.518	1.124	8.82	8.62	80	5.25	5.25
	20	2001	2.046	979	445	75	9.845	10.6	158	240	1.441	225	24.3	11.2	1.499	1.127	8.83	8.62	28	1.87	1.90
	20	2002	1.807	810	526	90	7.458	15.3	217	304	1.387	75	8.4	3.9	1.426	1.158	8.96	8.63	94	6.19	6.59
	20	2003	1.755	721	573	24	10.312	-2.9	-37	-21	1.200	-53	-6.9	-2.9	1.319	1.132	8.85	8.63	-151	-9.93	-11.43
	20	2004	2.257	1.119	570	13	10.643	26.4	381	532	1.685	377	41.1	18.8	1.702	1.129	8.84	8.63	234	15.43	13.76
	20	2005	2.851	1.568	58	690	14.494	21.9	424	615	2.192	404	30.1	15.8	2.315	1.125	8.82	8.56	226	14.88	9.76
	20	2006	5.767	3.145	1.606	102	18.411	3.7	132	19	4.992	-127	-5.4	-3.0	4.853	1.169	9.01	8.64	-288	-18.94	-5.93
	20	2007	6.579	3.740	1.590	40	19.755	10.4	550	746	5.607	499	14.5	8.1	5.370	1.158	8.96	8.64	86	5.64	1.59
	20	2008	6.791	4.012	1.635	4	12.399	10.8	616	837	5.777	579	14.9	8.7	5.652	1.212	9.18	8.67	126	8.33	2.24
4519 JP Equity	21	2000	3.096	1.740	603	38	4.357	6.7	146	275	2.240	141	8.6	4.7	2.381	1.227	9.24	8.66	-60	-2.52	-2.52
	21	2001	3.178	1.836	239	399	3.483	7.0	159	243	2.305	133	7.5	4.2	2.474	1.266	9.40	8.55	-53	-2.22	-2.14
	21	2002	3.433	2.272	168	199	5.662	8.5	200	316	2.422	196	9.5	5.9	2.640	1.140	8.88	8.59	-27	-1.12	-1.01
	21	2003	3.687	2.708	98	0	7.722	10.0	241	389	2.539	259	11.4	7.5	2.806	1.084	8.65	8.60	0	-0.01	-0.01
	21	2004	3.991	3.126	50	10	9.054	10.9	312	500	3.009	331	11.0	8.4	3.186	1.077	8.63	8.60	38	1.60	1.20
	21	2005	3.788	3.071	11	0	11.730	14.8	415	657	3.040	445	15.6	12.4	3.082	1.071	8.60	8.60	150	6.30	4.87
	21	2006	4.020	3.407	4	0	11.950	9.6	315	508	3.380	334	10.1	8.4	3.411	1.070	8.60	8.60	21	0.90	0.63
	21	2007	4.039	3.395	0	3	7.880	10.8	371	587	3.463	353	10.4	8.7	3.398	1.070	8.60	8.60	79	3.30	2.31
	21	2008	4.689	3.891	0	0	9.451	8.5	328	505	3.884	385	10.1	8.4	3.891	1.070	8.60	8.60	-6	-0.27	-0.17
4523 JP Equity	22	2000	5.000	3.231	53	161	10.791	9.1	291	537	3.139	212	6.9	4.5	3.445	1.091	8.68	8.59	-5	-0.15	-0.15
	22	2001	5.074	3.378	1	59	8.795	14.0	438	661	3.146	332	10.3	6.6	3.439	1.077	8.63	8.59	143	4.15	4.16
	22	2002	5.385	3.618	0	1	7.192	15.3	506	690	3.487	373	10.9	7.1	3.619	1.070	8.60	8.60	195	5.65	5.38
	22	2003	5.604	3.895	0	2	7.799	16.0	573	756	3.695	456	12.4	8.3	3.897	1.070	8.60	8.60	238	6.92	6.12
	22	2004	6.428	4.545	0	8	9.694	14.5	598	842	4.288	538	12.6	8.7	4.553	1.071	8.60	8.60	207	6.01	4.55
	22	2005	6.202	4.387	0	3	12.184	14.6	568	794	4.116	526	13.0	9.0	4.390	1.070	8.60	8.60	190	5.52	4.33
	22	2006	6.891	4.895	0	2	16.874	12.6	577	916	4.810	614	13.2	9.2	4.898	1.070	8.60	8.60	156	4.52	3.18
	22	2007	9.891	3.993	447	3.194	11.483	-3.3	-207	156	7.749	-150	-3.4	-1.8	7.635	1.409	9.99	8.44	-851	-24.71	-11.15
	22	2008	11.252	4.244	3.917	216	10.754	7.2	608	900	8.281	467	10.9	4.2	8.376	1.481	10.29	8.74	-124	-3.61	-1.48
SHP LN Equity	23	2000	1.486	1.234	126	1	2.701	8.9	112	121	1.328	107	9.4	7.6	1.362	1.121	8.81	8.62	-6	-0.42	-0.42
	23	2001	5.571	4.935	392	4	4.127	1.5	48	115	5.300	51	1.7	1.5	5.332	1.173	9.02	8.65	-413	-30.31	-7.74
	23	2002	5.052	4.425	400	1	2.062	3.2	159	136	4.854	-883	-19.2	-16.9	4.826	1.278	9.45	8.69	-261	-19.14	-5.40
	23	2003	4.763	4.117	361	1	2.699	6.6	299	230	4.481	-594	-14.4	-12.5	4.479	1.214	9.19	8.67	-89	-6.53	-1.98
	23	2004	2.660	2.205	0	42	2.647	10.9	366	508	2.240	269	8.5	7.2	2.248	1.087	8.67	8.58	173	12.72	7.71
	23	2005	5.337	4.081	5	3	3.690	-7.5	-203	-160	4.241	-179	-5.7	-4.5	4.089	1.072	8.61	8.60	-555	-40.73	-13.56
	23	2006	5.697	4.145	7	4	5.329	0.1	4	31	4.183	56	1.4	1.0	4.156	1.072	8.61	8.60	-354	-25.97	-8.51
	23	2007	4.330	1.227	1.133	0	6.466	11.1	375	361	2.549	-1.452	-54.0	-29.0	2.360	1.257	9.37	8.68	170	12.50	7.21
	23	2008	3.934	1.299	1.143	0	5.707	16.1	422	665	2.701	156	12.4	3.8	2.442	1.284	9.48	8.69	209	15.37	8.57
FRX US Equity	24	2000	1.447	1.222	1	1	11.646	18.6	193	268	1.212	215	20.4	16.9	1.224	1.070	8.60	8.60	88	7.17	7.17
	24	2001	1.952	1.625	1	1	14.584	22.2	313	435	1.611	338	23.7	19.9	1.627	1.070	8.60	8.60	173	14.11	10.62
	24	2002	2.918	2.352	1	1	17.775	30.0	592	781	2.336	622	31.3	25.5	2.354	1.070	8.60	8.60	390	31.86	16.57
	24	2003	3.863	3.256	1	1	22.596	25.5	712	907	3.242	736	26.2	21.7	3.258	1.070	8.60	8.60	432	35.32	13.27
	24	2004	3.705	3.132	1	1	16.527	24.9	806	1.139	3.236	839	26.3	22.2	3.134	1.070	8.60	8.60	537	43.86	17.13
	24	2005	3.120	2.698	1	1	13.741	22.3	668	819	2.741	709	24.3	20.8	2.700	1.070	8.60	8.60	435	35.57	16.13
	24	2006	3.653	3.025	1	1	16.026	16.7	506	627	3.158	454	15.9	13.4	3.027	1.070	8.60	8.60	246	20.11	8.13
	24	2007	4.525	3.715	1	1	11.367	25.6	874	1.092	3.676	968	28.7	23.7	3.717	1.070	8.60	8.60	554	45.25	14.90
	24	2008	5.197	4.115	1	1	7.676	18.3	706	893	4.032	768	19.6	15.8	4.117	1.070	8.60	8.60	352	28.78	8.56
4507 JP Equity	25	2000	4.519	2.629	182	170	7.445	3.9	110	218	3.069	115	4.7	2.7	2.981	1.121	8.81	8.59	-146	-4.90	-4.90
	25	2001	4.374	2.558	182	172	7.158	3.6	107	147	2.871	77	3.0	1.7	2.913	1.123	8.82	8.59	-143	-4.81	-4.93
	25	2002	3.383	2.502	182	70	5.362	5.8	163	175	2.724	54	2.1	1.4	2.755	1.120	8.80	8.61	-75	-2.50	-2.71
	25	2003	3.423	2.661	182	9	6.378	4.9	137	185	2.902	20	0.8	0.6	2.852	1.102	8.73	8.61	-108	-3.63	-3.80
	25	2004	3.851	2.911	0	194	4.826	5.5	175	279	3.258	184	6.4	4.9	3.105	1.113	8.77	8.56	-91	-3.05	-2.92
	25	2005	3.550	2.801	0	0	4.841	5.3	155	243	3.042	189	7.1	5.5	2.801	1.070	8.60	8.60	-86	-2.88	-3.06
	25	2006	3.737	3.008	0	0	7.148	4.2	136	251	3.288	162	5.4	4.3	3.008	1.070	8.60	8.60	-123	-4.12	-4.08
	25	2007	3.641	3.012	0	0	6.103	6.3	208	356	3.242	221	7.3	5.9	3.012	1.070	8.60	8.60	-50	-1.69	-1.68
	25	2008	4.918	3.039	892	235	7.897	3.7	149	314	4.382	153	4.8	3.4	4.166	1.223	9.23	8.63	-210	-7.05	-5.05
4508 JP Equity	26	2000	2.488	1.374	380	17	2.113	6.4	111	277	1.670	28	2.1	1.1	1.770	1.271	9.42	8.68	-43	-2.42	-2.42
	26	2001	2.453	1.587	8	201	2.844	10.3	175	289	1.717	114	7.8	4.4							

