

Univerza v Ljubljani
EKONOMSKA FAKULTETA
PODIPLOMSKI ŠTUDIJ
PODJETNIŠTVO

MAGISTRSKO DELO

VEDENJSKE FINANCE IN FINANČNO UPRAVLJANJE MALIH
IN SREDNJIH PODJETIJ

Ljubljana, september, 2006

Boris Milikič

IZJAVA

Boris Milikič izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Dušana Mramorja, in skladno s 1. odstavkom 21.člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, 1. 9. 2006

Podpis: _____

UVOD	1
1 RAZVOJ FINANČNE TEORIJE	3
1.1 TRADICIONALNA FINANČNA TEORIJA	3
1.1.1 Struktura kapitala.....	4
1.1.2 Politika dividend.....	4
1.2 SODOBNA FINANČNA TEORIJA.....	5
1.2.1 Ekonomični človek.....	6
1.2.2 Teorija pričakovane koristnosti	6
1.2.3 Hipoteza učinkovitega trga kapitala	7
1.2.4 Model določanja cen dolgoročnih naložb.....	9
1.2.5 Arbitražna teorija cen.....	9
1.3 DRUGE TEORIJE	10
1.3.1 Teorija agentov.....	10
1.3.2 Post Keynesanska teorija	11
1.3.3 Teorija delavskega upravljanja podjetij.....	11
2 VPLIV SODOBNE FINANČNE TEORIJE	11
2.1 VELIKA PODJETJA	11
2.1.1 Vladanje delniških družb.....	12
2.1.2 Struktura kapitala.....	13
2.1.3 Politika dividend.....	14
2.2 MALA IN SREDNJA PODJETJA.....	14
2.2.1 Definicija malih in srednjih podjetij.....	16
2.2.2 Finančni življenjski cikel malih in srednjih podjetij.....	18
2.2.3 Vodenje malih in srednjih podjetij	19
2.2.4 Struktura kapitala.....	20
2.2.5 Politika izplačil	22
3 KRITIKA SODOBNE FINANČNE TEORIJE	23
3.1 KRITIKA EKONOMIČNEGA ČLOVEKA.....	23
3.2 KRITIKA TEORIJE PRIČAKOVANE KORISTNOSTI	24
3.3 KRITIKA HIPOTEZE UČINKOVITEGA TRGA KAPITALA	24
3.3.1 Uganka dividend.....	25
3.3.2 Velik obseg trgovanja	26
3.3.3 Uganka premije za lastniški kapital.....	26
3.3.4 Uganka prekomerne nestanovitnosti	28
3.4 NEPRAVILNOSTI OCENJEVANJA TVEGANJA DOLGOROČNIH NALOŽB	28
3.4.1 Dolgoročni preobrat.....	28
3.4.2 Moment	29
3.4.3 Multiplikatorji razmerij.....	29
3.4.4 Učinek malega podjetja	30
3.5 NEPRAVILNOSTI HIPOTEZE UČINKOVITEGA TRGA KAPITALA.....	30
3.5.1 Enakost cen.....	31
3.5.2 Napovedljivost cene	31
3.6 OMEJENOST ARBITRAŽE.....	31
3.7 DRUGE NEPRAVILNOSTI	32
4 VEDENJSKE FINANCE.....	32
4.1 ZGODOVINA VEDENJSKIH FINANC.....	33
4.2 SODOBNE FINANCE PROTI VEDENJSKIM FINANCIAM	33
4.3 PSIHOLOŠKE PODLAGE.....	34
4.3.1 Pristranskosti pri presoji	34

4.3.2 Napake zaradi preferenc	40
4.3.3 Teorija izgledov	43
5 VPLIV VEDENJSKIH FINANC.....	47
5.1 GLAVNI VPLIVI.....	47
5.1.1 RACIONALNI MANAGERJI IN NERACIONALNI INVESTITORJI	47
5.1.2 NERACIONALI MANAGERJI IN RACIONALNI INVESTITORJI.....	48
5.1.3 TEORIJA TEMPIRANJA TRGA.....	48
5.2 VLADANJE PODJETJEM	49
5.2.1 Velika podjetja	49
5.2.2 Mala in srednja podjetja.....	51
5.3 STRUKTURA KAPITALA.....	52
5.3.1 Velika podjetja	53
5.3.2 Mala in srednja podjetja.....	54
5.4 IZDAJA LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV	54
5.4.1 Prva javna ponudba.....	55
5.4.2 Začetna podcenjenost	55
5.4.3 Cikličnost v številu IPO in donosnostih	59
5.4.4 Slabša dolgoročna učinkovitost	61
5.4.5 Razlike v prvi javni ponudbi med ZDA in Evropo	62
5.4.6 Velika podjetja	63
5.4.7 Mala in srednja podjetja.....	63
5.5 IZPLAČILA	64
5.5.1 Delniške družbe.....	64
5.5.2 Mala in srednja podjetja.....	66
SKLEP	67
LITERATURA IN VIRI.....	71
LITERATURA.....	71
VIRI.....	80
PRILOGE.....	I
TABELE	I
SLOVAR	III
SEZNAM OZNAK.....	V

UVOD

Managerji in njihove pristranskosti so v velikih podjetjih veliko bolj nadzorovani, kot v malih in srednjih podjetjih (MSP). Za razliko od velikih podjetij, v katerih je več možnosti nadzora, imajo MSP zelo omejen zunanji nadzor pri finančnem upravljanju. Zato je vpliv lastnikov in managerjev na vodenje in finančno upravljanje MSP enako ali še bolj pomemben, kot pri velikih podjetjih.

