

UNIVERZA V LJUBLJANI

EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**TEORIJE STRUKTURE KAPITALA PODJETIJ –  
RAZLAGA TEMPIRANJA TRGA**

Ljubljana, avgust 2008

KLEMEN STEGOVEC

## IZJAVA

Študent Klemen Stegovec izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Igorja Lončarskega, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 19.8.2008

Podpis:

## Kazalo

UVOD.....	1
1 PREGLED TEORIJ STRUKTURE KAPITALA PODJETJA.....	2
1.1 Tradicionalna razlaga.....	2
1.2 Teorija izključevanja oziroma neoklasična teorija (ang. trade – off theory).....	2
1.3 Teorija vrstnega reda (ang. pecking – order theory).....	2
1.4 Teorija strinjanja (ang. agreement theory).....	3
2 PREGLED LITERATURE, KI JE OSNOVA OBLIKOVANJA TEORIJE TEMPIRANJA TRGA.....	3
2.1 Prve izdaje, nadaljnje izdaje in odkup vrednostnih papirjev.....	3
2.2 Vpliv stroškov vrednostnih papirjev na njihovo donosnost.....	6
2.3 Vpliv zaznave dobičkov podjetij.....	7
2.4 Anketiranje menedžerjev.....	8
3 TEORIJA TEMPIRANJA TRGA.....	9
3.1 Glavne ugotovitve teorije.....	9
3.2 Finančno okolje.....	10
3.3 Natančnejši pregled dela Bakerja in Wurglerja (2002).....	10
3.3.1 Sprememba strukture kapitala podjetja ob prvi javni ponudbi lastniških vrednostnih papirjev.....	11
3.3.2 Kratkoročni vpliv na delež dolga v strukturi kapitala.....	11
3.3.3 Dolgoročni vpliv na delež dolga v strukturi kapitala.....	12
3.3.4 Vztrajnost.....	13
3.4 Potrditev teorije.....	13
3.5 Altijev (2006) pogled na teorijo tempiranja trga.....	13
3.5.1 Vroči in hladni trgi.....	13
3.5.2 Tempiranje trga in vpliv na strukturo kapitala.....	14
3.5.3 Vztrajnost vpliva tempiranja trga.....	15
3.5.4 Preobrat.....	15
3.6 Končni sklep.....	16
4 KRITIKA TEORIJE TEMPIRANJA TRGA.....	16
5 TEORIJA TEMPIRANJA TRGA IN TRENUTNE RAZMERE NA SVETOVNIH FINANČNIH TRGIH.....	17
5.1 Prve javne ponudbe lastniških vrednostnih papirjev.....	17
5.2 Odkupi lastniških vrednostnih papirjev.....	18
5.3 Drugačna realnost.....	18
SKLEP.....	19
Literatura in viri.....	21

## UVOD

Pomemben del teorije poslovnih financ je povezan s preučevanjem strukture kapitala podjetij (Myers, 1984; Baker & Wurgler, 2002; Dittmar & Thakor, 2007). Podjetja pridobivajo sredstva za financiranje svojih projektov iz zadržanih dobičkov, ki predstavljajo interne vire za financiranje, in z izdajo vrednostnih papirjev oziroma zadolževanjem pri finančnih institucijah, ki predstavljajo zunanje vire financiranja podjetij.

Ekonomisti že vrsto let poskušajo odgovoriti na nekatera temeljna vprašanja, ki se navezujejo na strukturo kapitala, in sicer, kateri dejavniki vplivajo na strukturo kapitala in kakšen je njihov pomen, ter ali obstaja optimalna struktura kapitala za določeno podjetje. Zaradi dolgoletnih raziskav na tem področju so se oblikovale številne teorije, ki vsaka s svojega stališča vrednoti oziroma predvideva proces oblikovanja strukture kapitala. Kljub raznolikostim in nasprotujočim si ugotovitvam teorij pa je skoraj nemogoče izbrati najboljšo izmed njih, saj je struktura kapitala kompleksen pojav, ki ga je zelo težko v celoti razložiti le ob upoštevanju posamezne teorije.

Namen diplomskega dela je natančneje predstaviti eno izmed teorij strukture kapitala, to je teorijo tempiranja trga (ang. market timing). Predstavitev teorije je opravljena s pregledom aktualne literature s tega področja. Poleg pregleda teorije tempiranja trga pa bom poskusil teorijo tudi ustrezno oceniti in ugotoviti, če je mogoče v trenutnem finančnem okolju uporabiti njene izsledke, saj je teorija nastajala v času drugačnih razmer na svetovnih finančnih trgih.

Cilj diplomskega dela je ustvariti celoto, v kateri bo bralec lahko pridobil vse relevantne informacije, ki se nanašajo na teorijo tempiranja trga.

Diplomsko delo je razdeljeno na več glavnih poglavij. V prvem delu bom opravil kratek pregled ostalih teorij strukture kapitala, saj želim izpostaviti tudi druge poglede na oblikovanje le-te. Sledi poglavje, kjer opravi pregled literature, ki je osnova za poznejša dela na področju teorije tempiranja trga. Osrednji del diplomskega dela je namenjen sami predstavitvi teorije. V tem poglavju so izpostavljene ugotovitve posameznih avtorjev, ki pa se zaradi načina raziskovanja med seboj nekoliko razlikujejo. Po pregledu literature s področja teorije tempiranja trga sledi še lastni komentar teorije, saj menim, da je eden izmed ciljev diplomskega dela tudi spodbujanje lastnega mnenja o prebrani strokovni literaturi in možnost distanciranja od določenih ugotovitev. Zadnje poglavje je namenjeno še pregledu trenutnih razmer na finančnih trgih in veljavnosti teorije tempiranja trga v tako ekstremnih pogojih.

# **1 PREGLED TEORIJ STRUKTURE KAPITALA PODJETJA**

V tem poglavju bom opisal glavne značilnosti nekaterih pomembnejših teorij strukture kapitala podjetja, saj menim, da je poznavanje širšega nabora teorij pomembno za natančno predstavitev in ocenitev specifične teorije. Pregled ostalih teorij strukture kapitala podjetja bom opravil po kronološkem vrstnem redu od starejših proti novejšim. Poudariti želim predvsem raznolikost pristopov in ugotovitev posameznih avtorjev. Poleg omenjenih teorij obstajajo še številne druge, med katerimi se pojavljajo tudi teorije, ki posegajo na področje vedenjskih financ.

## **1.1 Tradicionalna razlaga**

Zagovorniki tradicionalne razlage strukture kapitala podjetja so na podlagi izkušenj iz prakse trdili, da struktura kapitala podjetja vpliva na njegovo tržno vrednost. Njihova razlaga je temeljila na predpostavki o neracionalnem obnašanju finančnih investitorjev. Sklepali so, da se pri nizki stopnji zadolženosti podjetja s povečevanjem deleža dolžniških vrednostnih papirjev v strukturi kapitala poveča tržna vrednost podjetja, saj so stroški dolga nižji kot stroški lastniških vrednostnih papirjev. Tržna vrednost podjetja se povečuje, dokler podjetje lahko zamenja lastniške vrednostne papirje s cenejšimi dolžniškimi. Pri določeni višini zadolženosti podjetja tako ustvari optimalno strukturo kapitala podjetja in s tem najvišjo tržno vrednost podjetja, povečanje zadolženosti v tej točki pa ponovno zmanjšuje vrednost podjetja, saj investitorji zahtevajo vedno hitrejše večanje donosnosti vrednostnih papirjev tega podjetja (Mramor, 2002, str. 86 – 90).

## **1.2 Teorija izključevanja oziroma neoklasična teorija (ang. trade – off theory)**

Neoklasična teorija je razvita v več zaporednih korakih z opuščanjem predpostavk popolnega trga kapitala. Pri opustitvi predpostavke o neobstoju podjetniških davkov doseže podjetje največjo vrednost pri financiranju zgolj z dolžniškimi vrednostnimi papirji; z opustitvijo predpostavke o neobstoju osebnih davkov se oblikuje optimalna struktura kapitala za cel sektor podjetij in nazadnje z upoštevanjem stroškov finančne stiske oziroma stečaja teorija predpostavlja, da obstaja tako optimalna struktura kapitala sektorja podjetij kot tudi vsakega posameznega podjetja, saj ima vsako podjetje stroške finančne stiske, ki so drugače odvisni od deleža dolžniških vrednostnih papirjev kot v drugih podjetjih, zato ima tudi svojo optimalno strukturo kapitala (Mramor, 2002, str. 90 – 143).