nadaljevanje

Podjetje	Date	T_AS	EQY	LT_B	ST_B	M_CAP	ROIC	NOPAT	EBIT	INV_CAP	NET_I	ROE	ROA	IC1	Beta	P_EQY	WACC	EVA	SLEVA	EVA Sp.	
4528 JP Equity	30	2000	3.251	2.778	2	0	5.000	9,7	258	490	2.662	203	7,7	6,4	2.781	1,071	8,60	8,60	19	0,68	0,68
	30	2001	3.244	2.790	1	0	4.407	10,3	271	458	2.596	207	7,5	6,4	2.792	1,070	8,60	8,60	31	1,11	1,11
	30	2002	3.300	2.875	1	0	4.016	11,0	294	461	2.761	234	8,3	7,2	2.876	1,070	8,60	8,60	47	1,67	1,62
	30	2003	3.759	3.271	1	0	4.508	10,0	303	496	3.294	281	9,2	8,0	3.272	1,070	8,60	8,60	22	0,78	0,66
	30	2004	4.261	3.818	1	0	6.856	9,8	359	582	3.797	381	10,5	9,2	3.819	1,070	8,60	8,60	30	1,09	0,79
	30	2005	4.187	3.703	0	0	5.438	8,0	283	473	3.811	300	8,7	7,7	3.703	1,070	8,60	8,60	-35	-1,27	-0,95
	30	2006	4.392	3.887	0	0	6.716	6,0	246	460	4.174	307	7,9	7,0	3.887	1,070	8,60	8,60	-88	-3,18	-2,28
	30	2007	4.201	3.786	0	0	5.551	6,7	274	460	3.981	308	8,0	7,1	3.786	1,070	8,60	8,60	-52	-1,86	-1,37
	30	2008	4.129	3.822	0	0	5.531	6,8	284	426	3.891	233	5,8	5,3	3.823	1,070	8,60	8,60	-45	-1,60	-1,17
SUNP IN Equity	31	2000	146	120	1	2	590	27,0	34	38	128	37	30,8	25,3	123	1,075	8,62	8,60	24	19,53	19,53
	31	2001	146	120	1	2	590	27,0	34	38	128	37	30,8	25,3	123	1,075	8,62	8,60	24	19,53	19,53
	31	2002	197	127	26	2	621	35,9	52	57	162	55	45,0	31,8	155	1,118	8,79	8,62	39	31,49	24,88
	31	2003	313	191	55	12	1.215	36,8	79	82	267	77	49,7	30,2	258	1,129	8,84	8,61	57	46,14	21,94
	31	2004	730	252	401	0	2.268	17,2	81	84	674	87	40,1	16,7	653	1,259	9,38	8,69	24	19,58	3,67
	31	2005	870	357	360	52	2.782	12,4	91	95	793	126	42,2	15,8	770	1,229	9,25	8,65	24	19,87	3,17
	31	2006	952	620	231	15	4.107	15,2	135	143	886	173	36,0	18,9	865	1,134	8,86	8,63	60	48,97	6,94
	31	2007	1.493	1.295	0	36	6.018	25,7	344	364	1.336	372	38,3	28,9	1.331	1,076	8,62	8,59	229	187,00	17,22
	31	2008	1.194	1.036	0	29	4.384	25,7	275	291	1.068	297	38,3	28,9	1.065	1,077	8,63	8,59	183	149,61	17,23
MYL US Equity	32	2000	1.469	1.133	23	5	3.144	8,7	107	167	1.180	37	3,2	2,6	1.161	1,080	8,64	8,60	7	0,58	0,58
	32	2001	1.620	1.402	24	0	4.709	19,2	252	395	1.445	260	20,5	16,8	1.426	1,075	8,62	8,60	129	11,13	9,06
	32	2002	1.745	1.446	20	2	4.275	17,7	263	412	1.532	272	19,1	16,2	1.468	1,075	8,62	8,60	137	11,76	9,31
	32	2003	1.875	1.660	19	2	6.791	18,4	300	460	1.727	335	21,5	18,5	1.681	1,073	8,61	8,60	156	13,42	9,27
	32	2004	2.136	1.846	1	1	4.758	9,9	180	276	1.922	204	11,6	10,2	1.848	1,070	8,60	8,60	21	1,83	1,15
	32	2005	1.871	788	685	3	4.298	12,7	241	359	1.891	185	14,0	9,2	1.476	1,241	9,30	8,68	113	9,75	7,68
	32	2006	6.612	2.113	2.696	279	4.231	8,9	268	319	5.815	-477	-47,5	-4,1	5.088	1,822	11,69	8,78	-179	-15,42	-3,52
	32	2007	11.353	3.438	4.707	555	4.252	5,1	294	279	9.739	-1.138	-109,0	-17,5	8.700	2.394	14,04	8,84	-474	-40,86	-5,45
	32	2008	10.410	2.733	5.165	156	3.013	29,4	2.710	700	8.704	-181	-32,7	-2,9	8.054	2.960	16,36	8,94	1.989	171,33	24,70
LUN DC Equity	33	2000	1.189	588	12	3	8.545	23,9	135	189	609	185	34,7	18,3	602	1,072	8,61	8,60	84	13,87	13,87
	33	2001	1.498	892	10	20	9.422	31,3	238	343	916	247	33,4	18,4	922	1,073	8,61	8,60	159	26,45	17,27
	33	2002	1.743	1.094	8	37	8.261	26,2	272	444	1.156	239	24,0	14,7	1.139	1,076	8,62	8,59	174	28,86	15,24
	33	2003	2.078	1.301	72	31	4.306	21,2	268	401	1.377	259	21,6	13,6	1.404	1,096	8,70	8,60	148	24,52	10,51
	33	2004	2.164	1.474	72	20	5.361	23,4	345	480	1.570	321	23,2	15,1	1.566	1,088	8,67	8,60	210	34,87	13,40
	33	2005	2.186	1.408	71	10	5.575	20,3	310	408	1.480	300	20,8	13,8	1.489	1,085	8,66	8,60	182	30,22	12,22
	33	2006	2.187	1.272	268	11	6.209	14,9	227	335	1.580	208	15,5	9,5	1.552	1,118	8,80	8,62	94	15,55	6,03
	33	2007	2.317	1.351	349	2	5.378	21,1	350	507	1.733	333	25,4	14,8	1.702	1,140	8,88	8,63	203	33,75	11,93
	33	2008	2.370	1.427	348	4	4.072	18,8	336	442	1.833	284	20,4	12,1	1.780	1,163	8,98	8,64	182	30,21	10,22
WPI US Equity	34	2000	2.580	1.548	483	53	5.260	4,1	75	156	2.307	157	12,1	7,8	2.084	1,179	9,05	8,64	-105	-5,05	-5,05
	34	2001	2.528	1.672	416	68	3.342	7,7	177	303	2.320	116	7,2	4,6	2.156	1,225	9,23	8,65	-9	-0,45	-0,43
	34	2002	2.663	1.798	332	83	3.021	7,3	170	269	2.331	176	10,1	6,8	2.214	1,217	9,20	8,63	-21	-1,03	-0,97
	34	2003	3.283	2.057	723	0	4.966	8,5	216	339	2.756	203	10,5	6,8	2.780	1,226	9,24	8,67	-25	-1,20	-0,90
	34	2004	3.237	2.237	588	0	3.593	6,9	199	312	2.994	150	7,0	4,6	2.825	1,245	9,32	8,68	-46	-2,23	-1,64
	34	2005	3.077	2.100	588	0	3.603	5,3	153	244	2.819	139	6,4	4,4	2.688	1,245	9,32	8,68	-80	-3,83	-2,97
	34	2006	3.761	1.680	1.124	107	2.667	5,3	158	146	3.113	-445	-23,5	-13,0	2.912	1,564	10,63	8,74	-96	-4,63	-3,31
	34	2007	3.472	1.849	899	6	2.812	5,2	157	250	2.895	141	8,0	3,9	2.755	1,415	10,01	8,74	-84	-4,02	-3,04
	34	2008	3.678	2.109	825	53	2.779	7,9	238	358	3.143	238	12,0	6,7	2.986	1,408	9,99	8,92	-22	-1,05	-0,73
4506 JP Equity	35	2000	1.705	999	101	54	2.893	7,3	78	147	1.129	85	9,0	5,2	1.154	1,127	8,83	8,60	-21	-1,81	-1,81
	35	2001	1.700	1.061	101	0	2.036	8,5	95	156	1.121	87	8,5	5,1	1.162	1,123	8,82	8,63	-5	-0,42	-0,42
	35	2002	1.705	1.062	0	101	1.518	6,9	78	117	1.135	58	5,5	3,4	1.163	1,141	8,89	8,54	-22	-1,88	-1,86
	35	2003	1.758	1.185	64	0	1.125	5,8	69	84	1.255	72	6,5	4,2	1.249	1,131	8,85	8,63	-39	-3,36	-3,10
	35	2004	1.954	1.314	68	0	1.682	5,1	69	101	1.384	67	5,2	3,5	1.382	1,113	8,78	8,62	-50	-4,31	-3,60
	35	2005	3.262	2.396	44	0	3.649	8,2	148	240	2.415	128	7,3	5,2	2.439	1,083	8,65	8,60	-62	-5,37	-2,54
	35	2006	3.328	2.662	40	0	4.791	8,1	215	396	2.794	197	7,6	5,8	2.702	1,079	8,63	8,60	-18	-1,52	-0,65
	35	2007	3.518	2.801	0	40	2.864	7,2	208	350	2.925	225	8,2	6,5	2.841	1,085	8,66	8,59	-36	-3,08	-1,25
	35	2008	3.835	3.180	0	0	3.244	6,0	193	305	3.209	196	6,2	5,1	3.180	1,070	8,60	8,60	-80	-6,97	-2,53
KRRG SV Equity	36	2000	423	276	18	31	381	9,5	29	37	324	26	10,4	6,7	324	1,206	9,16	8,56	1	0,27	0,27
	36	2001	448	301	18	39	377	9,9	33	40	358	32	11,6	7,5	358	1,234	9,27	8,55	2	0,69	0,63
	36	2002	539	368	21	25	659	15,7	61	72											