Začetki sodobne finančne teorije, katere soustvarjalci so bili Markovitz, Modigliani, Miller in Sharpe, segajo v 50. leta prejšnjega stoletja in še vedno predstavljajo jedro financ glavnega toka. V sodobni finančni teoriji so struktura kapitala in politika dividend ter investicijskih odločitev popolnoma neodvisne. Vendar pa izkušnje kažejo drugače. Investitorji zaradi svoje neracionalnosti vplivajo na tržno ceno delnice, ki ni vedno v skladu s temeljno vrednostjo lahko je precenjena ali podcenjena. Dolgoletna dilema v poslovnih financah je, zakaj podjetja izplačujejo svojim delničarjem dividende, čeprav so obdavčene z višjo davčno stopnjo kot kapitalski dobički in zakaj investitorji takšno neracionalno ravnanje nagradijo z višjimi cenami delnic. Investitorji tudi popolnoma ločeno obravnavajo donose dividend in kapitalskih dobičkov. Sodobna finančna teorija tega vprašanja ne zna pojasniti. Vedenjske finance za politiko dividend dajejo več razlag, saj neracionalnost investitorjev in njihove pristranskosti vplivajo na politiko dividend podjetij.

Teorija poslovnih financ na vrsti področij (vladanje podjetja, struktura kapitala, politika dividend, investicijske odločitve in prevzemno-združevalne dejavnosti podjetij) ni uspela doseči takšnega razvoja, ki bi omogočal reševanje poslovno finančnih vprašanj v praksi z uporabo obstoječih modelov. Odstopanja od realnosti oz. nepravilnosti so najbolj opazne na področju učinkovitosti trga kapitala. Te nepravilnosti razlagajo vedenjske finance, ki so v finančno teorijo uvedle ugotovitve psihologov in sociologov, še posebej v razmerah odločanja v negotovosti. Mnogi eksperimenti so pokazali, da je vedenje ekonomskih subjektov v razmerah negotovosti v nasprotju s predpostavkami sodobne finančne teorije o popolni racionalnosti. Zato vedenjske finance predlagajo uporabo modelov, v katerih ekonomski subjekti niso popolnoma racionalni.

Psihologa Kahneman in Tversky (1979) sta s teorijo izgledov ovrгла teorijo pričakovanj koristnosti, ki temelji na von Neumann-Morgensternovih (1967) aksiomih in je bila matematična podlaga za racionalno vedenje glede odločanja v negotovosti. Vedenjske finance so doživele razmah v zadnjih dveh desetletjih prejšnjega stoletja in tudi javno priznanje s podelitvijo nobelove nagrade I. 2002 prof. Kahnemanu za integriran vpogled v ekonomsko znanost z vidika psiholoških raziskav, posebno glede na človeško presojo in odločanje v negotovosti.

Vedenjske finance za razliko od sodobne finančne teorije, ki je normativna, opisujejo, kako se ljudje odločamo. Vpliv vedenjskih financ na trgovanje z vrednostnimi papirji (VP) oz. kako neracionalnost investorjev vpliva na tržno ceno VP je najbolj raziskan. Pojavlja pa se vprašanje, koliko neracionalnost investorjev in njihove hevristično vodene odločitve vplivajo na poslovne finance podjetij: na strukturo kapitala, politiko investiranja, izplačevanje dividend ipd.

Namen naloge je primerjava sodobne finančne teorije in vedenjskih financ ter ugotavljanje njihovih posledic oziroma vplivi na poslovne finance. Za razliko od velikih podjetij, imajo MSP poleg omejenega zunanjega nadzora pri finančnem odločanju tudi omejen dostop do finančnih trgov, tako do trgov lastniškega kot dolžniškega kapitala. V nalogi bom primerjal vpliv sodobnih in vedenjskih financ na poslovne finance in posebej na finančno upravljanje MSP.

Cilj naloge je:

- pregled kritik in nepravilnosti sodobne finančne teorije in rešitve vedenjskih financ,
- raziskava vplivov oziroma posledic sodobne finančne teorije in vedenjskih financ na poslovne finance in posebej na finančno upravljanje MSP.

Posledice oziroma vplivi bodo omejeni na upravljanje podjetja, strukturo kapitala, prvo izdajo delnic in politiko dividend.