## **1.3 Teorija vrstnega reda (ang. pecking – order theory)**

Teorija vrstnega reda temelji na asimetričnih informacijah. Myers (1984) izpostavi naslednje značilnosti kot bistvo teorije: podjetja dajejo prednost notranjemu financiranju; izplačila dividend podjetja prilagajajo investicijskim priložnostim, čeprav želijo ohraniti neko zeleno

ciljno razmerje izplačil; zaradi sprememb v donosnosti podjetja in investicijskih priložnosti, ki se podjetju ponujajo, prihaja do različne stopnje zadržanih dobičkov ob nespremenjeni politiki dividend. Če je zadržanih dobičkov premalo za financiranje naložb, se podjetje najprej poslužuje gotovine ali kratkoročnih finančnih naložb. Če je zadržanih dobičkov preveč, pa podjetje odplača dolg ali investira v gotovino oziroma kratkoročne finančne naložbe. Če je potreben zunanji vir financiranja, se podjetje najprej zadolži, nato financira s hibridnimi vrednostnimi papirji in kot zadnji vir financiranja uporabi izdajo novih lastniških vrednostnih papirjev.

#### **1.4 Teorija strinjanja (ang. agreement theory)**

**Dittmar** in **Thakor** (2007) razvijeta tako imenovano teorijo strinjanja med menedžerji podjetja in lastniki podjetja. V svojem delu izrazita strinjanje s teorijo tempiranja trga, vendar jo še dodatno nadgradita. S teorijo predvidevata, da menedžerji podjetja izdajajo lastniške vrednostne papirje za financiranje projektov takrat, ko imajo lastniki in menedžerji podobne poglede na koristi, ki jih prinaša projekt. Strinjanje lastnikov in menedžerjev tako enačita z izdajami lastniških vrednostnih papirjev, medtem ko je nestrinjanje obeh skupin povezano z izdajo dolžniških vrednostnih papirjev. Avtorja sta zelo ambiciozna, saj trdita in dokažeta, da ima njuna teorija največjo moč pri razlaganju strukture kapitala podjetja.

## **2 PREGLED LITERATURE, KI JE OSNOVA OBLIKOVANJA TEORIJE TEMPIRANJA TRGA**

V tem poglavju bom opravil pregled literature avtorjev, ki so pri raziskovanju odkrili in opisali nekatere značilnosti tempiranja trga. Ta odkritja so tako pomembna osnova za kasnejša dela na tem področju. Posamezne avtorje bom ločil glede na ugotovitve, ki so jih izpostavili med svojim delom. Poglavje je tako pomembno izhodišče za kasnejši pregled člankov, ki se nanašajo in neposredno vrednotijo teorijo tempiranja trga.

### **2.1 Prve izdaje, nadaljnje izdaje in odkup vrednostnih papirjev**

V prvo skupino raziskav sodijo tiste, ki kažejo, da se podjetja nagibajo k izdaji lastniških vrednostnih papirjev namesto dolžniških, ko je tržna vrednost lastniških vrednostnih papirjev visoka v primerjavi s knjižno vrednostjo (ang. market – to – book ratio) oziroma predhodno tržno vrednostjo, in k nakupu lastniških vrednostnih papirjev, ko je tržna vrednost lastniških vrednostnih papirjev nizka.

Prva javna ponudba lastniških vrednostnih papirjev (ang. initial public offering), je proces, v katerem podjetje prvič ponudi svoje lastniške vrednostne papirje javnosti z namenom oblikovanja likvidnega trgovanja s temi vrednostnimi papirji (Ritter, 1998, str. 1). Nadaljnja izdaja (ang. seasoned equity offering) vrednostnih papirjev pa je proces naslednjih izdaj

vrednostnih papirjev tega podjetja, s katerimi se poveča obstoječi kapital podjetja. Odkup vrednostnih papirjev (ang. repurchase) je proces, v katerem podjetje z uporabo zadržanih dobičkov ali dolžniških vrednostnih papirjev odkupi del ali celoto lastnih lastniških vrednostnih papirjev.

Preučevanje nadaljnjih izdaj lastniških vrednostnih papirjev je značilno za naslednje avtorje.

**Taggart** (1977) v svojem delu razvije in predstavi model poslovnih finančnih odločitev. Model je osnovan na podlagi teorije optimalne strukture kapitala (neoklasična razlaga), kljub temu pa zaključí, da gibanje tržnih cen lastniških vrednostnih papirjev in dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev pomembno vpliva na izdajo posameznega vrednostnega papirja podjetja.

**Marsh** (1982) preučuje izdaje vrednostnih papirjev podjetij v Veliki Britaniji in se osredotoča na načine, kako podjetja izbirajo med različnimi finančnimi instrumenti v točno določenem časovnem obdobju. Njegove ugotovitve so naslednje: podjetja so pod izredno močnim vplivom trenutnih tržnih razmer in predhodnih tržnih vrednosti vrednostnih papirjev pri odločitvi o obliki financiranja; podjetja sprejemajo odločitve na podlagi vnaprej določenega ciljnega deleža dolga v strukturi kapitala, ki je funkcija velikosti podjetja, stroškov finančne stiske in lastnosti sredstev podjetja.<sup>1</sup>

**Asquith** in **Mullins** (1986) ugotavljata reakcijo, ki nastane ob izdaji novih lastniških vrednostnih papirjev. Sklepata, da se večina izdaj lastniških vrednostnih papirjev dogaja v času visokih cen teh papirjev na trgu in da večina izdaj (80 %) povzroči padec cene, ki je tem višji, čim več novih papirjev je izdanih.

**Korajczyk, Lucas** in **McDonald** (1992) razvijejo model za tempiranje in vrednotenje izdaj lastniških vrednostnih papirjev ob predpostavki, da so menedžerji boljše informirani kot investitorji. Podjetja so po njihovem mnenju pripravljena izdajati lastniške vrednostne papirje, ko je finančni trg najboljše obveščen o stanju oziroma kvaliteti podjetja (ob izdaji letnih ali četrletnih poročil oziroma ostalih informacij). Avtorji opazijo padec cene lastniških vrednostnih papirjev ob novi izdaji, ki se povečuje s časom od zadnje izdaje informacij o podjetju.

**Jung, Kim** in **Stulz** (1996) dokažejo, da ima tipično podjetje, ki izda lastniške vrednostne papirje, pomembne investicijske priložnosti. Izdaja novih lastniških vrednostnih papirjev tega podjetja ne povzroči bistvenega vpliva na ceno obstoječih vrednostnih papirjev. Nasprotno velja za podjetja, ki imajo slabe investicijske priložnosti in kljub temu izdajajo lastniške vrednostne papirje, čeprav bi bilo boljše izdati dolžniške vrednostne papirje. Cena lastniških

---

<sup>1</sup> Marsheva ugotovitev o zelenem ciljnem deležu dolga v strukturi kapitala podjetja ni v skladu s poznejšo interpretacijo teorije tempiranja trga.

vrednostnih papirjev teh podjetij občutno pade ob novi izdaji, saj podjetja razkrijejo, da je bila ob izdaji novih lastniških vrednostnih papirjev cena obstoječih previsoka.

**Hovakimian, Opler in Titman** (2001) ugotavljajo, da se podjetja nagibajo k določenem zelenem ciljnem deležu dolga v strukturi kapitala. Pokažejo, da se podjetja soočajo s težavami pri doseganju ciljnega deleža dolga in da se ta delež v času spreminja zaradi spremenjene dobičkonosnosti in tržne cene lastniških vrednostnih papirjev.<sup>2</sup>

Raziskave avtorjev na tem področju kažejo, da so nadaljnje izdaje lastniških vrednostnih papirjev pod močnim vplivom trenutnih tržnih razmer, v večini primerov pa povzročijo padec tržnih cen lastniških vrednostnih papirjev. Nadaljnje izdaje so tako lahko znak, da so trenutne cene lastniških vrednostnih papirjev na trgu previsoke.

Preučevanje prvih izdaj lastniških vrednostnih papirjev pa je mogoče zaslediti v delih naslednjih avtorjev.

**Ritter** (1998) ugotavlja, da morajo biti podjetja, ki se odločijo za prvo javno ponudbo lastniških delniških papirjev, pripravljena na izrazito nihanje vrednosti izdanih vrednostnih papirjev. Vrednotenje prve ponudbe je zahtevno tudi v stabilnem finančnem okolju, saj imajo menedžerji podjetja več informacij o podjetju kot potencialni zunanji investitorji, zato so bili sprejeti številni regulatorni ukrepi, ki zahtevajo razkritje ustreznih informacij o podjetju in njegovem poslovanju pred začetkom prve javne ponudbe lastniških vrednostnih papirjev.

Avtor izpostavi tri glavne značilnosti prve javne ponudbe lastniških vrednostnih papirjev, in sicer podcenjenost izdaje, cikličnost izdaj (več izdaj v obdobju visokih tržnih vrednosti) in slab donos za investitorje na dolgi rok. Investitorji, ki kupijo lastniške vrednostne papirje na prvi javni ponudbi v času visokih tržnih cen, so na dolgi rok deležni zelo nizkih donosov, čeprav se cena na kratki rok lahko zelo poveča.

**Paganno, Panetta in Zingales** (1998) ugotavljajo, zakaj se podjetja odločijo za javno ponudbo lastniških vrednostnih papirjev. Njihove ugotovitve so naslednje: odločitev za prvo javno ponudbo lastniških vrednostnih papirjev podjetja je povezana s tržno ceno lastniških vrednostnih papirjev podjetij v istem sektorju (ob visokih M/B<sup>3</sup> razmerjih več prvih javnih ponudb); nov kapital ni uporabljen za financiranje investicijskih odločitev, temveč za znižanje deleža dolga; podjetju se po prvi javni ponudbi znižajo izdatki za bančne kredite.