nadaljevanje

Podjetje	Date	T_AS	EQY	LT_B	ST_B	M_CAP	ROIC	NOPAT	EBIT	INV_CAP	NET_I	ROE	ROA	IC1	Beta i	P_EQY	WACC	EVA	SLEVA	EVA Sp.	
000538 CH Equity	40	2000	93	49	1	12	398	10,0	6	7	62	6	12,8	6,3	62	1,105	8,74	8,58	1	1,59	1,59
	40	2001	101	57	1	11	462	15,4	10	10	69	9	18,9	9,3	69	1,097	8,71	8,58	4	6,71	6,02
	40	2002	110	63	0	11	387	16,8	12	14	75	11	21,3	10,6	74	1,100	8,72	8,58	6	9,22	7,70
	40	2003	129	80	1	12	349	16,9	14	16	93	14	21,7	11,6	92	1,109	8,76	8,57	6	10,40	6,93
	40	2004	156	91	1	12	464	19,8	20	24	109	21	27,3	14,8	104	1,101	8,72	8,58	11	17,92	10,58
	40	2005	197	110	0	30	738	21,9	28	33	146	28	30,8	16,0	140	1,114	8,78	8,56	16	25,92	11,39
	40	2006	278	145	0	42	1.530	21,2	36	43	194	35	29,1	14,4	187	1,099	8,72	8,58	20	33,10	10,89
	40	2007	395	195	2	38	2.182	23,3	52	58	245	43	26,7	12,6	236	1,090	8,68	8,58	31	50,88	13,31
40	2008	691	446	1	27	2.573	17,3	65	76	487	65	20,4	11,7	475	1,082	8,65	8,59	24	39,25	5,10	
4536 JP Equity	41	2000	1.395	863	223	6	1.956	7,0	75	150	1.053	70	8,1	5,1	1.091	1,195	9,11	8,65	-20	-1,80	-1,80
	41	2001	1.384	865	210	13	1.257	4,7	50	107	1.080	48	5,6	3,5	1.088	1,259	9,38	8,67	-44	-4,07	-4,08
	41	2002	1.339	884	24	185	911	9,6	103	116	1.063	77	8,8	5,7	1.094	1,316	9,61	8,47	11	0,97	0,97
	41	2003	1.367	942	112	4	1.178	5,9	63	132	1.097	58	6,3	4,3	1.057	1,175	9,03	8,65	-28	-2,57	-2,65
	41	2004	1.358	1.050	64	3	1.912	10,3	118	184	1.124	107	10,4	7,6	1.117	1,107	8,75	8,62	22	1,98	1,94
	41	2005	1.249	985	45	1	2.347	11,8	119	174	1.056	108	11,5	9,0	1.031	1,091	8,69	8,61	30	2,77	2,93
	41	2006	1.384	1.119	46	1	2.529	9,7	112	178	1.204	114	10,6	8,5	1.167	1,090	8,68	8,61	12	1,06	0,99
	41	2007	1.378	1.119	1	45	2.113	9,3	112	179	1.187	111	9,9	8,0	1.165	1,094	8,69	8,58	12	1,13	1,06
41	2008	1.480	1.229	0	6	2.308	7,9	100	152	1.214	99	8,0	6,6	1.235	1,073	8,61	8,60	-6	-0,59	-0,52	
APN SJ Equity	42	2000	157	46	23	26	229	41,9	26	36	70	23	61,6	16,4	95	1,299	9,54	8,57	18	19,07	19,07
	42	2001	187	80	19	29	288	32,5	29	43	108	28	46,5	16,5	128	1,249	9,33	8,56	18	18,96	14,05
	42	2002	219	103	19	20	373	36,3	43	56	128	35	39,0	17,3	142	1,181	9,05	8,58	31	32,17	21,54
	42	2003	274	139	20	38	605	31,0	49	73	188	46	38,4	18,8	197	1,173	9,02	8,57	32	33,95	16,40
	42	2004	411	145	11	105	893	13,3	30	64	263	24	18,5	7,1	262	1,210	9,17	8,52	8	8,12	2,95
	42	2005	554	224	10	153	1.671	27,9	92	123	395	83	50,9	17,2	387	1,174	9,03	8,53	59	62,14	15,27
	42	2006	979	311	4	498	1.635	16,4	99	140	819	93	38,0	12,2	812	1,398	9,95	8,40	31	32,63	3,82
	42	2007	1.410	431	10	411	1.931	13,1	111	155	872	112	32,5	9,4	852	1,303	9,56	8,45	39	40,98	4,57
42	2008	1.410	431	10	411	1.744	13,1	111	155	872	112	32,5	9,4	852	1,328	9,66	8,44	39	41,10	4,58	
PRGO US Equity	43	2000	576	386	0	13	609	11,4	44	59	416	28	7,5	5,2	399	1,092	8,69	8,58	10	2,44	2,44
	43	2001	601	418	0	8	870	9,0	39	72	449	45	11,1	7,6	427	1,080	8,64	8,59	2	0,60	0,56
	43	2002	644	448	0	9	843	11,0	51	82	483	54	12,5	8,7	457	1,081	8,64	8,59	12	3,04	2,65
	43	2003	759	536	0	10	1.098	14,3	77	103	554	81	16,4	11,5	546	1,079	8,64	8,59	30	7,50	5,48
	43	2004	1.705	591	656	25	1.230	7,0	67	63	1.361	-353	-62,6	-28,7	1.272	1,663	11,03	8,79	-45	-11,25	-3,53
	43	2005	1.751	641	622	20	1.393	7,1	90	120	1.355	71	11,6	4,1	1.283	1,563	10,62	8,77	-23	-5,71	-1,78
	43	2006	1.925	754	651	27	1.602	5,8	81	109	1.537	74	10,6	4,0	1.432	1,523	10,46	8,75	-44	-11,09	-3,09
	43	2007	2.575	934	895	20	3.275	8,3	151	203	1.948	136	16,1	6,0	1.849	1,369	9,83	8,72	-10	-2,52	-0,54
43	2008	2.575	934	895	20	3.275	8,3	151	203	1.948	136	16,1	6,0	1.849	1,369	9,83	8,72	-10	-2,52	-0,54	
KG US Equity	44	2000	1.282	988	96	2	8.726	13,9	151	284	1.103	65	8,7	5,2	1.086	1,082	8,65	8,60	58	5,31	5,31
	44	2001	2.507	1.908	346	1	10.348	13,7	233	370	2.293	218	15,1	11,5	2.256	1,106	8,75	8,62	38	3,51	1,69
	44	2002	2.751	1.931	345	1	4.139	13,2	305	447	2.311	183	9,5	6,9	2.278	1,160	8,97	8,64	108	9,95	4,74
	44	2003	3.178	2.042	345	0	3.680	13,7	320	537	2.368	92	4,6	3,1	2.387	1,170	9,01	8,65	114	10,49	4,77
	44	2004	2.924	1.849	345	0	2.995	8,9	195	312	2.116	-160	-8,2	-5,3	2.194	1,193	9,10	8,66	5	0,46	0,23
	44	2005	2.965	1.973	0	345	4.091	18,2	385	588	2.122	118	6,2	4,0	2.318	1,160	8,97	8,53	187	17,23	8,07
	44	2006	3.330	2.289	400	0	3.870	16,8	383	564	2.448	289	13,6	9,2	2.689	1,181	9,05	8,65	151	13,88	5,60
	44	2007	3.427	2.511	400	0	2.503	16,2	406	556	2.572	183	7,6	5,4	2.911	1,241	9,30	8,68	154	14,15	5,28
44	2008	4.258	2.177	963	444	2.618	24,1	707	428	3.296	-333	-14,2	-8,7	3.585	1,645	10,96	8,64	397	36,61	11,09	
000999 CH Equity	45	2000	682	344	20	218	1.821	3,6	17	22	582	19	6,3	3,5	582	1,210	9,17	8,51	-33	-5,62	-5,62
	45	2001	792	354	23	333	1.007	2,1	14	19	710	15	4,7	2,0	710	1,448	10,15	8,40	-46	-7,90	-6,47
	45	2002	822	348	3	375	744	4,1	30	36	743	20	6,2	2,5	725	1,613	10,83	8,31	-31	-5,29	-4,24
	45	2003	1.020	381	9	528	629	5,0	42	52	921	26	7,4	2,8	918	1,985	12,36	8,22	-33	-5,67	-3,59
	45	2004	883	281	7	457	453	-4,0	-34	-32	802	-89	-28,7	-9,3	746	2,169	13,11	8,18	-95	-16,37	-12,75
	45	2005	866	294	4	402	394	4,2	33	49	766	15	5,5	1,7	701	2,175	13,14	8,17	-25	-4,25	-3,52
	45	2006	905	331	3	413	959	6,5	52	58	801	27	9,0	3,0	748	1,535	10,51	8,34	-11	-1,84	-1,43
	45	2007	1.032	385	3	410	3.034	6,7	56	70	856	37	10,8	3,7	798	1,216	9,20	8,50	-11	-1,97	-1,43
45	2008	707	478	2	30	1.980	10,2	77	92	575	70	16,7	7,7	509	1,087	8,67	8,59	33	5,65	6,45	
4540 JP Equity	46	2000	1.188	70	212	553	203	8,6	71	77	819	-177	-111,8	-14,0	834	5,100	25,16	8,24	2	0,25	0,25
	46	2001	1.152	108	154	533	293	8,8	71	83	792	32	37,1	2,7	795	3,579	18,91	8,23	5	0,64	0,68
	46	2002	1.057	155	274	386	696	12,0	97	106	807	73	59,0	6,6	815	2,085	12,77	8,47	28	3,34	3,42
	46	2003	1.129	272	233	355	686	12,6	105	102	864	77	37,7	7,1	859	1,986	12,36	8,47	33	3,92	