Metode dela, ki jih bom pri pripravi magistrskega dela uporabil, temeljijo predvsem na proučevanju teorije, ki nam daje podlago za celovit pregled finančne teorije, in na empiričnih študijah, ki nam dajejo praktičen pogled na poslovne finance in finančno odločanje v primerih negotovosti. Pri izbiri metodološkega dela se bom naslonil na strokovno literaturo tujih in domačih avtorjev, vire, prispevke in članke z najnovejšimi teoretičnimi in praktičnimi spoznanji s področja sodobne finančne teorije, vedenjskih financ in poslovnih financ. Posebno pa se bom opiral na rezultate empiričnih študij, katerih rezultat je prikaz številnih nepravilnosti v sodobni finančni teoriji in rešitev, ki jih dajejo vedenjske finance. Spoznanja, ki so se pokazala kot uporabna v praksi bom poskušal prenesti v nalogo. Pri tem pa bom vključil tudi svoje znanje pridobljeno med študijem.

V prvem poglavju je opisan razvoj finančne teorije: tradicionalne, sodobne in drugih (post-Keynesova, teorija delavskega upravljanja in teorija agentov). Poudarek je na sodobnih financah in njihovih temeljnih gradnikih: teoriji pričakovane koristnosti, hipotezi učinkovitega trga kapitala in modelu določanja cen dolgoročnih naložb. V drugem poglavju je prikazan vpliv sodobne finančne teorije na poslovne finance in posebej na finančno upravljanje MSP. Prikazane so značilnosti financ MSP, ki se razlikujejo od poslovnih financ delniških družb, saj maksimiranje premoženja ni edini

cilj MSP. Na področju financiranja so razlike med malimi in velikimi podjetji najbolj opazne. Vpliv sodobne finančne teorije je omejen na vladanje delniških družb, strukturo kapitala in politiko dividend. V tretjem poglavju so prikazane kritika sodobne finančne teorije in njene nepravilnosti. Številne empirične študije so postavile pod vprašaj hipotezo učinkovitega trga kapitala (EMH), ki predpostavlja popolno racionalnost investorjev in je v tesni povezavi z modelom načrtovanja dolgoročnih finančnih naložb (CAPM). V četrtem poglavju sta opisana razvoj vedenjskih financ in primerjava sodobnih proti vedenjskim financam. Razvoj vedenjskih financ temelji na psiholoških podlagah in na odkritju številnih nepravilnosti sodobne finančne teorije, za katere vedenjske finance dajejo razlage. Matematično so vedenjske finance podprte tudi s teorijo izgledov. V sklepnem poglavju so prikazane posledice vedenjskih financ na poslovne finance in finance MSP. Prikazan je vpliv racionalnih in neracionalnih managerjev ter investorjev na poslovne finance in finance MSP. Posebej je prikazan vpliv na vladanje podjetij, strukturo kapitala, izdajo vrednostnih papirjev in izplačila dividend.

1 RAZVOJ FINANČNE TEORIJE

Razvoj finančne teorije je šel skozi več faz. Začetek prve faze oziroma razvoj tradicionalne finančne teorije sega v začetek prejšnjega stoletja in je trajal nekako do sredine prejšnjega stoletja. Osnovana je bila na praktičnih izkušnjah in iz njih izhajajočih pravilih. Sredi petdesetih let prejšnjega stoletja je začetek druge faze oziroma razvoja sodobne finančne teorije. Proti koncu prejšnjega stoletja so se razvile še druge teorije, ki so se uveljavile v praksi: teorija agentov, post-Keynesanska teorija in vedenjske finance.

1.1 TRADICIONALNA FINANČNA TEORIJA

Tradicionalni pristop k financam ali konvencionalna finančna teorija je bil pozitivističen v svoji naravi in bolj zbirka in pregled "pravil" za investitorje in managerje v procesu odločanja kot pa konsistentna in popolna razlaga vzrokov za finančne odločitve in njihove posledice. Cilj tradicionalnega pristopa k financam je odkriti finančne odločitve, ki so se izkazale kot dobre in praktične v daljšem obdobju, ter določiti značilnosti podjetij s podobnimi odločitvami. Raziskovalci in praktiki so se zavedali, da njihova odkritja niso univerzalno uporabna, da so podvržena prostoru in času (Mramor in Lončarski, 2002).

1.1.1 Struktura kapitala

Odločitev o strukturi kapitala je bila v prepričanju, da je za vsako podjetje značilna neka vrsta "normalne" zadolženosti, glede njegove značilno (Donaldson, 1961). Ker ni bilo mogoče ugotoviti kaj je "normalna" zadolženost, je odločitveni proces temeljil na izkušnjah in na "občutku" finančnih managerjev podjetja. Po drugi strani pa je odločitev "po občutku" temeljila na določenih "zlatih pravilih" financiranja in delno na vrednosti podjetja (vrednost nepremičnin), na pričakovani prihodnji zmožnosti odplačevanja dolgov, načina odplačevanja v preteklosti, itd.. Donaldson (1961, str. 113 -120), v empirični raziskavi ugotavlja, da so podjetja zelo skrbna pri določanju deleža dolga v celotni strukturi kapitala. Večji delež dolga od "normalnega" pomeni za podjetje višji razred tveganja tako pri lastniških kot pri dolžniških vrednostih papirjih in zahtevo finančnih investorjev za višjo donosnost lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev. To pomeni višje stroške kapitala in s tem nižjo tržno vrednost podjetja. Tradicionalna razlaga strukture kapitala tako zagovarja optimalno strukturo, katere posledica je večja tržna vrednost podjetja (Mramor, 2000, str. 88).