Tudi pri raziskavah prvih javnih ponudb lastniških vrednostnih papirjev so ugotovitve avtorjev podobne kot pri nadaljnjih izdajah. Tudi v tem primeru so tržne razmere eden glavnih dejavnikov odločitve o nastopu prve javne ponudbe lastniških vrednostnih papirjev.

---

<sup>2</sup> Tudi njihova ugotovitev o optimalni strukturi kapitala ni popolnoma v skladu s teorijo tempiranja trga.

<sup>3</sup> Market – to – book, razmerje med tržno in knjigovodsko ceno posameznega vrednostnega papirja.



Zadnja podskupina raziskav se nanaša na odkupe lastniških vrednostnih papirjev.

**Ikenberry, Lakonishok in Vermaelen** (1995) raziskujejo kratko in dolgoročno donosnost pred objavo odkupa lastniških vrednostnih papirjev s strani podjetja in po njej. Ugotavljajo, da je pred objavo odkupa lastniških vrednostnih papirjev značilno obdobje padanja cene letih, medtem ko pride po objavi odkupa do naraščanja cen vrednostnih papirjev. Pozitivni efekti odkupa se tako kažejo eno, dve in celo tri leta od odkupa. Podjetje z odkupom lastnih vrednostnih papirjev signalizira trgu, da je njihova cena prenizka, kar povzroči pozitivno gibanje vrednosti lastniških vrednostnih papirjev v prihodnosti.

Nasprotno velja za odkupe lastniških vrednostnih papirjev, saj se ti dogajajo v času nizkih tržnih cen lastniških vrednostnih papirjev. Podjetje s tem dejanjem sporoča trgu, da so lastniški vrednostni papirji podcenjeni.

## **2.2 Vpliv stroškov vrednostnih papirjev na njihovo donosnost**

V naslednjo skupino raziskav sodijo avtorji, ki raziskujejo dolgoročne donose lastniških vrednostnih papirjev, ki sledijo odločitvi o obliki financiranja. Podjetja izdajajo lastniške vrednostne papirje, ko so stroški le-teh nizki, in odkupujejo lastniške vrednostne papirje, ko so njihovi stroški relativno visoki.

Ker avtorji ugotavljajo, da so stroški lastniških vrednostnih papirjev visoki takrat, ko so cene lastniških vrednostnih papirjev nizke, in nizki, ko so cene lastniških vrednostnih papirjev visoke, lahko dela številnih avtorjev iz prejšnje skupine uvrstimo tudi v to.

**Ritter** (1998), kot že omenjeno, ugotavlja dolgoročno nizko donosnost prvih izdaj lastniških vrednostnih papirjev v času, ko so stroški lastniških vrednostnih papirjev nizki.

**Speiss in Affleck-Graves** (1995) primerjata podjetja, za katera so značilne nadaljnje izdaje lastniških vrednostnih papirjev, s tistimi podjetji, ki ne izdajajo novih lastniških vrednostnih papirjev. Dolgoročni donosi lastniških vrednostnih papirjev podjetij, ki izdajajo nove lastniške vrednostne papirje, so občutno nižji kot pri sorodnih podjetjih, ki novih papirjev ne izdajajo. Njuna ugotovitev o nižji dolgoročni donosnosti lastniških vrednostnih papirjev podjetij, ki nadalje izdajajo nove vrednostne papirje, je podobna Ritterjevemu zaključku, ki se nanaša na prvo izdajo vrednostnih papirjev. Izdajanje lastniških vrednostnih papirjev (prva ali nadaljnje izdaje) v obdobju nizkih stroškov le-teh vodi k nizkim dolgoročnim donosom investorjev v te vrednostne papirje.

**Brav in Gompers** (1997) potrjujeta dolgoročno nizko donosnost prvih izdaj lastniških vrednostnih papirjev, ki jo v veliki meri pripisujeta neracionalnosti investorjev (vedenjske finance).

**Jegadeesheve** (2000) ugotovitve se nanašajo na nadaljnje izdaje lastniških vrednostnih papirjev in nizko donosnost lastniških vrednostnih papirjev teh podjetij v dolgem obdobju. Rezultati so podobni kot pri predhodnih avtorjih, poudarja še, da je nizka donosnost lastniških vrednostnih papirjev značilna za vsa podjetja, ki izdajajo nove lastniške vrednostne papirje, ne glede na njihovo velikost in potencialno rast.

Nasprotno velja za odkupe lastniških vrednostnih papirjev, ki povzročijo višje dolgoročne donose lastniških vrednostnih papirjev tega podjetja.

Omenjeni avtorji trdijo, da je izdajanje in odkup lastniških vrednostnih papirjev ob upoštevanju njihovih stroškov uspešno zasledovanje bistva teorije tempiranja trga. Z izdajanjem in odkupovanjem vrednostnih papirjev v točno določenem trenutku podjetje iztrži največ. Nasprotno velja za investitorje, saj so ti deležni nižjih donosov, če investirajo v podjetja, ki poskušajo s svojimi finančnimi odločitvami izkoristiti trenutne tržne razmere.

### **2.3 Vpliv zaznave dobičkov podjetij**

V tretjo skupino sodijo avtorji, ki trdijo, da večina podjetij izdaja lastniške vrednostne papirje, ko so investitorji v te papirje preveč optimistični glede prihodnjih dobičkov podjetij, in na ta način podjetja poskušajo izkoristiti pretirano zadovoljstvo in optimizem investitorjev.

**Rajan in Servaes** (1997) preučujeta vpliv borznih analitikov na uspeh prvih izdaj lastniških vrednostnih papirjev. V času, ko so analitiki preveč zadovoljni s trenutnimi dosežki podjetij in z njihovim bodočim potencialom povečevanja dobička, se največ podjetij odloči za prvo izdajo lastniških vrednostnih papirjev. Dolgoročna donosnost lastniških vrednostnih papirjev teh podjetij je nizka in nižja, kot je donosnost lastniških vrednostnih papirjev izdanih v času, ko borzni analitiki pričakujejo počasnejšo rast podjetij in nižje dobičke. Njihovi rezultati kažejo, da je dolgoročna nizka donosnost prvih izdaj lastniških vrednostnih papirjev povezana s preveč optimističnimi pričakovanji glede prihodnosti omenjenih podjetij.

**Teoh, Welch in Wong** (1998) ugotavljajo, da podjetja, ki želijo izdati nove lastniške vrednostne papirje (nadaljnja izdaja), lahko priredijo svoje računovodske izkaze in prikažejo višje dobičke, kot so v resnici. Podjetja, ki se poslužujejo te prakse, imajo nizke dolgoročne donose lastniških vrednostnih papirjev.

**Denis in Sarin** (2001) izpostavita, da objave dobičkov po nadaljnji izdaji lastniških vrednostnih papirjev povzročajo veliko znižanje vrednosti lastniških vrednostnih papirjev, kar še posebej velja za mala podjetja. Mala podjetja izdajajo lastniške vrednostne papirje v času, ko so investitorji preveč optimistični glede njihove prihodnosti. Pri večjih podjetjih ne opazita pojava prevelikih pričakovanj glede njihovih prihodnjih dobičkov.

Prevelika mera optimizma je prisotna še posebej pri prvih izdajah vrednostnih papirjev. Številna podjetja s tehnološkega sektorja (računalništvo, solarna tehnologija) zelo uspešno opravijo prvo izdajo lastniških vrednostnih papirjev in se jim na kratki rok občutno poveča vrednost lastniških vrednostnih papirjev. Vendar se po nekaj objavah četrletnih rezultatov pogostokrat zgodi, da se cena lastniškimi vrednostnim papirjem spusti pod ceno, po kateri je potekala prva javna prodaja, saj optimizem investitorjev izgine, ker večina podjetij ne uspe zadovoljiti njihovih previsokih želja. Podoben primer lahko izpostavimo tudi v Sloveniji, in sicer ob prvi javni ponudbi lastniških vrednostnih papirjev Nove Kreditne banke Maribor d.d.. Ponudba je bila zelo natančno spremljana s strani medijev in povpraševanje po lastniških vrednostnih papirjev je bilo ogromno. Skladno s tem je cena lastniških vrednostnih papirjev po opravljeni javni ponudbi naraščala, vendar je po nekaj mesecih optimizem investitorjev zaradi trenj na svetovnih finančnih trgih izginil in vrednost lastniških vrednostnih papirjev Nove KBM pada proti ceni, ki je bila postavljena v prvi javni ponudbi (Gibanje cen vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi, 2008). Rezultate in trenutno tržno ceno lastniških vrednostnih papirjev Nove KBM d.d. pa je potrebno razlagati tudi ob upoštevanju cen lastniških vrednostnih papirjev ostalih finančnih institucij po svetu. V tem primeru opazimo, da je padec tržnih cen lastniških vrednostnih papirjev Nove KBM d.d. manjši kot pri podobnih evropskih finančnih institucijah.