nadaljevanje

Podjetje	Date	T_AS	EQY	LT_B	ST_B	M_CAP	ROIC	NOPAT	EBIT	INV_CAP	NET_I	ROE	ROA	IC1	Beta	P	EQY	WACC	EVA	SLEVA	EVA Sp.
MEDAA SS Equity	50	2000	54	12	12	10	47	14,5	4	6	35	3	32,8	6,5	34	1,563	10,63	8,58	1	3,95	3,95
	50	2001	62	27	13	4	58	11,3	5	6	45	5	24,2	8,3	44	1,374	9,85	8,65	1	2,13	1,66
	50	2002	74	33	11	3	106	12,2	6	8	48	5	18,0	7,9	46	1,207	9,16	8,63	2	4,90	3,60
	50	2003	128	64	21	11	164	14,4	11	13	104	8	17,4	8,4	95	1,275	9,44	8,61	3	8,01	2,85
	50	2004	189	81	16	49	326	10,9	15	20	158	14	18,7	8,6	145	1,280	9,46	8,52	2	6,48	1,52
	50	2005	1.437	470	623	1	1.410	4,8	31	44	1.169	18	6,7	2,2	1.094	1,543	10,54	8,78	-65	-190,11	-5,91
	50	2006	1.653	627	500	110	4.225	10,3	139	209	1.333	115	19,6	6,9	1.237	1,224	9,23	8,64	32	93,46	2,57
	50	2007	4.297	1.405	1.912	143	2.999	7,4	187	251	3.697	125	12,2	4,2	3.459	1,803	11,61	8,79	-117	-343,44	-3,38
50	2008	4.549	1.688	1.609	350	2.015	5,9	204	292	3.837	121	8,4	3,0	3.647	2,110	12,87	8,76	-115	-338,86	-3,16	
VRX US Equity	51	2000	1.477	767	511	1	2.443	10,1	130	184	1.278	90	12,5	6,1	1.278	1,294	9,52	8,70	19	1,51	1,51
	51	2001	1.754	812	734	5	2.732	8,9	126	195	1.551	64	8,2	4,0	1.551	1,360	9,79	8,72	-9	-0,74	-0,61
	51	2002	1.489	727	482	4	914	10,0	139	241	1.233	-135	-17,8	-8,3	1.213	1,639	10,93	8,80	32	2,53	2,66
	51	2003	1.977	609	1.120	1	2.090	36,3	538	139	1.737	-56	-8,5	-3,2	1.730	1,644	10,96	8,80	386	30,21	22,32
	51	2004	1.522	476	793	1	2.217	6,9	104	40	1.297	-170	-31,4	-9,7	1.270	1,453	10,17	8,75	-7	-0,52	-0,53
	51	2005	1.514	434	788	0	1.675	8,7	111	78	1.259	-188	-41,3	-12,4	1.223	1,574	10,67	8,78	4	0,28	0,30
	51	2006	1.506	430	778	9	1.597	19,4	243	95	1.247	-58	-13,3	-3,8	1.218	1,598	10,77	8,78	136	10,64	11,17
	51	2007	1.494	414	783	2	1.089	4,4	53	86	1.161	-6	-1,5	-0,4	1.198	1,840	11,76	8,84	-53	-4,12	-4,39
51	2008	1.187	203	448	1	1.866	10,3	93	74	647	-24	-7,7	-1,8	652	1,327	9,65	8,71	36	2,83	5,54	
BVF CN Equity	52	2000	1.105	237	555	182	7.206	12,2	119	130	974	-148	-44,6	-17,0	974	1,179	9,05	8,62	35	3,59	3,59
	52	2001	1.332	1.126	34	13	13.483	19,9	214	252	1.173	87	12,6	7,2	1.173	1,074	8,61	8,60	113	11,64	9,67
	52	2002	1.829	843	623	122	6.185	9,6	133	166	1.589	88	8,8	5,5	1.589	1,199	9,13	8,63	-4	-0,38	-0,23
	52	2003	1.924	882	764	59	4.431	5,2	88	97	1.705	-27	-3,1	-1,4	1.705	1,269	9,41	8,67	-60	-6,13	-3,50
	52	2004	1.711	1.054	445	33	3.148	13,7	257	271	1.533	161	16,6	8,9	1.533	1,233	9,27	8,66	124	12,73	8,09
	52	2005	2.029	1.220	413	24	4.391	19,9	322	351	1.699	236	20,8	12,6	1.657	1,176	9,04	8,64	178	18,30	10,76
	52	2006	2.192	1.302	399	11	3.942	25,3	437	466	1.758	212	16,8	10,0	1.713	1,181	9,06	8,65	289	29,63	16,85
	52	2007	1.782	1.298	0	1	2.151	18,0	274	292	1.280	196	15,0	9,8	1.299	1,070	8,60	8,60	162	16,61	12,46
52	2008	1.624	1.202	0	1	1.832	18,9	207	227	1.095	200	16,0	11,7	1.203	1,071	8,60	8,60	104	10,63	8,61	
PLVARA CZ Equi	53	2000	7.552	5.188	766	971	9.700	16,7	1.109	1.416	6.940	1.137	23,2	15,4	6.926	1,262	9,39	8,56	516	7,45	7,45
	53	2001	8.085	5.331	1.258	652	7.661	16,3	1.159	1.568	7.256	1.096	21,0	14,0	7.241	1,337	9,69	8,62	535	7,72	7,39
	53	2002	9.875	6.138	1.234	1.337	9.482	15,3	1.210	1.550	8.584	1.263	22,2	14,1	8.708	1,360	9,79	8,56	465	6,71	5,34
	53	2003	9.865	6.490	990	1.122	9.111	3,9	1.302	1.487	8.383	978	15,3	9,8	8.602	1,318	9,62	8,56	565	8,16	6,57
	53	2004	10.753	6.999	1.478	971	6.790	10,0	911	1.002	9.222	780	11,2	7,3	9.447	1,456	10,18	8,60	99	1,42	1,01
	53	2005	10.389	6.443	1.392	646	8.228	15,1	1.335	1.376	8.262	-547	-8,1	-5,1	8.481	1,335	9,69	8,62	604	8,71	7,12
	53	2006	9.443	5.987	702	706	14.461	-7,7	-326	-317	7.175	-194	-3,1	-2,0	7.394	1,174	9,03	8,59	-961	-13,88	-13,00
	53	2007	9.030	6.425	880	453	14.827	0,6	46	60	7.774	707	11,4	7,7	7.759	1,166	8,99	8,61	-622	-8,98	-8,02
53	2008	7.319	6.098	8	2	15.815	-1,5	-106	-81	6.105	-255	-4,1	-3,1	6.108	1,071	8,60	8,60	-632	-9,12	-10,34	
600518 CH Equity	54	2000	28	12	2	5	261	17,4	3	5	19	3	24,9	10,7	19	1,098	8,71	8,59	2	8,94	8,94
	54	2001	62	44	0	11	261	10,1	4	6	55	3	12,4	7,8	55	1,116	8,79	8,56	-1	-4,93	-1,73
	54	2002	76	47	6	15	253	10,1	6	8	68	5	11,6	7,6	68	1,157	8,96	8,56	0	2,21	0,63
	54	2003	87	54	0	26	221	9,3	7	10	80	6	12,3	7,7	80	1,195	9,11	8,51	0	0,80	0,19
	54	2004	105	63	10	25	152	10,6	10	14	99	9	14,9	9,1	97	1,312	9,59	8,52	1	6,45	1,28
	54	2005	97	71	0	19	132	10,4	10	15	90	9	13,4	8,8	90	1,224	9,23	8,49	2	11,59	2,50
	54	2006	244	147	0	63	301	9,3	14	21	212	13	11,5	7,4	210	1,295	9,52	8,45	-4	-18,90	-1,74
	54	2007	421	306	0	49	978	7,8	22	31	359	23	10,2	6,9	356	1,124	8,82	8,56	-8	-41,72	-2,27
54	2008	589	408	87	80	975	8,5	41	46	574	41	11,2	7,9	575	1,253	9,35	8,58	-8	-43,65	-1,47	
SEPR US Equity	55	2000	751	-208	854	0	5.905	-40,4	-198	-198	646	-204	-98,3	-35,2	646	1,225	9,23	8,67	-254	-39,34	-39,34
	55	2001	1.094	-314	1.261	1	4.446	-28,4	-226	-226	948	-224	-71,4	-24,3	948	1,374	9,85	8,73	-309	-47,83	-32,61
	55	2002	727	-392	983	1	814	-26,9	-207	-207	592	-276	-70,5	-30,4	592	2,363	13,91	8,92	-260	-40,23	-43,95
	55	2003	1.020	-619	1.041	430	2.031	-11,7	-85	-85	852	-136	-22,0	-15,6	852	1,845	11,78	8,67	-158	-24,49	-18,59
	55	2004	1.039	-331	1.163	2	6.239	-20,4	-172	-172	836	-296	-89,3	-28,7	834	1,270	9,42	8,69	-244	-37,82	-29,31
	55	2005	1.266	-145	942	221	5.474	-1,7	-17	-18	1.018	4	-2,7	0,3	1.018	1,297	9,53	8,65	-105	-16,25	-10,32
	55	2006	1.494	40	722	440	6.746	12,3	148	151	1.207	171	425,9	11,5	1.202	1,254	9,36	8,60	45	6,89	3,70
	55	2007	1.405	176	649	74	2.932	5,4	57	63	904	58	53,9	4,0	900	1,334	9,68	8,68	-21	-3,22	-2,32
55	2008	1.815	709	148	384	1.195	14,4	131	145	907	515	116,4	32,0	1.241	1,546	10,55	8,46	26	4,04	2,31	
4527 JP Equity	56	2000	804	386	54	114	703	5,7	29	51	574	30	8,6	4,1	554	1,325	9,65	8,52	-18	-3,25	-3,25
	56	2001	761	388	76	67	361	4,3	24	41	545	21	5,4	2,7	530	1,491	10,33	8,57	-22	-3,89	-4,07
	56	2002	710	351	99	34	402	-335,0	-1.726	61	486	-12	-3,2	-1,6	483	1,422	10,05	8,65	-1.768	-319,06	-365,67