1.1.2 Politika dividend

Politika dividend je bila zelo jasna. Podjetje naj bi razdelilo toliko čistega dobička v obliki dividend kot je mogoče. Graham in Dodd (1951, str. 432) opisujeta poslovno prakso podjetij, po kateri se vrednotijo delnice z višjim multiplikatorjem za del donosa, ki je izplačan v obliki dividend, in z nižjim multiplikatorjem za nerazdeljeni dobiček. Investitorji verjamejo, da so prihodnji kapitalski donosi bolj negotovi kot dividende in je sedanjo vrednost nižja, kot vrednost dividend (Gordon, 1959). Vendar so pri tem nastajale tudi omejitve te dividendne politike: investitorji ne marajo zmanjševanja izplačil dividend, podjetja potrebujejo gotovino za njihovo izplačilo, dobre investicijske priložnosti zmanjšajo možnost izplačila dividend. Lintner (1956) je na podlagi empiričnih študij dogodkov postavil teoretični model delniške družbe glede na politiko dividend. Ugotovil je, da managerji resno upoštevajo njihov pomen za delničarje in spremenijo delež dividend ko so prepričani, da delničarji tako spremembo sprejemajo kot pozitivno. Podobno kot Gordon je tudi Lintner prišel do podobnih sklepov, da večina managerjev verjame, da delničarji dajejo prednost stalnim deležem za dividende, ki se odražajo v premiji na ceno delnice pri stabilni ali postopni rasti deleža za dividende.

1.2 SODOBNA FINANČNA TEORIJA

Sodobna finančna teorija se je razvila iz neoklasične ekonomske teorije, katere predpostavka je racionalno vedenje posameznikov. Soustvarjalci so bili:

- Kendall (1953), ki je v empirični študiji pokazal, da se cene vrednostnih papirjev gibljejo tako kot zaporedni nizi brez značilnega vzorca (wandering series);
- Modigliani in Miller (1958), ki sta zagovarjala vrednost podjetja neodvisno od strukture kapitala,
- Markovitz (1959) z uvedbo koncepta razpršitve premoženja;
- Sharpe (1964), Lintner (1965) in Mossin (1966), ki so posamično in skupaj razvili model določanja cen dolgoročnih naložb (capital asset pricing model - CAPM), ki povezuje tveganje in donosnost;
- Fama (1965) z objavo svoje disertacije in postavitvijo temeljev hipoteze učinkovitega trga (efficient markets hypothesis - EMH), v kateri trdi, da cena vrednostnih papirjev odraža vse informacije, bistvene za vrednotenje vrednostnih papirjev;
- Black in Scholes (1973), ki sta ob pomoči Mertona (1973) razvila model vrednotenja opcij;
- Ross (1976), ki je razvil arbitražno teorijo cen (APT) kot alternativo CAPM.

Prvi temelj sodobne finančne teorije je hipoteza učinkovitega trga kapitala, ki pravi, da so v sedanji ceni tržnega vrednostnega papirja zajete vse razpoložljive informacije. Drugi temelj je CAPM, ki opisuje mehanizem določanja vrednosti dolgoročnih naložb, pri katerem je zahtevana stopnja donosnosti dolgoročne naložbe enaka vsoti netvegane stopnje donosnosti in premije za tveganje te naložbe. To je razmerje med donosnostjo podjetja in trga, predstavlja pa tveganje za katero mora investitor dobiti dodatno premijo. EMH in CAPM sta notranje konsistentna in povezana v smislu, da drugi omogoča preverjanje prvega. Tretji temelj je teorija maksimiranja pričakovane koristnosti, ki sloni na von Neumann-Morgensternovih (1967) aksiomih o posameznikovi funkciji koristnosti.

Opisano dejansko pomeni, da sodobna finančna teorija temelji na sledečih predpostavkah (Mramor in Lončarski, 2002):

- I. Posamezniki se obnašajo popolnoma racionalno, kar pomeni:
 - a) posamezniki sprejemajo odločitve, ki maksimirajo njihovo bogastvo;
 - b) bogastvo je največje, ko je koristnost potrošnje največje;
 - c) vrednost finančnega premoženja se maksimira glede na pričakovani donos;
 - d) posamezniki so tveganju nenaklonjeni in za tveganje zahtevajo dodatni donos (risk premium).
- II. Za finančne trge in poslovanje veljajo še naslednje predpostavke:

- a) vse finančne naložbe so popolni substituti; ker investitorji trgujejo zaradi pričakovanih donosov, so cene odvisne samo od pričakovanih donosov, časovne premice in tveganja naložbe, kar pomeni, da ponudba in povpraševanje ne vplivata na ceno;
- b) trgi kapitalni so učinkoviti v informacijskem smislu; to pomeni, da se vse pomembne informacije odražajo v cenah finančnih naložb, torej finančne naložbe ne morejo biti precenjene ali podcenjene ampak se trguje pri "pošteni" vrednosti;
- c) podjetje upravljajo lastniki (delničarji), kar pomeni, da so cilji podjetja enaki ciljem delničarjev - maksimiranje vrednosti delnic.