## 2.4 Anketiranje menedžerjev

V zadnjo skupino literature, ki ugotavlja prisotnost tempiranja trga, uvrščam avtorje, ki so najbolj neposredno ugotavljali, če je tempiranje trga običajen pojav pri oblikovanju strukture kapitala v podjetjih. Raziskave so opravljene z anketiranjem menedžerjev. V anketah oziroma intervjujih so menedžerji priznali, da se poslužujejo prakse izkoriščanja trenutnih tržnih razmer pri odločitvah o strukturi kapitala.

**Graham** in **Harvey** (2001) zaključujeta, da se dve tretjini finančnih direktorjev strinjata z naslednjo trditvijo: precenjenost oziroma podcenjenost lastniških vrednostnih papirjev je zelo pomemben dejavnik pri odločitvi o izdaji lastniških vrednostnih papirjev. V tej študiji Graham in Harvey ugotavljata, da so tržne cene lastniških vrednostnih papirjev ene najpomembnejših determinant za izdajo lastniških vrednostnih papirjev in najpomembnejši faktor pri izdaji zamenljivih obveznic.

**Brounen, de Jong** in **Koedijk** (2004) nadaljujejo Grahamovo in Harvejevo delo. Njuno raziskavo razširijo na evropska podjetja in ugotavljajo, da so finančne odločitve podjetij v največji meri odvisne od njihove velikosti (izbiranje projektov, oblikovanje strukture kapitala), manj pa od države, v kateri poslujejo, čeprav je za angleška in nizozemska podjetja značilno, da v veliki meri zasledujejo cilje lastnikov podjetja, medtem ko francoska in nemška podjetja zasledujejo cilje vseh deležnikov.

**Brounen, de Jong** in **Koedijk** (2006) opazujejo razlike med evropskimi in ameriškimi podjetji. Izpostavijo, da so finančni trgi držav med seboj različni, kar vpliva na različno oblikovanje strukture kapitala podjetij v posamezni državi. V ZDA, Veliki Britaniji in na Nizozemskem podjetja natančno spremljajo cene svojih vrednostnih papirjev na finančnih trgih in sprejemajo odločitve na podlagi tržnih razmer. Podjetja v teh državah kot merilo svoje uspešnosti največkrat uporabljajo dobiček na delnico (ang. earnings per share, EPS) in se pri izdajanju novih vrednostnih papirjev izogibajo pretiranem zniževanju dobička na delnico zaradi izdaje novih lastniških vrednostnih papirjev. Francoska in nemška podjetja pa niso tako zaskrbljena glede tržnih cen lastnih vrednostnih papirjev in cene pri finančnih odločitvah ne upoštevajo v taki meri.

### **3 TEORIJA TEMPIRANJA TRGA**

V predhodnem poglavju sem pokazal, da je tempiranje trga močno povezano s trenutnimi tržnimi razmerami. Izpostavil sem dela številnih avtorjev, ki so prišli do podobnih zaključkov. Predstavljena dela so pomembno izhodišče za oblikovanje teorije tempiranja trga.

Poglavje je namenjeno sistematičnemu pregledu teorije tempiranja trga in je tako osrednji del diplomskega dela. Izpostaviti želim značilnosti teorije tempiranja trga. Prav tako bom izpostavil nasprotujoča si mnenja nekaterih avtorjev glede posameznih sklepov omenjene teorije.

#### **3.1 Glavne ugotovitve teorije**

Glavne ugotovitve teorije tempiranja trga so naslednje (Baker, Wurgler, 2002, str. 1-4): teorija tempiranja trga lastniških vrednostnih papirjev predvideva izdajanje lastniških vrednostnih papirjev podjetja v času, ko je njihova cena visoka, in odkup lastniških vrednostnih papirjev v obdobju nižjih cen, da se na ta način izkorišča gibanje cen lastniških vrednostnih papirjev v primerjavi z ostalimi oblikami financiranja. Tempiranje trga ima pomemben in dolgoročen vpliv na strukturo kapitala podjetja<sup>4</sup>; struktura kapitala je rezultat vseh predhodnih poskusov tempiranja trga s strani podjetja<sup>5</sup>. S stališča vlagateljev tempiranje trga nudi več koristi dolgoročnim vlagateljem, saj so kratkoročni (špekulativni) vlagatelji velikokrat na slabšem, ker kupujejo lastniške vrednostne papirje v času, ko so ti najbolj dragi.

---

<sup>4</sup> Podjetja z nizkim deležem dolga v strukturi kapitala so pridobivala sredstva v času visokih tržnih cen, medtem ko so podjetja z nizkim deležem dolga pridobivala sredstva v času nizkih tržnih cen. Delež dolga v strukturi kapitala je močno negativno povezan s predhodnimi tržnimi cenami vrednostnih papirjev. Prav tako je struktura kapitala podjetja, na primer v letu 2000, odvisna od tržnih cen vrednostnih papirjev deset in več let nazaj.

<sup>5</sup> Teorija tempiranja trga izpostavlja, da želena ciljna struktura kapitala ne obstaja, temveč se oblikuje v procesu izkoriščanja tržnih razmer v času.

### **3.2 Finančno okolje**

Poudariti je potrebno, da do zelenih nihanj cen vrednostnih papirjev, ki so osnova za izkoriščanje prednosti tempiranja trga, prihaja na delno učinkovitih oziroma segmentiranih finančnih trgih. Priložnosti izkoriščanja prednosti tempiranja trga za izdajatelja vrednostnih papirjev tako ne moremo iskati v navideznem svetu popolnega trga kapitala, ki je osnova za številne ugotovitve neoklasične teorije poslovnih financ in temelji na naslednjih predpostavkah (Mramor, 2002, str. 20-21):

- trg kapitala deluje brez trenja,
- na trgu blaga in kapitala vlada popolna konkurenca,
- trg kapitala je informacijsko učinkovit,
- finančni investitorji se obnašajo racionalno (in so tveganju nenaklonjeni),
- finančni investitorji imajo homogena pričakovanja.

Tempiranje trga v omenjenem popolnem trgu kapitala ne more obstajati, saj se cene posameznih vrednostnih papirjev (lastniških in dolžniških) ne morejo gibati neodvisno ena od druge, saj poučeni in racionalni investitorji v trenutku prevrednotijo vrednostne papirje izdajatelja in onemogočijo doseganje finančnih dobičkov izdajatelja prek sprememb v njegovi strukturi kapitala.

Dejstvo, da teorija tempiranja trga ne gradi na popolnem trgu kapitala, je pozitivno, saj dejanski finančni trgi v veliki meri odstopajo od tega ideala, zato so lahko ugotovitve, ki so oblikovane v laboratorijskih okoliščinah popolnega trga kapitala, različne od tistih, ki jih razvijemo pri opazovanju realnih finančnih trgov. Ugotovitve teorije tempiranja trga imajo zato veliko težo, saj opisujejo in ocenjujejo dejanja, ki so se odvila v proučevanem obdobju na izbranih finančnih trgih.

### **3.3 Natančnejši pregled dela Bakerja in Wurglerja (2002)**

Strokovni članek *Market Timing and Capital Structure*, objavljen v *The Journal of Finance* februarja 2002, je osnovno delo na področju teorije tempiranja trga, zato bom podrobneje opisal načine, s katerimi sta Baker in Wurgler prišla do že omenjenih ugotovitev.

Avtorja v delu uporabljata podatke iz baze COMPUSTAT, v raziskavo so vključena vsa podjetja v tej bazi med leti 1968 in 1999 razen finančnih podjetij, podjetij s tržno kapitalizacijo, ki je nižja od 10 milijonov USD, in podjetij, za katere ni bilo mogoče določiti točnega datuma prve javne ponudbe lastniških vrednostnih papirjev. Izhodiščno leto je pri njihovi raziskavi leto prve javne ponudbe lastniških vrednostnih papirjev. Na ta način lahko primerjata, kaj se je dogajalo pred prvo javno ponudbo in po njej.

### **3.3.1 Sprememba strukture kapitala podjetja ob prvi javni ponudbi lastniških vrednostnih papirjev**

Knjižna in tržna vrednost dolga v strukturi kapitala podjetij se močno zmanjša v letu prve javne ponudbe lastniških vrednostnih papirjev, saj se podjetju v tem letu nadpovprečno poveča lastniški kapital. V naslednjih desetih letih se knjižna vrednost dolga počasi povečuje, medtem ko tržna vrednost dolga narašča hitreje, kar lahko pripišemo obnašanju cene lastniških vrednostnih papirjev po prvi javni ponudbi.<sup>6</sup> Leto po prvi javni ponudbi lastniških vrednostnih papirjev zaznamuje preskok nazaj k dolžniškemu financiranju podjetja. V naslednjih letih pa je značilen naslednji vzorec financiranja: približno 50 odstotkov investicij je financiranih z dolgom, 35 odstotkov z lastniškim kapitalom in 15 odstotkov z zadržanimi dobički.