nadaljevanje

Podjetje	Date	T_AS	EQY	LT_B	ST_B	M_CAP	ROIC	NOPAT	EBIT	INV	CAP	NET_I	ROE	ROA	IC1	Beta	P	EQY	WACC	EVA	StEVA	EVA Sp.
PIHC IN Equity	60	2000	326	103	157	0	173	7,4	20	32	272	11	10,2	3,2	260	2,043	12,60	8,87	-3	-1,07	-1,07	
	60	2001	326	103	157	0	173	7,4	20	32	272	11	10,2	3,2	260	2,043	12,60	8,87	-3	-1,07	-1,07	
	60	2002	352	126	125	22	203	16,1	45	55	288	26	29,0	7,6	273	1,842	11,77	8,75	21	8,21	7,81	
	60	2003	252	101	67	11	681	21,6	52	53	192	44	44,4	14,4	179	1,193	9,10	8,64	36	13,95	20,22	
	60	2004	291	123	42	39	1.335	16,0	33	41	222	36	34,1	13,0	204	1,135	8,86	8,59	16	6,02	7,68	
	60	2005	411	224	26	42	1.261	11,4	31	35	318	27	15,6	7,4	292	1,128	8,84	8,58	6	2,21	1,96	
	60	2006	506	239	43	98	1.221	13,9	50	57	409	48	20,9	10,3	380	1,193	9,10	8,56	18	6,92	4,74	
	60	2007	628	274	90	89	1.873	20,4	97	107	487	83	31,0	13,8	453	1,172	9,02	8,59	58	22,41	12,84	
	60	2008	723	265	182	86	995	20,3	97	103	565	63	26,2	10,3	533	1,358	9,78	8,62	51	19,71	9,61	
GNP IN Equity	61	2000	65	29	12	11	42	7,6	4	5	57	5	18,0	7,8	52	1,656	11,01	8,57	0	-0,18	-0,18	
	61	2001	65	29	12	11	42	7,6	4	5	57	5	18,0	7,8	52	1,656	11,01	8,57	0	-0,18	-0,18	
	61	2002	80	34	20	9	56	-0,2	0	-1	69	7	24,0	9,5	63	1,623	10,87	8,64	-6	-10,71	-8,83	
	61	2003	100	52	11	16	160	0,2	0	0	86	9	21,9	9,8	79	1,252	9,35	8,56	-7	-12,88	-8,40	
	61	2004	202	72	90	8	545	9,9	13	15	178	24	39,9	15,5	170	1,262	9,39	8,67	-2	-3,29	-1,00	
	61	2005	297	86	162	0	819	3,0	7	8	260	19	25,4	7,6	248	1,281	9,47	8,69	-15	-29,23	-6,07	
	61	2006	428	151	101	105	1.576	19,1	61	70	377	68	58,4	18,8	357	1,210	9,17	8,58	30	58,22	8,40	
	61	2007	731	380	62	186	3.664	30,2	164	184	660	158	57,4	26,0	628	1,142	8,90	8,57	110	213,92	17,57	
	61	2008	851	320	57	362	1.483	8,7	56	76	754	38	12,3	5,3	739	1,372	9,84	8,45	-7	-12,73	-0,89	
SAZ GR Equity	62	2000	372	190	72	32	393	8,2	21	37	294	16	10,0	4,7	294	1,355	9,77	8,63	-5	-1,53	-1,53	
	62	2001	469	250	62	47	644	3,1	14	37	361	12	5,4	2,8	359	1,251	9,34	8,59	-17	-5,72	-4,69	
	62	2002	778	340	75	197	804	9,6	50	82	616	37	11,6	5,5	613	1,433	10,09	8,48	-2	-0,75	-0,36	
	62	2003	1.194	768	212	11	1.536	8,2	71	110	997	55	9,4	5,2	991	1,225	9,24	8,66	-15	-5,15	-1,53	
	62	2004	1.367	856	138	106	1.423	6,5	71	112	1.119	65	7,7	4,9	1.100	1,254	9,35	8,59	-24	-8,05	-2,15	
	62	2005	1.593	808	305	57	1.745	9,6	105	165	1.201	61	7,8	4,4	1.170	1,292	9,51	8,66	3	1,14	0,29	
	62	2006	2.774	1.113	905	259	2.978	8,7	159	238	2.339	118	12,0	5,2	2.278	1,488	10,32	8,67	-39	-13,10	-1,69	
	62	2007	3.711	1.343	897	625	3.591	8,0	224	314	2.978	152	12,0	4,4	2.864	1,523	10,46	8,60	-22	-7,45	-0,76	
	62	2008	3.433	1.167	1.058	507	1.674	7,2	204	276	2.816	106	8,8	3,0	2.733	1,070	12,71	8,65	-32	-10,99	-1,18	
000423 CH Equity	63	2000	103	85	0	2	398	15,3	11	13	88	10	15,4	12,0	87	1,075	8,62	8,59	3	3,68	3,68	
	63	2001	118	92	4	5	371	12,6	12	13	102	13	14,8	11,9	101	1,097	8,71	8,59	3	3,14	3,14	
	63	2002	118	95	0	1	328	10,5	10	17	96	10	11,2	8,8	96	1,072	8,61	8,60	2	2,31	2,31	
	63	2003	125	110	0	1	268	11,4	12	17	113	12	11,6	9,7	111	1,073	8,61	8,60	2	2,23	2,23	
	63	2004	142	126	0	1	407	12,8	16	23	130	16	13,5	11,7	127	1,074	8,61	8,59	5	3,70	3,70	
	63	2005	154	129	0	1	272	10,2	13	20	133	13	10,9	9,1	130	1,076	8,62	8,59	2	1,72	1,72	
	63	2006	181	144	0	1	711	13,2	19	29	147	19	14,1	11,1	145	1,072	8,60	8,60	6	4,41	4,41	
	63	2007	209	164	0	1	2.217	16,7	27	38	167	27	17,7	13,6	165	1,070	8,60	8,60	12	7,51	7,51	
	63	2008	265	203	0	1	990	21,1	40	46	204	40	21,8	16,4	204	1,071	8,60	8,60	23	11,27	11,27	
LPC IN Equity	64	2000	274	73	99	40	7	11,6	27	35	230	16	22,3	5,9	212	22,275	95,75	8,76	8	3,89	3,89	
	64	2001	274	73	99	40	7	11,6	27	35	230	16	22,3	5,9	212	22,275	95,75	8,76	8	3,89	3,89	