1.2.1 Ekonomični človek

Ker je ekonomska aktivnost človekova dejavnost, sledi, da mora ekonomija biti postavljena na modelu človekovega vedenja. Vprašanje je v tem, kateri model je pravi? Pravoverni ekonomisti imajo svoj model, tako imenovan *Homo economicus*, ki je v popolnem nasprotju z modelom psihologov, sociologov, biologov in liberalnih ekonomistov. Še posebej psihologi trdijo, da je človekovo vedenje pogosto zapleteno nepopolno, omejeno, nasprotujoče in nepredvidljivo, *Homo economicus* pa je zelo poenostavljen model, ki domneva, da imajo posamezniki naslednje lastnosti (Landsburg, 1993):

- popolno samozainteresiranost,
- popolno racionalnost,
- popolno informiranost.

1.2.2 Teorija pričakovane koristnosti

Teorija pričakovane koristnosti (expected utility theory - EUT) ugotavlja, da je sprejem odločitve izbira med tveganimi izgledi s primerjavo njihove pričakovane koristnosti, to je vsota verjetnosti (p_i) tehtanih izhodov, merjenih v obliki koristnosti:

$$E(U) = \sum p_i U(x_i)$$

kjer je:

- $E(U)$ – pričakovana koristnost,
- p_i – verjetnost,
- $U(x_i)$ – funkcija koristnosti.

Razvoj je bil prispevek Von Neumana in Morgensteina (1967), ki sta ugotovila, da človekovo vedenje izhaja iz šestih aksiomov preferenc:

- primerljivost: za vsak par izidov A in B velja, da udeleženec da prednost A pred B, B pred A ali da je med A in B neopredeljen;
- tranzitivnost: če udeleženec daje prednost dogodku A pred B in B pred C, potem daje prednost dogodku A pred C;
- stalnost: če udeleženec daje prednost dogodku A pred B in B pred C, potem obstaja taka verjetnost P, da bo udeleženec neopredeljen med gotovim dogodkom B in negotovim dogodkom $\{P \cdot A + (1-P) \cdot C\}$,
- neodvisnost: če je udeleženec neopredeljen med gotovimi izidi A, B in C, potem je neopredeljen tudi med negotovima izidoma $\{P \cdot A + (1-P) \cdot C\}$ in $\{P \cdot B + (1-P) \cdot C\}$,
- zamenljivost: če je udeleženec neopredeljen med dvema neodvisnima dogodkoma, potem sta dogodka med seboj zamenljiva,
- nenaklonjenost tveganju: če je rezultat dveh dogodkov A in B, ki imata verjetnosti P_a in P_b , enak, bo udeleženec izbral dogodek z večjo verjetnostjo ($P_a > P_b$).

EUT je v ekonomski teoriji prevladovala tako dolgo, ker ponuja preprosto razlago za racionalno vedenje v primerih odločanja v razmerah negotovosti.

1.2.3 Hipoteza učinkovitega trga kapitala

Ko se v finančni literaturi govori o učinkovitosti trga kapitala, je največkrat mišljena informacijska učinkovitost oziroma njena značilnost, da cene vrednostnih papirjev odražajo vse razpoložljive pomembne informacije. Pionirja hipoteze učinkovitega trga kapitala na finančnih trgih sta bila Bachelier (1900) in Kendal (1953). Matematično teorijo naključnih špekulativnih cen je postavil Bachelier že leta 1900. Teorija pravi, da so špekulativne spremembe cen neodvisne in identično porazdeljene, tako da pretekle cene ne kažejo na prihodnje. To temeljno delo je bilo finančnim ekonomistom neznano do začetka petdesetih let, ko so se pojavili prvi dokazi o naključnih gibanjih cen (Kendall, 1953). Zgodaj v 50. letih prejšnjega stoletja je bilo prvič mogoče s pomočjo elektronskih računalnikov študirati gibanje daljših cenovnih vrst. Domneva ekonomistov je bila, da bi analizirali ekonomske časovne vrste z njihovo ekstrakcijo iz dolgoročnih gibanj oziroma trenda kot ločeno študijo in pozneje raziskovali kratkoročna oscilatorna gibanja ter slučajno fluktuacijo. Kendall je prišel do sklepa, da so v nizih cen, ki so bile opazovane v kratkih intervalih, slučajne spremembe cen med intervali tako velike, da so zameglile kakršen koli sistematičen učinek. Skoraj ničelna serijska povezava med spremembami cen je bila nekonsistentna s pogledi ekonomistov. Ta empirična opazovanja so označili kot »random walk model« ali celo »random walk theory«.