V časovnem pregledu istih podatkov izpostavita naslednje značilnosti: knjižna vrednost dolga ostaja od leta 1968 do 1999 približno enaka in znaša okrog 50 odstotkov. Tržna vrednost dolga se v tem obdobju neprestano znižuje, kar je posledica tržnih cen lastniških vrednostnih papirjev, ki so v obdobju od 1975 do 1999 naraščale. Pri časovnem pregledu podatkov je razvidno, da je financiranje podjetja z dolgom konstantno skozi celotno obdobje, medtem ko se pomen financiranja z izdajo novih lastniških vrednostnih papirjev povečuje na račun financiranja z zadržanimi dobički, kar je ob že omenjenem poviševanju cen lastniških vrednostnih papirjev v tem obdobju pokazatelj tempiranja trga.

### **3.3.2 Kratkoročni vpliv na delež dolga v strukturi kapitala**

Avtorja preučujeta kratkoročni vpliv tržnih cen lastniških vrednostnih papirjev na spremembo v deležu dolga v strukturi kapitala. Poleg M/B<sup>7</sup> vrednosti vključita še naslednje spremenljivke: dobičkonosnost, velikost podjetja in delež opredmetenih sredstev. Visoke tržne cene lastniških vrednostnih papirjev so lahko posledica dobrih investicijskih priložnosti, ki jih ima podjetje, ali napačnega vrednotenja trga. Visoke cene vplivajo na znižanje dolga v strukturi kapitala. Opredmetena sredstva povečujejo delež dolga v strukturi kapitala, saj lahko ta sredstva podjetje porabi kot zavarovanje za odplačilo dolga. Dobičkonosnost je povezana z možnostjo ustvarjanja notranjih virov financiranja in tako znižuje potrebo po financiranju iz zunanjih virov. Velikost podjetja pa povečuje možnost za zadolževanje, saj je verjetnost finančne stiske pri velikih podjetjih nižja.

Po ugotovitvi, da je tržna cena pomemben dejavnik pri zniževanju deleža dolga v strukturi kapitala, avtorja preverita, če je to znižanje posledica novih izdaj lastniških vrednostnih papirjev, kar se izkaže za pravilno sklepanje. Zavrneta pa hipotezo, da so visoke cene lastniških vrednostnih papirjev na trgu pokazatelj bodoče visoke dobičkonosnosti in temu

---

<sup>6</sup> Kratkoročno naraščanje cen lastniških vrednostnih papirjev in dolgoročno nizka donosnost le-teh.

<sup>7</sup> Market-to-book, tržna cena lastniških vrednostnih papirjev v primerjavi s knjižno.

primernih velikosti zadržanih dobičkov, kar bi tudi znižalo delež dolga v strukturi kapitala, saj bi zadržani dobički nadomeščali dolg.

Tržna cena lastniških vrednostnih papirjev ima tako največji vpliv na delež dolga v strukturi kapitala, saj povzroči nove izdaje lastniških vrednostnih papirjev. Ostale komponente, dobičkonosnost, velikost in oprijemljiva sredstva, imajo določen vpliv, vendar je v primerjavi z M/B vrednostjo skoraj zanemarljiv.

### **3.3.3 Dolgoročni vpliv na delež dolga v strukturi kapitala**

Izdaje lastniških vrednostnih papirjev vplivajo na kratkoročno spremembo deleža dolga v strukturi kapitala. Naslednje vprašanje je, če so ti vplivi dolgoročni ali gre zgolj za kratkoročen pojav, ki je hitro odpravljen.

Za rešitev vprašanja avtorja vpeljeta novo spremenljivko, ki zavzame visoke vrednosti, če se je podjetje financiralo, ko so bile tržne vrednosti v primerjavi s knjižnimi visoke, in obratno.<sup>8</sup> Nova spremenljivka je primerna, saj daje veliko težo večjim in bolj vplivnim finančnim odločitvam. Poleg omenjene spremenljivke uporabita tudi spremenljivke iz prejšnjega poglavja in štiri nove: dve spremenljivki, ki se nanašata na dividendno politiko, ter po eno, ki se nanaša na amortizacijo oziroma vlaganje v raziskave in razvoj.

Ugotovita, da imajo določen vpliv na strukturo kapitala mladega podjetja številne omenjene spremenljivke, nekatere močnejši, druge šibkejši, vendar se s staranjem podjetja vpliv številnih spremenljivk izgublja. Tehtano povprečje M/B vrednosti ima skozi celotno obdobje močan vpliv na strukturo kapitala podjetja (negativna povezava z deležem dolga); opredmetena sredstva imajo pozitivno povezavo z deležem dolga, vendar nizko razlagalno moč; dobičkonosnost je negativno povezana z deležem dolga, a se pomen dobičkonosnosti na strukturo kapitala s staranjem podjetja povečuje; velikost podjetja je pozitivno povezana z deležem dolga, vendar njen pomen s staranjem podjetja upada. Ostale spremenljivke imajo zelo nizko razlagalno moč variance deleža dolga v strukturi kapitala, zato jih ne bom niti izpostavljajal.

S staranjem podjetja (oddaljevanje od dneva prve javne ponudbe lastniških vrednostnih papirjev), pa postajajo pretekle finančne odločitve in zmožnost zadrževanja dobičkov vse bolj pomemben pokazatelj strukture kapitala. Pretekle finančne odločitve so posledica M/B vrednosti, medtem ko so zadržani dobički odvisni od dobičkonosnosti podjetja.

---

<sup>8</sup> Spremenljivka je tehtano povprečje zunanjega financiranja ob upoštevanju market-to-book vrednosti.

### 3.3.4 Vztrajnost

Na podlagi predhodnih ugotovitev, da visoke M/B vrednosti znižajo delež dolga v strukturi kapitala na kratki rok in da je struktura kapitala zrelega podjetja v največji meri odvisna ravno od M/B vrednosti v času obstoja podjetja, lahko sklepam, da je vpliv M/B vrednosti zelo vztrajen.

Z dodatno analizo podatkov avtorja zaključita, da imajo pretekle tržne vrednosti lastniških vrednostnih papirjev visok in vztrajen vpliv na strukturo kapitala podjetja.

### 3.4 Potrditev teorije

**Huang in Ritter** (2005) potrdita večino ugotovitev Bakerja in Wurglerja. V svojem delu preučujeta vzorce zunanjega financiranja podjetij. Skladno s teorijo tempiranja trga izpostavita, da velika ameriška podjetja uporabljajo lastniške vrednostne papirje kot vir financiranja, ko so njihovi stroški nizki (tržna cena visoka). Manjša in razvijajoča se podjetja pa se zanašajo večinoma na zunanje financiranje v obliki dolga. Izdajanje lastniških vrednostnih papirjev je za ta podjetja omejeno predvsem na obdobja nizkih stroškov vrednostnih papirjev. Z razliko od Bakerja in Wurglerja avtorja trdita, da obstaja nek ciljni delež dolga v strukturi kapitala, vendar je proces približevanja k njemu dolgotrajen. Izdajanje lastniških vrednostnih papirjev v času nizkih stroškov ima tako po njunem mnenju dolgoročen in močan vpliv na strukturo kapitala podjetja.

### 3.5 Altijev (2006) pogled na teorijo tempiranja trga

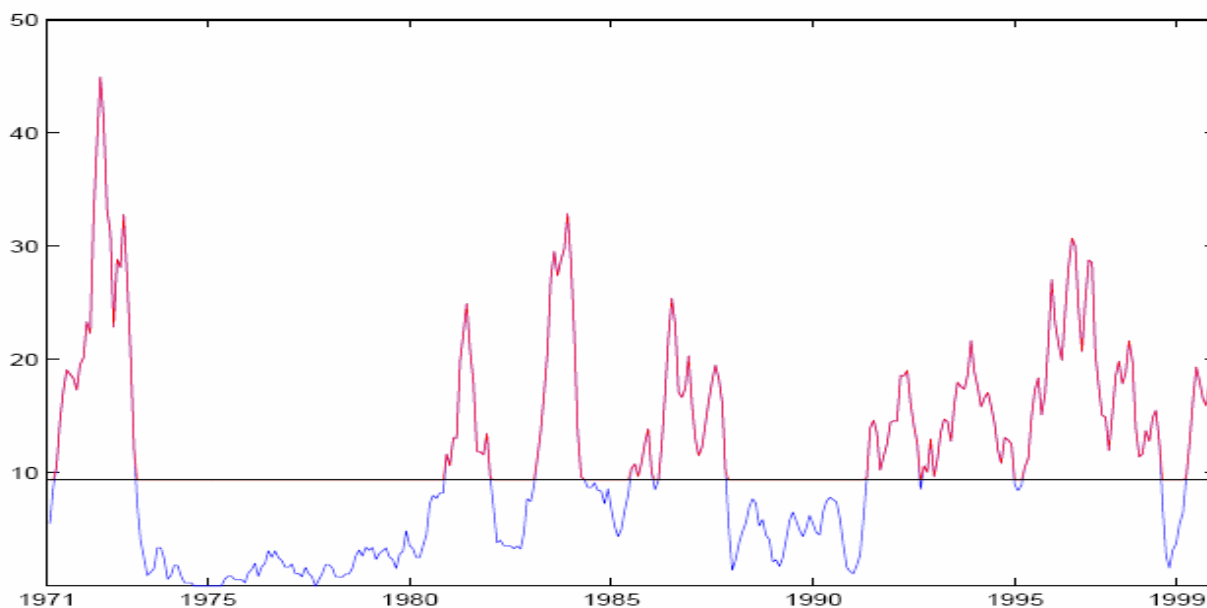
Altijev pogled na teorijo tempiranja trga se razlikuje od ugotovitev prejšnjih avtorjev. Alti uporablja podobne podatke kot Baker in Wurgler, in sicer podjetja, ki so navedena v COMPUSTAT bazi v obdobju od začetka 70. let do konca stoletja, vendar zaradi svojega izvirnega pristopa k opazovanju podjetij pride do posebnih zaključkov. Osredotoča se na opazovanje prvih javnih ponudb lastniških vrednostnih papirjev.