	64	2002	295	83	90	42	13	11,5	27	35	235	16	21,1	5,7	214	12,021	53,61	8,72	8	3,82	3,77	
	64	2003	271	95	41	45	621	14,0	31	51	203	18	20,6	6,5	182	1,220	9,21	8,58	15	7,07	8,24	
	64	2004	298	108	30	97	608	10,2	23	24	255	20	19,5	6,9	235	1,293	9,51	8,51	3	1,57	1,42	
	64	2005	450	137	194	10	676	11,5	36	47	362	37	30,5	10,0	341	1,392	9,92	8,72	6	2,81	1,74	
	64	2006	498	192	115	75	1.085	11,9	46	60	408	68	41,2	14,3	382	1,258	9,37	8,60	13	6,07	3,36	
	64	2007	841	322	160	172	1.292	18,8	108	143	689	102	37,9	14,5	655	1,346	9,73	8,56	52	24,59	7,95	
	64	2008	827	288	125	145	1.023	19,7	112	134	589	100	37,1	13,4	558	1,352	9,76	8,56	65	30,54	11,59	
CDH IN Equity	65	2000	280	136	68	25	168	8,6	21	25	241	16	11,4	5,6	229	1,665	11,04	8,67	1	0,34	0,34	
	65	2001	280	136	68	25	168	8,6	21	25	241	16	11,4	5,6	229	1,665	11,04	8,67	1	0,34	0,34	
	65	2002	275	101	89	19	157	12,3	29	37	228	21	19,2	7,7	209	1,809	11,63	8,73	11	4,62	5,07	
	65	2003	291	118	68	19	536	14,9	34	39	228	29	26,8	10,3	206	1,245	9,32	8,64	16	7,05	7,86	
	65	2004	296	131	56	20	817	14,1	32	37	228	27	21,5	9,1	206	1,169	9,00	8,62	14	6,30	7,01	
	65	2005	342	154	66	36	682	14,3	36	42	280	34	23,6	10,5	256	1,230	9,25	8,61	14	6,26	5,62	
	65	2006	438	194	61	39	968	17,6	53	59	319	51	29,9	13,2	293	1,180	9,05	8,60	27	11,95	9,35	
	65	2007	637	270	123	83	988	16,1	70	86	512	64	26,7	11,3	476	1,293	9,51	8,60	29	12,74	6,13	
	65	2008	670	252	165	83	671	18,6	87	105	529	61	26,4	10,3	500	1,467	10,23	8,63	44	19,26	8,83	
600085 CH Equity	66	2000	196	131	0	31	669	14,9	21	26	161	17	16,8	9,9	161	1,119	8,80	8,56	7	4,29	4,29	
	66	2001	259	174	0	33	778	15,9	29	31	210	24	18,4	10,5	207	1,115	8,78	8,56	12	7,24	5,63	
	66	2002	295	214	0	31	682	17,1	39	41	249	30	18,3	10,8	245	1,119	8,80	8,56	18	11,24	7,39	
	66	2003	338	246	0	37	702	14,4	39	45	289	29	15,3	9,2	283	1,126	8,83	8,56	15	9,34	5,32	
	66	2004	437	319	0	35	938	14,9	48	55	364	35	15,2	9,1	354	1,110	8,76	8,57	18	11,24	5,12	
	66	2005	465	352	0	36	743	13,3	51	57	400	37	13,4	8,2	388							

nadaljevanje

Podjetje	Date	T_AS	EQY	LT_B	ST_B	M_CAP	ROIC	NOPAT	EBIT	INV	CAP	NET_I	ROE	ROA	IC1	Beta i	P_EQY	WACC	EVA	SLEVA	EVA Sp.
FAE SM Equity	70	2000	131	92	0	0	402	15,9	15	20	92	19	21,1	15,2	92	1,070	8,60	8,60	7	7,41	7,41
	70	2001	125	85	0	12	400	0,2	15	20	98	13	14,7	10,1	98	1,103	8,73	8,57	7	7,68	7,21
	70	2002	179	107	0	18	442	18,4	22	25	125	16	15,8	10,0	125	1,113	8,77	8,56	11	12,48	9,17
	70	2003	239	139	0	32	713	16,8	27	31	171	24	18,3	10,8	171	1,118	8,80	8,56	12	13,39	7,15
	70	2004	256	161	0	31	901	10,6	19	20	169	28	17,8	10,8	192	1,107	8,75	8,57	2	2,54	1,21
	70	2005	255	155	0	45	1.039	12,1	21	23	174	27	18,5	11,4	200	1,116	8,79	8,56	4	4,32	1,98
	70	2006	300	180	0	54	2.121	13,6	27	30	199	29	16,8	10,2	234	1,097	8,71	8,58	7	7,62	2,98
	70	2007	398	221	0	96	1.878	10,8	29	32	265	32	15,2	8,8	317	1,125	8,82	8,56	2	1,73	0,50
	70	2008	382	218	35	49	667	13,1	32	36	246	27	12,7	7,2	302	1,205	9,15	8,57	6	6,82	2,07
600267 CH Equity	71	2000	144	90	25	6	627	8,6	8	9	121	6	10,5	5,5	121	1,123	8,82	8,61	-3	-2,17	-2,17
	71	2001	156	94	24	13	458	5,1	6	8	132	6	6,5	3,9	132	1,157	8,96	8,60	-5	-4,04	-3,71
	71	2002	189	99	11	48	270	5,3	8	11	161	6	6,4	3,5	159	1,306	9,57	8,49	-6	-4,71	-3,59
	71	2003	230	123	20	37	433	14,4	25	33	181	21	19,1	9,9	180	1,210	9,17	8,56	10	7,89	5,31
	71	2004	268	148	20	58	602	14,6	30	41	231	27	20,2	10,7	226	1,209	9,17	8,54	11	8,88	4,75
	71	2005	321	151	14	104	392	0,1	18	25	43.246	14	9,7	4,8	270	1,394	9,93	8,44	-5	-4,01	-1,80
	71	2006	360	164	22	125	307	5,0	16	21	311	10	6,7	3,0	311	1,582	10,70	8,39	-11	-8,74	-3,40
	71	2007	388	179	37	105	1.045	8,0	26	35	322	18	10,6	4,8	320	1,215	9,19	8,54	-2	-1,46	-0,55
	71	2008	577	217	83	187	940	6,9	34	46	490	27	13,6	5,5	487	1,378	9,86	8,51	-8	-6,33	-1,57