Teoretične podlage za hipotezo učinkovitega trga kapitala (EMH) sta postavila Samuelson (1965) s teoremom, da se pričakovane prihodnje cene vrednostnih papirjev gibljejo slučajno, in Mandelbrot (1966) z modelom naključnega gibanja cen. Domnevala sta, da investitorji delujejo pri investicijskih odločitvah racionalno, kar povzroči spremembo cene, kot posledico novih informacij. Posledica je razmerje med ceno, vrednostjo in slučajnostjo v procesu oblikovanja cene, ki onemogoča napovedovanje gibanja cene v prihodnosti in sistematično dobivanje višjih donosov od normalnih. Eugene Fama (1970) je postavil empirične temelje EMH. Domneval je, da investitor ne more uporabiti informacij, kot so pretekle cene, javne objave in mogoče notranje informacije za nenormalno visoke donose na trgu vrednostnih papirjev. Fama je definiral tri oblike EMH:

- šibko,
- srednje močno in
- močno obliko.

Močna oblika predpostavlja, da cene vrednostnih papirjev odražajo vse razpoložljive javne in tudi nejavne informacije. Srednje močna oblika predpostavlja, da cene vrednostnih papirjev odražajo vse razpoložljive javne informacije. Vse te informacije se trenutno odražajo v ceni vrednostnih papirjev, tako da ni podcenjenih ali precenjenih delnic in ni mogoče dosegati višje donosnosti. Nove informacije so v trenutku vključene v cene, tako da investitorji, ki pozneje pridobijo te informacije, ne morejo dosegati višje donosnosti. Šibka oblika predpostavlja, da pretekle cene oziroma donosnosti kažejo na prihodnje. To naj bi potrjevala tudi tehnična analiza vrednostnih papirjev.

Donosnosti tržnih vrednostnih papirjev so tudi ustrezno nadomestilo za tveganje naložbe. Cena vrednostnih papirjev v vsakem trenutku predstavlja najboljšo oceno sedanje vrednosti in njihovih pričakovanih denarnih tokov z ustreznim upoštevanjem tveganja. Spremembe cen so posledica novih informacij, ki so neodvisne od prejšnjih informacij. Zato so tudi spremembe cen v prihodnosti neodvisne od prejšnjih cen, kar pomeni, da jih s pomočjo preteklih cen oziroma s tehnično analizo ni mogoče napovedovati (Deželan, 1996, str. 6-8).

Oznaka »tržna učinkovitost« ima dva pomena:

- cene vrednostnih papirjev so racionalne, torej odražajo samo temeljne značilnosti, kot je tveganje, in ne psiholoških, kot je na primer razpoloženje (sentiment);
- investitor ne more sistematično dosegati višjih donosnosti od tržnih (beat the market) (Statman, 1999).

1.2.4 Model določanja cen dolgoročnih naložb

Model določanja cen dolgoročnih naložb (CAPM) je drugi temelj sodobnih financ. CAPM so razvili Sharpe (1964), Lintner (1965) in Mossin (1966) v šestdesetih letih prejšnjega stoletja neodvisno drug od drugega. CAPM je vodilo investitorjem glede donosnosti finančnih naložb. Matematično je CAPM zapisan:

$$E(r_i) = r_f + \beta [E(r_m) - r_f]; \quad \beta = \frac{COV(r_i, r_m)}{VAR(r_m)}$$

kjer je:

$E(r_i)$ – pričakovana donosnost vrednostnega papirja,

r_f – donosnost netveganega vrednostnega papirja,

β – faktor tveganja,

$E(r_m)$ – pričakovana donosnost tržnih vrednostnih papirjev.

Pričakovana donosnost posameznega tveganega vrednostnega papirja je enaka donosnosti netveganega vrednostnega papirja r_f , povečani za premijo za tveganje, ki jo je finančni investitor pripravljen sprejeti (Mramor, 2000). Odvisna je od absolutne cene tveganja, ki je enaka razliki med pričakovano donosnostjo tveganih vrednostnih papirjev in donosnostjo netveganih vrednostnih papirjev, ter sistematičnega tveganja (β). To je tveganja, ki ga posamezni vrednostni papir prispeva k celotnemu premoženju in ga ni mogoče odpraviti z razpršenostjo premoženja. Razlike med premoženji investitorjev odražajo investitorjevo individualno nenaklonjenost tveganju, kar je skladno deležu netveganega in tveganega dela naložbe (Mramor in Valentinčič, 2001).