#### 3.5.1 Vroči in hladni trgi

Alti definira vroče in hladne trge glede na število mesečnih prvih javnih ponudb lastniških vrednostnih papirjev. Opazuje drsečo sredino števila prvih javnih ponudb lastniških vrednostnih papirjev, ki jo nato še dodatno prilagodi, in označi kot vroče trge (ang. hot markets) tiste, pri katerih je drseča sredina števila prvih javnih ponudb nad mediano, in kot hladne trge (ang. cold markets) tiste, pri katerih je ista drseča sredina pod mediano. Zaradi izvirnega pristopa pri ločevanju podjetij na tiste, ki so prvo javno ponudbo opravila v vročih mesecih, in tiste, ki so ponudbo opravila v hladnih, avtor uspe vzpostaviti okolje, ki mu bo pomagalo pri kasnejši raziskavi.



Slika 1: Prilagojena drseča sredina števila prvih javnih ponudb lastniških vrednostnih papirjev v obdobju od 1971 – 2002. Na osi Y je mesečno število prvih javnih ponudb, na osi X je čas.



Vir: Altı, A. (2006). *How Persistent Is the Impact of Market Timing on Capital Structure*, str. 9.

S slike je razvidno, da se število prvih javnih ponudb v vročih mesecih močno razlikuje od števila ponudb v hladnih mesecih. V tem obdobju se je zgodilo 2.200 prvih javnih ponudb, od tega 86 odstotkov v vročih mesecih in 14 odstotkov v hladnih mesecih.

### 3.5.2 Tempiranje trga in vpliv na strukturo kapitala

Altı v sklopu preučevanja teorije tempiranja trga poskuša dokazati predpostavko, da podjetja, ki opravijo prvo javno ponudbo lastniških vrednostnih papirjev v času vročih mesecev, izdajo več lastniškega kapitala kot podjetja, ki to storijo v hladnih mesecih. Kot mero za velikost novega lastniškega kapitala izbere sredstva pridobljena s prvo javno ponudbo primerjana z velikostjo osnovnih sredstev pred prvo javno ponudbo.

Pozitiven razplet (pridobljenih več denarnih sredstev) prvih javnih ponudb v času vročih mesecev avtor pripiše višjim tržnim cenam lastniških vrednostnih papirjev v primerjavi s knjižno vrednostjo in večjemu številu izdanih vrednostnih papirjev, kar je skladno z Bakerjevimi in Wurglerjevimi ugotovitvami.

Avtor išče razloge, zakaj nekatera podjetja<sup>9</sup> sploh izdajo več lastniškega kapitala, kot bi bilo potrebno. Odgovor poskuša poiskati na več različnih področjih. Preučuje delež dolga v strukturi kapitala pred prvo javno ponudbo in ugotovi, da so za obe skupini podjetij (vroča in hladna) značilni podobni deleži, torej prevelika zadolženost »vročih« podjetij ni razlog za presežno prvo javno ponudbo. Naslednja možna razlaga je, da podjetja, ki opravijo prvo javno

<sup>9</sup> Tista, ki opravijo prvo javno ponudbo v vročih mesecih.

ponudbo v vročih mesecih, rastejo hitreje in potrebujejo več denarja za financiranje svojih investicij, kar se tudi izkaže za napačen sklep, saj je njihova rast celo počasnejša od ostalih podjetij. Avtor ne opazi razlik, ki bi lahko prispevale k drugačnemu obnašanju obeh skupin podjetij.

Zanimiva je primerjava dobičkonosnosti obeh skupin podjetij: »vroča« podjetja so manj dobičkonosna tako pred prvo javno ponudbo kot po njej. Veliko manj dobičkonosnih podjetij mora opraviti prvo javno ponudbo v dobrih tržnih razmerah (vroči meseci), saj drugače ne bi uspela uspešno opraviti ponudbe.

Naslednja razlika med skupinama podjetij je opazna pri njuni dividendni politiki. »Vročna« podjetja v letu prve javne ponudbe izplačajo veliko več dividend kot ostala. Dividende so v veliki meri izplačane z uporabo denarnih sredstev, pridobljenih v prvi javni ponudbi, kar je še en pokazatelj, da podjetja, ki opravijo prvo javno ponudbo v vročih mesecih, poskušajo tempirati trg in izkoristiti trenutne ugodne finančne pogoje.

### **3.5.3 Vztrajnost vpliva tempiranja trga**

Alti ugotovi, da se delež dolga v strukturi kapitala po opravljeni prvi javni ponudbi lastniških vrednostnih papirjev zmanjša v obeh skupinah podjetij, vendar je za »vroča« podjetja to znižanje še bolj občutno. »Vročna« podjetja imajo prvo leto po prvi javni ponudbi nižji delež dolga v strukturi kapitala. Avtor nato poskuša ugotoviti, če je to stanje vzdržno.

Avtor zavrne dolgoročnost vpliva vročih mesecev na strukturo kapitala podjetja. V prvih dveh letih po prvi javni ponudbi lastniških vrednostnih papirjev učinek izdaje v vročih mesecih popolnoma izgine.

### **3.5.4 Preobrat**

Avtor opiše, kako poteka preobrat, omenjen v prejšnjem odstavku, in zakaj vpliv izdaje lastniških vrednostnih papirjev v vročih mesecih hitro izgine. Izpostavi, da »vroča« podjetja v letih po prvi javni ponudbi povečajo zadolženost, saj so zaradi prevelike izdaje lastniških vrednostnih papirjev postala premalo zadolžena in so se na ta način oddaljila od ciljne strukture kapitala. Alti izpostavi, da obstaja ciljna struktura kapitala podjetja, in zavrne idejo, da se struktura kapitala podjetja oblikuje izključno prek poskusov tempiranja trga.

»Vročna« podjetja v prvih dveh letih po opravljeni prvi javni ponudbi močno povišajo delež dolga v strukturi kapitala podjetja (izdajajo občutno več lastniških vrednostnih papirjev) in znižajo izdajanje lastniških vrednostnih papirjev, medtem ko ostala podjetja v naslednjih letih ne povzročijo večjih sprememb v strukturi kapitala, saj so z doseženim deležem dolga zadovoljna.

### **3.6 Končni sklep**

V sklopu poglavja sem pregledal tri dela, ki neposredno razvijajo teorijo tempiranja trga, in izpostavil ugotovitve posameznih avtorjev. Vsi avtorji se strinjajo, da tempiranje trga povzroča kratkotrajne učinke na strukturo kapitala podjetja (močno zniža delež dolga v strukturi kapitala), medtem ko se pogled avtorjev na obdobje trajanja učinka tempiranja trga razlikuje.

## **4 KRITIKA TEORIJE TEMPIRANJA TRGA**

V poglavju bom poskusil ovrednotiti teorijo tempiranja trga. Izpostaviti želim njene prednosti in potencialne pomanjkljivosti, ki sem jih opazil pri raziskovanju tega področja teorije strukture kapitala.

Glavna prednost teorije tempiranja trga je njena visoka povezanost z realnim finančnim okoljem. Zagovorniki omenjene teorije raziskujejo realne dogodke na finančnih trgih in ne gradijo navideznih modelov, s katerimi bi lahko v specifičnih pogojih opisali oblikovanje strukture kapitala. Izpostaviti je potrebno dejstvo, da je obdobje nastajanja teorije tempiranja trga povezano z ugodnimi pogoji na finančnih trgih in pod izrazitim vplivom le – teh (visoke M/B vrednosti).

Pozitivna prednost teorije je tudi njena relativna preprostost, in sicer poudarjanje, da podjetja pri oblikovanju svoje strukture kapitala upoštevajo trenutne tržne razmere. Podjetja izdajajo lastniške vrednostne papirje, ker je trenutna tržna cena vrednostnih papirjev ugodna, in na ta način izkoriščajo finančne trge v svojo korist. Izdajanje lastniških vrednostnih papirjev teorija tempiranja trga ne enači z notranjimi razlogi v podjetju (asimetrija informacij), temveč zgolj z zunanji dejavniki.