se nadaljuje

nadaljevanje

			Število nadzornikov			Delež prvih lastnikov			Geografsko področje lastništva %		
Podjetje			SUM	Št. M	Št. Ž	1 (%)	1-3 (%)	1-5 (%)	ZDA, VB, KAN	EU	AZIJA
1	JNJ US Equity	JOHNSON&JOHNSON	11	8	3	4,96	12,47	16,04	93,11	2,44	0
2	ROG VX Equity	ROCHE	13	11	2	2,22	5,11	6,54	65,7	26,11	0
3	NOVN VX Equity	NOVARTIS	13	10	3	3,72	10,05	11,83	58,1	31,42	0
4	PFE US Equity	PFIZER	14	12	2	4,3	11,29	16,52	89,56	5,57	0
5	GSK LN Equity	GLAKSOSMITHKLINE	13	12	1	2,97	6,9	9,91	73,98	7,25	0
6	SAN FP Equity	SANOFI-AVENTIS	16	13	3	9,77	19,84	21,36	23,05	68,98	0
7	ABT US Equity	ABBOTT	13	11	2	6,7	14,1	18,67	93,65	2,88	0
8	AZN LN Equity	ASTRAZENECA	12	9	3	4,92	14,1	20,5	69,55	18,22	0
9	WYE US Equity	WYETH	8	7	1	4,19	11,26	17,97	91,59	18,22	0
10	MRK US Equity	MERCK	18	15	3	5,02	14,14	21,26	89,89	6,09	0
11	BAY GR Equity	BAYER	20	19	1	9,32	16,53	21,99	46,35	45,12	0
12	TEVA IT Equity	TEVA	16	13	3	6,66	9,46	10,7	94,25	2,46	0
13	SGP US Equity	SCHERING-PLOUGH	11	9	2	10,76	18,63	25,33	91,61	4,98	0
14	LLY US Equity	ELI LILLY	13	10	3	11,81	24,24	33,49	87,03	9,9	0
15	BMJ US Equity	BRISROL-MYER	11	9	2	4,58	11,93	18,39	91,06	3,31	0,96
16	NOVOB DC Equity	NOVO NORDISK	11	9	2	12,02	33,23	47,44	68,3	26,79	0
17	4502 JP Equity	TAKEDA	6	6	0	9,32	20,58	26,25	24,79	1,52	70,03
18	MRK GR Equity	MERCK	16	13	3	10,04	20,58	25,28	68,42	19,23	0
19	4503 JP Equity	ASTELLAS PHARMA	7	7	0	12,1	23,05	33,18	36,52	19,23	0
20	AGN US Equity	ALLEGRAIN	12	10	2	7,42	18,76	26,69	94,92	2,65	0
21	4519 JP Equity	CHAUGI PHARMA	13	13	0	59,89	68,25	73,39	3,49	71,42	23,34
22	4523 JP Equity	EISAI	11	11	0	9,65	22,81	32,16	25,76	0,8	71,69
23	SHP LN Equity	SHIRE	10	9	1	4,99	12,34	17,8	74,19	6	0
24	FRX US Equity	FOREST LABS	8	8	0	13,98	28,38	38,91	92,28	4,62	0
25	4507 JP Equity	SHIONOGI	6	6	0	8,96	23,14	33,12	43,47	1,03	54,04
26	4508 JP Equity	MITSUBISHI	6	6	0	56,34	65,9	70,95	5,24	0,88	92,79
27	4151 JP Equity	KYOWA KIRIN	7	7	0	50,1	58,02	62,41	2,75	0,56	96,41
28	UCB BB Equity	UCB	13	11	2	45,94	58,02	65,97	89,09	8,34	0
29	4535 JP Equity	TAISHO	9	9	0	14,31	30,98	38,25	6,41	8,34	0
30	4528 JP Equity	ONO PHARMA	8	7	1	10,01	24,47	34,65	40,49	0,8	58,19
31	SUNP IN Equity	SUN PHARMA	7	7	0	11,36	30,62	48,38	23,77	0	51,2
32	MYL US Equity	MYLAN	9	8	1	7,08	18,47	26,53	86,7	9,3	0
33	LUN DC Equity	H LUNDENBECK	9	8	1	69,76	70,46	70,7	44,35	40,5	0
34	WPI US Equity	WATSON PHARMA	9	8	1	5,28	15,21	24,28	86,68	3,44	4,21
35	4506 JP Equity	DANIPPON	8	8	0	50,12	60,63	66,45	2,37	0,57	96,71
36	KRKG SV Equity	KRKA	9	6	3	14,99	60,63	34,25	10,37	89,16	0
37	RICHT HB Equity	RICHTER GEDEON	10	10	0	25,12	40,03	47,74	72,14	89,16	0
38	ELN ID Equity	ELAN	15	15	0	14,96	17,12	17,75	90,26	6,98	0
39	DRRD IN Equity	DR REDDY'S LAB	10	9	1	23,21	38,25	41,33	12,08	0	71,1
40	000538 CH Equity	YUNNAN BAIYAO	16	16	0	41,52	63,2	66,08	10,14	0,16	89,69
41	4536 JP Equity	SANTEN PHARM	10	10	0	14,25	26,98	37,14	18,38	0,9	79,97
42	APN SJ Equity	ASPEN PHARMA	11	9	2	14,96	33,84	44,84	20,9	1,72	0
43	PRGO US Equity	PERRIGO	11	9	2	7,51	18,12	25,41	95,61	0,78	0
44	KG US Equity	KING PHARMA	8	7	1	5,25	14,18	21,98	95,1	3,87	0
45	000999 CH Equity	SANJU MEDICAL	0	0	0	62,58	14,18	70,9	0	0	0
46	4540 JP Equity	TSUMURA	0	0	0	16,26	30,29	36,81	12,72	0	100
47	RBXY IN Equity	RANBAKXY LABS	7	7	0	63,92	72,33	73,64	1,11	0,58	97,91
48	GLXO IN Equity	GLAKSOSMITHKLINE	7	7	0	35,99	54,71	65,62	55,61	0	43,22
49	ENDP US Equity	ENDO PHARMA	9	8	1	9,81	27,08	38,94	96,3	2,19	0
50	MEDAA SS Equity	MEDA	8	6	2	22,29	29,56	33,96	1,92	91,41	0
51	VRX US Equity	VALEANT PHARMA	9	8	1	21,88	47,27	62,83	98,85	0,68	0
52	BVF CN Equity	BIOVAIL	12	12	0	7,78	19,97	28,43	91,2	2,56	0
53	PLVARA CZ Equity	PLIVA	0	0	0	50,89	19,97	60,17	96,24	0	0
54	600518 CH Equity	KANGEMEI PHARMA	0	0	0	3,01	5,27	6,25	15,25	0	3,65
55	SEPR US Equity	SEPRACOR	10	9	1	8,45	21,68	30,09	95,8	1,69	0
56	4527 JP Equity	ROHTO PHARM	10	9	1	13,72	24,94	31,48	20,69	1,23	77,58
57	KLBF IJ Equity	KABLE FARMA	6	6	0	9,39	27,13	43,74	9,12	9,15	78,38
58	4547 JP Equity	KISSEI PHARM	14	0	14	9,77	21,36	31,06	3,26	0,52	95,84
59	REC IM Equity	RECORDATI	9	9	0	51,27	60,13	61,83	14,11	80,39	0
60	PIHC IN Equity	PIRMAL	8	8	0	35,33	46,68	54,1	11,09	0	70,67
61	GNP IN Equity	GLENMARK PHARMA	10	8	2	50,89	46,68	60,17	66,5	2,76	0
62	SAZ GR Equity	STADA	8	6	2	3,01	5,27	6,25	15,25	2,76	21,66
63	000423 CH Equity	SHANDONG	0	0	0	18,51	23,31	26,55	20,69	1,23	77,58
64	LPC IN Equity	LUPIN	10	8	2	12,98	34,05	47,52	0	0	100
65	CDH IN Equity	CADILA HEALTH	11	9	2	74,7	81,24	83,47	0,32	0,25	99,29
66	600085 CH Equity	BEIJING TONGRE	0	0	0	49,05	52,04	54,47	0	0	100
67	600535 CH Equity	TIANJIN TASLY	0	0	0	50,02	56,03	59,34	0	0	100
68	4541 JP Equity	NICHI-KO PHARM	10	10	0	13,46	24,42	33,36	28,7	4,06	65,84
69	MRX US Equity	MEDICS PHARM	8	7	1	6,01	24,42	26,28	96,21	3,33	0
70	FAE SM Equity	FAES PHARM	9	9	0	0,82	1,36	1,66	35,97	3,33	0
71	600267 CH Equity	ZHEJIANG HISUN	0	0	0	44,62	60,36	66,23	0	0	100