1.2.5 Arbitražna teorija cen

Sodobna teorija predpostavlja, da na trgih kapitala lahko obstajajo tudi neracionalni investitorji, ki napačno vrednotijo dolgoročne naložbe. Vendar pa bodo racionalni investitorji z arbitražo ta odstopanja hitro popravili (Ross, 1976). Tako trgovanje neracionalnih investitorjev ne bo imelo nobenega vpliva na cene. Arbitraža je po definiciji netvegana priložnost za kapitalski dobiček. APT je grajen na predpostavki, da investitorji dajo prednost možnosti arbitraže: če sta dve premoženji izpostavljeni enakemu tveganju in omogočata različne donose, bo investitor izbral premoženje z višjo pričakovano donosnostjo (Damodaran, 1996). APT ni tako restriktiven glede posameznega premoženja kot CAPM. CAPM definira donosnost kot linearno funkcijo samo enega faktorja-tržnega tveganja, medtem ko arbitražna teorija cen (APT) definira donosnost kot linearno funkcijo več dejavnikov.

1.3 DRUGE TEORIJE

1.3.1 Teorija agentov

Problem agenta v neoklasični ekonomski teoriji ni znan, saj ta predpostavlja, da se lahko vsak posameznik, povezan z določeno organizacijo, usmeri tako, da bo deloval skladno s temeljnim ciljem organizacije. V tej teoriji težave pri delovanju organizacije ne obstajajo, zato ne obstaja niti instrument nadzora, ki bi jih reševal (Hart, 1995, str. 678). Teorija agentov vključuje povezavo med principali (na primer delničarji) in agenti principalov (na primer managerji podjetja) ter analizira povezavo principal-agent, pri kateri ena oseba (agent) deluje v korist druge (principala). Problem agentov je konflikt interesov, na primer med lastniki (izdajatelji delnic in obveznic) in managerji. Teorija razlaga, kako najbolje organizirati povezavo pri kateri lastnik (principal) definira delo, ki ga mora agent (manager) opraviti (Eisenhardt, 1985).

Teorija dokazuje, da se v razmerah nepopolnih informacij in negotovosti, kar je značilno za večino poslovnih okolij, pojavita dva problema agentov:

- nasprotna izbira (adverse selection) in
- moralno tveganje (moral hazard).

Do obeh problemov prihaja zaradi asimetričnosti informacij, kar pomeni, da ima ena stran premalo informacij o drugi, ki je prav tako vpletena v transakcijo. Nasprotna izbira je problem asimetričnosti informacij, ki se zgodi pred transakcijo. To je, ko principal ne more zagotoviti, da bo agent natančno deloval v korist principala. Agent izkoristi dodatne informacije v svojo korist. Pri tem principal poskuša na različne načine zmanjšati informacijsko prednost agenta. Na problem nasprotne izbire je opozoril že leta 1970 ameriški ekonomist George Arthur Akerlof s primerom trga rabljenih avtomobilov (Akerlof, 1970).

Vprašanje moralnega tveganja se pojavi po transakciji ali opravljenem delu. Moralno tveganje je primer, ko principal ni prepričan, da agent vlaga dovolj navora za zagotovitev dela, za katerega je plačan (Eisenhardt, 1989). Primeri moralnega tveganja so poznani iz zavarovalništva in vladnih pomoči. Značilni so pri pogodbenem odnosu med strankama, ko ena stran, ki povzroči problem, ne trpi posledic ali ima celo koristi od tega. Omenjena problema pomenita, da pogodbe o fiksni plači niso vedno najboljše za organizacijsko povezanost med principali in agenti.

1.3.2 Post Keynesanska teorija

Problem agentov je temelj te teorije. Teorija predpostavlja, da managerji vladajo podjetju. Poleg tega predpostavlja, da propad podjetja (likvidacija, stečaj) predstavlja tako veliko izgubo za glavne zaposlene, da ti skušajo verjetnost propada dolgoročno zmanjšati na najmanjšo možno stopnjo, oziroma da je dolgoročni cilj podjetja maksimiranje verjetnosti preživetja. Teorija predvideva, da delničarji sprejemajo tako vedenje in stroške (agencijske stroške) povezane s tem razumejo, kot sestavne stroške managementa in delavcev (Gordon, 1994).

1.3.3 Teorija delavskega upravljanja podjetij

Teoretični model delavskega upravljanja (Mramor in Valentinčič, 2001) predvideva, da podjetje upravljajo zaposleni delavci in ne managerji ali delničarji. Delavsko upravljanje ima tudi druge značilnosti glede lastništva, zakonodaje in drugega ekonomskega okolja podjetja. Zaposleni imajo lahko skupaj velik del vseh razpoložljivih delnic, pri čemer je delež vsakega zaposlenega relativno majhen glede na njegovo premoženje. Torej zakonodaja in drugi vzroki (kulturni) lahko omogočajo glavni vpliv zaposlenih na poslovanje. Teorija predvideva, da je cilj zaposlenih maksimiranje plače. Plače v tem primeru vključujejo materialne ugodnosti, dobre delovne pogoje, kratek delavnik in tudi dividende, če so zaposleni delničarji.