Kritiko teorije je tako mogoče poiskati ravno v njeni preprostosti, saj ne upošteva notranjih dejavnikov podjetja pri oblikovanju strukture kapitala. Teorija vsa podjetja posplošuje v isto skupino in za vsa predvideva enako obnašanje, kar je sicer ugodno s stališča opazovanja vseh podjetij, vendar lahko privede do napak pri razlaganju strukture kapitala posameznega podjetja, saj se lahko posamezno podjetje sooča s povsem različnimi problemi kot povprečno podjetje na trgu (stroški finančne stiske oziroma stečaja, investicijske priložnosti).

Kot naslednje bi rad izpostavil Bakerjevo in Wurglerjevo tezo, da je struktura kapitala predvsem posledica preteklih tržnih razmer in poskusov tempiranja trga s strani podjetja. To radikalno trditev so ostali avtorji nekoliko omilili in predpostavljali nek optimalen oziroma vsaj ciljen delež dolga v strukturi kapitala. Upoštevanje zgolj tržnih razmer in reakcija nanje bi lahko pripeljala podjetje do ekstremnih pogojev, v katerih bi bilo financirano izključno z lastniškim oziroma dolžniškim kapitalom.

Kot zadnje bi rad izpostavil še odnos med vlagatelji in podjetji, ki ga predvideva teorija tempiranja trga. Teorija predpostavlja tekmovalni odnos med obema skupinama, saj uspešno tempiranje trga s strani podjetja povzroči podpopprečne donose s strani vlagateljev, kar je še posebej očitno pri izdajanju novih lastniških vrednostnih papirjev v času visokih tržnih cen. Menim, da bi tudi v tem pogledu teorija tempiranja trga potrebovala popravek, saj večina podjetij zasleduje oziroma si želi zadovoljstva svojih lastnikov, ki pa je ob uspešnem tempiranju trga lahko ogroženo.

## **5 TEORIJA TEMPIRANJA TRGA IN TRENUTNE RAZMERE NA SVETOVNIH FINANČNIH TRGIH**

V poglavju bom poskusil ugotoviti, če je izsledke teorije tempiranja trga mogoče uspešno opaziti tudi v trenutnih finančnih razmerah. V času pisanja diplomskega dela vlada na svetovnih finančnih trgih kriza, ki izvira iz ameriškega trga hipotekarnih posojil. Zaradi nezaupanja vlagateljev v finančni sistem se obrestne mere za vse vrste posojil višajo, kar otežuje podjetjem dostop do dolžniških virov financiranja. Poleg tega pa so cene lastniških vrednostnih papirjev na vseh razvitih svetovnih finančnih trgih nizke. Pogoji na finančnih trgih so tako popolnoma različni od tistih, ki so vladali ob koncu 20. stoletja in ki so imeli pomemben vpliv na Bakerja in Wurglerja ob oblikovanju svojega dela.

### **5.1 Prve javne ponudbe lastniških vrednostnih papirjev**

V prvi polovici leta 2008 je opravilo prvo javno ponudbo lastniških vrednostnih papirjev le 333 podjetij po svetu, medtem ko je v istem obdobju lanskega leta znašalo to število 702. Število prvih javnih ponudb je tako v letošnjem letu v svetovnem merilu najnižje po letu 2003 in višina denarnih sredstev, ki so jih zbrala podjetja s prvimi javnimi ponodbami v prvi polovici leta 2008, je na najnižjem nivoju po letu 2005. Prvič po letu 1978 se je zgodilo, da skladom tveganega kapitala v ZDA ni uspelo opraviti javne ponudbe za nobeno podjetje v njihovi lasti. Vsaj 166 podjetij po svetu je preklicalo ali vsaj odložilo namero za prvo javno ponudbo lastniških vrednostnih papirjev, kot glavni razlog za to početje pa navajajo neugodne razmere na finančnih trgih. (Hester & Ortega, 2008)

Najodmevnejša prva javna ponudba lastniških vrednostnih papirjev, ki se je zgodila leta 2008, je ponudba s strani podjetja Visa Inc. Ponudba je druga največja prva javna ponudba vseh časov in jo lahko glede na razmere označimo kot zelo uspešno (Hester & Ortega, 2008).

V Sloveniji je v letu 2008 potekala prva javna ponudba lastniških vrednostnih papirjev Pozavarovalnice Save d.d., ki je potekala z veliko manj zanimanja in manj uspešno, kot je bilo značilno za že omenjeno ponudbo Nove KBM d.d. (Gibanje cen vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi, 2008).

## 5.2 Odkupi lastniških vrednostnih papirjev

Veliko podjetij se v trenutnih finančnih razmerah odloča za odkup svojih lastniških vrednostnih papirjev, saj številna podjetja tudi v letu 2008 uspejo povečevati dobičke iz poslovanja, medtem ko se cena lastniških vrednostnih papirjem niža. Uspešna podjetja se tako v letu 2008 odločajo za številne odkupe svojih lastniških vrednostnih papirjev. Med podjetja, ki so se odločila za odkup lastniških vrednostnih papirjev v letu 2008, sodijo med drugim tudi: Siemens, Daimler, Aetna, L'Oreal, Pepsi Bottling Group, Qualcomm, Reuters, IBM, Amazon.com in številna druga (Objave odkupov lastniških vrednostnih papirjev v letu 2008,2008).

## 5.3 Drugačna realnost

Medtem ko so opisana dejanja v skladu z ugotovitvami teorije tempiranja trga, saj podjetja zadržujejo izdajanje lastniških vrednostnih papirjev in odkupujejo le-te v času nizkih tržnih cen, pa ne moremo trditi, da se na vseh tržnih segmentih v trenutni finančni krizi odvijajo dejanja v skladu z omenjeno teorijo. Odklon od zelenega stanja, torej zasledovanja teorije tempiranja trga, je najbolj očiten pri podjetjih s segmenta trga, ki je najbolj prizadet zaradi finančne krize, to je finančni sektor. Podjetja (komercialne in investicijske banke, zavarovalnice in ostala), ki sodijo v ta sektor, se morajo posluževati finančnih prijemov, ki so v nasprotju s teorijo tempiranja trga. Kljub naporom centralnih bank po svetu, ki so v zadnjem letu zniževale ključno obrestno mero (ameriška, angleška, kanadska centralna banka) in posojale dodatna likvidna sredstva podjetjem v sektorju (večina najpomembnejših centralnih bank), se problemi teh podjetij niso uspeli rešiti. Podjetja so bila in so še primorana k dejanjem, ki so v nasprotju s teorijo tempiranja trga (izdajanje lastniških vrednostnih papirjev v času nizkih tržnih vrednosti), saj imajo otežen dostop do denarnih sredstev zaradi poviševanja stroškov zadolževanja, hkrati pa se soočajo s potencialno finančno stisko. Ukrepi so skrajni, vendar omogočajo tem podjetjem preživetje in nadaljevanje njihovega poslovanja. Med podjetji (banke), ki so bila v letošnjem letu primorana zagotavljati si sredstva prek izdajanja lastniških vrednostnih papirjev za pokrivanje izgube iz poslovanja, naj omenim naslednja: Citigroup, Merrill Lynch, Lehman Brothers, UBS, Royal Bank of Scotland in ostale (Rossingh, 2008).

Finančnih odločitev bank ni mogoče opredeliti kot zasledovanje tempiranja trga, saj so primorane izdajati lastniške vrednostne papirje v neugodnih tržnih razmerah. Reakcije bank in izdajanje lastniških vrednostnih papirjev v teh razmerah bolje opisuje teorija vrstnega reda. Banke imajo izgube, novega dolga si ne morejo pridobiti zaradi visokih cen dolga oziroma povečevanja stroškov finančne stiske, zato so primorane izdajati lastniške vrednostne papirje. Potrebo po novem kapitalu, ki ga banke pridobivajo z izdajanjem lastniških vrednostnih papirjev, pa poleg izgub povečujejo še stroga pravila, ki urejajo delovanje finančnih institucij in določajo minimalno kapitalsko ustreznost.

Večina podjetij lahko tudi v sklopu trenutnih tržnih pogojev v določeni meri zasleduje ugotovitve teorije tempiranja trga, saj zadržujejo izdajo lastniških vrednostnih papirjev oziroma odkupujejo le-te. Teorija tempiranja trga pa ne drži v primeru finančnih podjetij, saj so izpostavljena visokim pritiskom (možnost finančne stiske oziroma stečaja, zmanjšano posojanje sredstev med podjetji), ki jih teorija tempiranja trga nekako ne predvideva.

Zanimivo je dejstvo, da je teorijo tempiranja trga mogoče uporabljati v trenutnih finančnih razmerah, saj so avtorji teorijo oblikovali v obdobju naraščajočih cen lastniških vrednostnih papirjev. Teorijo tempiranja trga lahko tako izpostavimo kot zelo univerzalno pri opisovanju dobrih ali slabih razmer na trgih lastniških vrednostnih papirjev (visoke ali nizke M/B vrednosti). Njena uporabnost je omejena zgolj v ekstremnih primerih, ki pa so zelo redki.