se nadaljuje

nadaljevanje

			Vrsta lastnika - investitorja								
Podjetje			Finančni Holdingi	Vzajemni skladi	Banke	Zavarovalnice	Pokojninski skladi	Investicijski sklad	Posamezniki	Podjetja	Ostali
1	JNJ US Equity	JOHNSON&JOHNSON	69,75		16,51	4,11	4,55	2,42			2,66
2	ROG VX Equity	ROCHE	80,18	17,99	0,34	0,68					0,81
3	NOVN VX Equity	NOVARTIS	45,06	15,06		0,45			26,99		12,44
4	PFE US Equity	PFIZER	69,76		14,92	3,05	4,43	5,63			2,21
5	GSK LN Equity	GLAKSOSMITHKLINE	64,05	5,39	2,34		2,09				26,13
6	SAN FP Equity	SANOFI-AVENTIS	30,62	11,97		1,22			5,4	48,73	2,06
7	ABT US Equity	ABBOTT	65,41		14,44		3,92	3,05		8,96	4,22
8	AZN LN Equity	ASTRAZENECA	73,86	3,6	1,05		1,26				20,23
9	WYE US Equity	WYETH	64,78	1,53	14,68		3,34	13,29			2,38
10	MRK US Equity	MERCK	76,63		13,47	2,14	4,04	1,65			2,07
11	BAY GR Equity	BAYER	79,18	13,25	0,7	5,88					0,99
12	TEVA IT Equity	TEVA	76,9	2,61		0,02		0,11	20,35		0,01
13	SGP US Equity	SCHERING-PLOUGH	73,73		12,3		3,87	6,71			3,39
14	LLY US Equity	ELI LILLY	62,57		12,37	3,08	2,89				19,09
15	BMJ US Equity	BRISROL-MYER	73,01	1,55	16,01		3,99	3,74			1,7
16	NOVOB DC Equity	NOVO NORDISK		2,96	0,4				23,16	56,23	17,25
17	4502 JP Equity	TAKEDA	31,26	7,08	29,92	19,11				7,39	5,24
18	MRK GR Equity	MERCK	82	14,37	0,51	0,72					2,4
19	4503 JP Equity	ASTELLAS PHARMA	36,12	5,88	45,59	8,09				3,94	0,38
20	AGN US Equity	ALLEGRAIN	75,7		10,24	4,66	3,16	3,57			2,67
21	4519 JP Equity	CHAUGI PHARMA	5,24	5,67	11,98	1,15				74,97	0,99
22	4523 JP Equity	EISAI	31,07	5,6	40,67	9,85				8,77	4,04
23	SHF LN Equity	SHIRE	75,92	3,92	1,4				5,56		13,2
24	FRX US Equity	FOREST LABS	69,29	0,96	12,64		3,2	12,02			1,89
25	4507 JP Equity	SHIONOGI	40,91	7,39	26,39	16,65					8,66
26	4508 JP Equity	MITSUBISHI	7,23	1,55	15,74	4,58				70,85	0,05
27	4151 JP Equity	KYOWA KIRIN	5,8	2,55	15,81	3,54				70,74	1,56
28	UCB BB Equity	UCB	30,95	1,31		0,01			67,66		0,07
29	4535 JP Equity	TAISHO	3,93	1,76	20,88				51,92	21,11	0,4
30	4528 JP Equity	ONO PHARMA	25,04		26	7,05			21,12	16,23	4,56
31	SUNP IN Equity	SUN PHARMA	14,74	1,83		1,52			80,56		1,35
32	MYL US Equity	MYLAN	61,49	3,41	11,75		2,52	17,02			3,81
33	LUN DC Equity	H LUNDENBECK	2,29	0,97			0,01		96,7		0,03
34	WPI US Equity	WATSON PHARMA	70,18		8,93		2,72	9,83	5,62		2,72
35	4506 JP Equity	DANIPPON	5,18	2,36	10,21	7,73				74,08	0,44
36	KRKG SV Equity	KRKA	15,29		2,73		21,67		25,16	32,95	2,2
37	RICHT HB Equity	RICHTER GEDEON	40,73	4,54	16,27				38,26		0,2
38	ELN ID Equity	ELAN	94,93	3,72					0,51		0,84
39	DRRD IN Equity	DR REDDY'S LAB	21,31	3,71	2,98	26,4			43,17		2,43
40	000538 CH Equity	YUNNAN BAIYAO	30,17	0,56		11			0,01	58,27	-0,01
41	4536 JP Equity	SANTEN PHARM	23,93		43,05	8,65			7,52	10,42	6,43
42	APN SJ Equity	ASPEN PHARMA	19,96	2,26					54,71		23,07
43	PRGO US Equity	PERRIGO	63,66		14,38		2,26	5,26	12,58		1,86
44	KG US Equity	KING PHARMA	63,03		10,92	4,05	2,94	16,82			2,24
45	000999 CH Equity	SANJU MEDICAL	21,89	0,14					77,98		-0,01
46	4540 JP Equity	TSUMURA	16,92	8,33	53,16				8,2	11,8	1,59
47	RBXY IN Equity	RANBAKXY LABS	5,14	0,31		11			0,01	83,54	0
48	GLXO IN Equity	GLAKSOSMITHKLINE	25,33	2,5		11,82			17,48	42,86	0,01
49	ENDP US Equity	ENDO PHARMA	58,77		10,94			17,63	8,64		4,02
50	MEDAA SS Equity	MEDA	30,66	6,43			10,16		50,35		2,4
51	VRX US Equity	VALEANT PHARMA	33,66		6,33		1,56	47,19	10,22		1,04
52	BVF CN Equity	BIOVAIL	44,94	4,81	24,81			9,8	10,16		5,48
53	PLVARA CZ Equity	PLIVA	17,59	1,49		2,16			78,65		0,11
54	600518 CH Equity	KANGEMEI PHARMA	77,66	18,58		0,19			0,94		2,63
55	SEPR US Equity	SEPRACOR	68,67	2,44	11,64		2,67	12,78			1,8
56	4527 JP Equity	ROHTO PHARM	15,12		49,83	4,03			21,33	5,75	3,94
57	KLBF IJ Equity	KABLE FARMA	3,05	2,58					82,81	11,56	0
58	4547 JP Equity	KISSEI PHARM		4,33	39,42	8,4			13,62	29,13	5,1
59	REC IM Equity	RECORDATI	3,88	5,63					81,63	8,22	0,64
60	PIHC IN Equity	PIRMAL	21,43	3,26		4,66			60,82		9,83
61	GNP IN Equity	GLENMARK PHARMA	17,59	1,49		2,16			78,65		0,11
62	SAZ GR Equity	STADA	77,66	18,58		0,19			0,94		2,63
63	000423 CH Equity	SHANDONG	15,12		49,83	4,03			21,33	5,75	3,94
64	LPC IN Equity	LUPIN	63,94	0,14					35,92		0
65	CDH IN Equity	CADILA HEALTH	7,56	0,57		5,72			86,14		0,01
66	600085 CH Equity	BEIJING TONGRE	27,77			1,24			70,99		0
67	600535 CH Equity	TIANJIN TASLY	29,41	0,47		3,65			66,47		0
68	4541 JP Equity	NICHI-IKO PHARM	18,63	18,41	21,63				24,08	8,98	8,27
69	MRX US Equity	MEDICS PHARM	65,72		8,95		2,12	18,2	3,76		1,25
70	FAE SM Equity	FAES PHARM	33,24	7,29		0,5			58,97		0
71	600267 CH Equity	ZHEJIANG HISUN	35,04						64,96		0