## **SKLEP**

V diplomskem delu sem poskusil čim boljše zasledovati svoj namen, ki sem ga izpostavil v uvodu, to je natančna predstavitev teorije tempiranja trga. Predstavitev sem oblikoval postopoma po posameznih poglavjih.

Bistvo prvega poglavja je oblikovanje širšega okvira, v katerega sem nato umestil teorijo tempiranja trga. Predstavil sem pet ostalih teorij strukture kapitala in povzel njihove osnovne značilnosti. Poudarim lahko, da so si teorije medsebojno malo podobne, kar priča o izrazito širokih možnostih pri preučevanju strukture kapitala.

Namen naslednjega poglavja je bil pripraviti nekakšen uvod za osrednji del naloge. Predstavil sem dela številnih avtorjev, ki sem jih razdelil v naslednje tematske sklope: raziskave, ki kažejo vpliv cene lastniških vrednostnih papirjev na finančne odločitve podjetij (izdaja, odkup vrednostnih papirjev); raziskave, ki povzemajo vpliv cene lastniških vrednostnih papirjev na njihovo donosnost; raziskave, ki tehtajo zaznavanje dobičkov podjetij s strani vlagateljev in njihov vpliv na izdajanje vrednostnih papirjev, ter nazadnje raziskave, ki neposredno sprašujejo menedžerje podjetij o njihovih finančnih odločitvah. V poglavju sem izpostavil, da veliko avtorjev opazi poskuse tempiranja trga pri finančnih odločitvah podjetja.

Osrednje poglavje je osnovano okrog treh strokovnih člankov, ki neposredno razvijajo teorijo tempiranja trga. Izpostavil sem ugotovitve avtorjev in načine ter postopke njihovih raziskav. Avtorji preučujejo kratkoročne vplive tempiranja trga na strukturo kapitala podjetja in opazijo občutno znižanje deleža dolga v strukturi kapitala podjetja po opravljeni prvi javni ponudbi lastniških vrednostnih papirjev. Naslednje vprašanje, ki si ga postavljajo, je dolgoročnost vpliva uspešnega tempiranja trga na strukturo kapitala podjetja. Avtorji si pri tem vprašanju niso enotni, razlike v svojih odstopanjih pa ustrezno argumentirajo.

Raziskave avtorjev potrjujejo osnovno idejo teorije tempiranja trga, in sicer izdajanje lastniških vrednostnih papirjev v času visokih tržnih cen, kar povzroči spremembe v strukturi kapitala podjetja. Temeljno vprašanje ostaja, ali obstaja ciljna struktura kapitala podjetja. Medtem ko Baker in Wurgler zavrmeta obstoj ciljne strukture kapitala, pa ostala dva avtorja trdita, da je za podjetja značilen nek dolgoročni cilj pri oblikovanju strukture kapitala.

V naslednjem poglavju sem izrazil svoj pogled na teorijo tempiranja trga. Izpostavil sem prednosti teorije: opisovanje realnih dogodkov in relativno preprostost ideje teorije ter opozoril na določene pomanjkljivosti: neupoštevanje posameznih lastnosti podjetja (možnost finančne stiske in prilagajanje strukture kapitala) in poudarjanje pretirane tekmovalnosti med podjetjem in vlagatelji.

Zadnje poglavje sem namenil umestitvi teorije tempiranja trga v trenutno finančno okolje in ugotovil, da je teorijo mogoče v veliki meri uporabiti za komentiranje dogodkov, ki trenutno potekajo. Teorija ni primerna le za razlago odločitev, ki jih sprejemajo podjetja v finančnem sektorju, ki je v trenutni finančni krizi pod najvišjim pritiskom.

## Literatura in viri

1. Alti, A. (2006). How Persistent Is the Impact of Market Timing on Capital Structure. *The Journal of Finance*, 61 (4), 1681 – 1710.
2. Asquith, P. & Mullins, D.W. (1986). Equity Issues and Offering Dilution. *Journal of Financial Economics*, 15 (1 – 2), 61 – 89.
3. Baker, M. & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57 (1), 1 – 32.
4. Brav, A. & Gompers, P.A. (1997). Myth or Reality? The Long – run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture Capital and Nonventure Capital – backed Companies. *The Journal of Finance*, 52 (5), 1791 – 1821.
5. Brounen, D., de Jong, A. & Koedijk, K. (2004). Corporate Finance in Europe Confronting Theory with Practice. Najdeno 4. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://repub.eur.nl/publications/index/529482346/>.
6. Brounen, D., de Jong, A. & Koedijk, K. (2006). Capital structure policies in Europe: Survey Evidence. *Journal of banking & finance*, 30, 1409 – 1442.
7. Denis, D.J. & Sarin A. (2001). Is the Market Surprised by Poor Earnings Realizations Following Seasoned Equity Offerings?. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 36 (2), 169 – 193.
8. Dittmar, A. & Thakor, A. (2007). Why Do Firms Issue Equity?. *The Journal of Finance*, 62 (1), 1 – 54.
9. *Gibanje cen vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi*. Najdeno 1. julija 2008 na naslovu <http://www.ljse.si>
10. Graham, J.R. & Harvey, C.R. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 60 (2 – 3), 187 – 243.
11. Hester, E. & Ortega, E. (2008). *IPOs Fall to Five-Year Low as Global Economy Slows*. Najdeno 1. julija 2008 na spletnem naslovu <http://bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aP8Ts6tW4Byw&refer=home>.



12. Hovakimian, A., Opler, T. & Titman, S. (2001). The Debt – Equity Choice. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 36 (1), 1 – 24.
13. Huang, R. & Ritter, J.R. (2005). Testing the Market Timing Theory of Capital Structure. Najdeno 4. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.fma.org/Chicago/Papers/MarketTimingCapitalStructure.pdf>.
14. Ikenberry, D., Lakonishok, J. & Vermaelen, T. (1995). Market Underreaction to Open Market Share Repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39 (2 – 3), 181 – 208.
15. Jegadeesh, N. (2002). Long – term Performance of Seasoned Equity Offerings. Benchmark Errors and Biases in Expectations. *Financial Management*, 29 (3), 5 – 30.
16. Jung, K., Kim, Y.C. & Stulz, R.M. (1996). Timing, Investment Opportunities, Managerial Discretion, and the Security Issue Decision. *Journal of Financial Economics*, 42 (2), 159 – 185.
17. Korajczyk, R., Lucas, D. & McDonald, R. (1992). Equity Issues with Time Varying Asymmetric Information. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 27 (3), 397 – 417.
18. Marsh, P. (1982). The Choice Between Equity and Debt: an Empirical Study. *The Journal of Finance*, 37 (1), 121 – 144.
19. Mramor, D. (2002). *Teorija poslovnih financ.* (2. natis) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
20. Myers, S.C. (1984). Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39 (3), 187 – 221
21. *Objave odkupov lastniških vrednostnih papirjev v letu 2008.* Najdeno 15. julija 2008 na spletnem naslovu [http://theonlineinvestor.com/buybacks/jun\\_08\\_archive/](http://theonlineinvestor.com/buybacks/jun_08_archive/).
22. Paganno, M., Panetta, F. & Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Study. *The Journal of Finance*, 53 (1), 27 – 64.
23. Rajan, R.G. & Servaes, H. (1997). Analyst Following the Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 52 (2), 507 – 529.

24. Ritter, J.R. (1998). Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*, 2 (1), 5 – 30.
25. Rossingh, D. (2008). *No Wall Street Credit Seizure*. Najdeno 15. julija 2008 na spletnem naslovu <http://bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=a7P5YWSrr1ec&refer=home>.
26. Speiss, D.K & Affleck – Graves, J. (1995). Underperformance in Long – run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics*, 38 (3), 243 – 267..
27. Taggart, R.A. (1977). A Model of Corporate Financing Decisions. *The Journal of Finance*, 32 (5), 1467 – 1484.
28. Teoh, S.H., Welch, I. & Wong, T.J. (1998). Earnings Management and the Long – run Market Performance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics*, 50 (2), 63 – 99.

## **Slovar slovenskih prevodov tujih izrazov**

<b>Agreement theory</b>	Teorija strinjanja
<b>Cold market</b>	Hladen trg
<b>Earnings per share</b>	Dobiček na delnico
<b>Hot market</b>	Vroč trg
<b>Initial public offering</b>	Prva javna ponudba lastniških vrednostnih papirjev
<b>Market – to – book ratio</b>	Razmerje med tržno in knjižno ceno
<b>Market timing</b>	Tempiranje trga
<b>Pecking – order theory</b>	Teorija vrstnega reda
<b>Repurchase</b>	Odkup lastniških vrednostnih papirjev
<b>Seasoned equity offering</b>	Nadaljnja izdaja lastniških vrednostnih papirjev
<b>Trade – off theory</b>	Teorija izključevanja, neoklasična teorija