2 VPLIV SODOBNE FINANČNE TEORIJE

2.1 VELIKA PODJETJA

Vpliv je v nalogi omejen na delniške družbe, ki imajo neomejen dostop tako do trga lastniškega kot do trga dolžniškega kapitala. Poslovne finance obsegajo predvsem odločitve o strukturi kapitala, politiki dividend in načrtovanju dolgoročnih naložb. V sodobni finančni teoriji so odločitve o strukturi kapitala, politiki dividend in načrtovanju dolgoročnih naložb neodvisne. Ker se investitorji vedejo popolnoma racionalno, povečanje zadolženosti povečuje tveganje in s tem zahtevane donose na dolžniški in lastniški kapital (Mramor, 2000).

Glede finančnih in investicijskih odločitev v podjetju, sodobna finančna teorija upošteva domnevo pod točko II.a. (poglavje 1.2), ki trdi, da imajo vsa finančna sredstva "primerno" ceno. To pomeni, da lahko podjetja pridobijo dodatni kapital kadarkoli. V primeru odločanja o strukturi kapitala, politiki dividend in načrtovanju naložb so odločitve neodvisne, na primer naložbeni projekt je lahko financiran z

lastniškim kapitalom ob hkratnem povečanju razmerja izplačila dividend, ker podjetje lahko zagotovi kapital z izdajo novih vrednostnih papirjev, v nasprotju z zadržanjem večjega dela dobička (Mramor, 2000).

2.1.1 Vladanje delniških družb

Vladanje delniških družb (corporate governance) je splet odnosov med skupinami, ki so udeležene pri določanju smeri in načina delovanja podjetja (Monks, Minow, 2001). Obenem se vladanje ukvarja z zagotovitvijo primernih donosov lastnikom kapitala (Gregorič, 2003, str. 9).

Problem vladanja podjetij sta prvič omenila Berle in Means leta 1932 (Stigler in Friedland, 1983) kot posledico lastništva in nadzora v velikih delniških družbah. S svojo diskrecijsko pravico lahko managerji izkoristijo vire podjetij v svojo korist. Tako donosi podjetij, ne glede na uspeh poslovanja investitorjem niso zagotovljeni. V primeru velikih podjetij v katerih je na tisoče delničarjev, ti mali delničarji nimajo dovolj moči za nadzor izvršnih managerjev, kar predstavlja agencijski problem. Za njegovo rešitev morajo lastniki podjetja plačo managerjev vezati na dobiček ali druge rezultate. Takih problemov ni pri koncentriranem lastništvu, saj so veliki lastniki aktivno vključeni v nadzor managementa in stroškov njihovih ugodnosti. Po drugi strani pa koncentracija lastništva zmanjšuje likvidnost kapitalskega trga in s tem željo investitorjev za vlaganje finančnih sredstev v taka podjetja (Gregorič et al., 2001).

V razpravah o vladanju podjetjem se v zadnjih letih pogosto poudarjajo razlike v koncentraciji glasovalnih (lastniških) pravic med državami celinske Evrope in anglosaškimi sistemi (Velika Britanija in ZDA). Ne glede na te razlike in kljub razmeroma razpršenemu lastništvu, velike lastniške bloke najdemo tudi v Veliki Britaniji in ZDA. Več kot polovica podjetij na borzah NYSE (New York Stock Exchange) in NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) je imela na primer konec devetdesetih let v svoji lastniški sestavi v povprečju vsaj tri lastnike, ki so imeli pet- ali več-odstotni delež. Med velikimi delničarji v celinski Evropi najdemo predvsem družine in nefinančna podjetja, v anglosaških državah pa so lastniki velikih lastniških deležev predvsem institucionalni vlagatelji in člani uprav. Prvi so precej neaktivni pri upravljanju podjetij, medtem ko si člani uprav skupno lastijo od 20 do 40 odstotkov glasov ter pomembno vplivajo na odločanje in uspešnost poslovanja podjetja (Gregorič, 2003).

2.1.2 Struktura kapitala

Ker je pojem struktura kapitala v literaturi različno opredeljen, bom v nalogi strukturo kapitala opredelil kot strukturo dolgoročnih finančnih virov podjetja. Struktura dolgoročnih virov bo tako pomenila delež tržne vrednosti lastniških in delež tržne vrednosti dolžniških vrednostnih papirjev. Z vidika neoklasične finančne teorije, ki predpostavlja popoln trg kapitala, struktura kapitala ne vpliva na tržno vrednost podjetja in v tem primeru optimalna struktura kapitala ne obstaja. Zaradi racionalnega vedenja investitorjev se sistematično tveganje zaradi povečanja dolžniškega kapitala in s tem zahtevane donosnosti vrednostnih papirjev poveča za toliko, kolikor je cenejši kapital zaradi deleža dolžniškega kapitala (Mramor, 2000, str. 102), vendar sodobna finančna teorija, ki opušča nekatere predpostavke popolnega trga kapitala (trg brez trenja, podjetniški davki, finančna stiska), opredeljuje optimalno strukturo kapitala. Vsako posamezno podjetje ima namreč stroške finančne stiske, ki so sicer odvisni od deleža dolžniških vrednostnih papirjev za različna podjetja (Mramor, 2000). Tako so ugotovitve sodobne finančne teorije glede strukture kapitala podjetja na splošno enake kot pri tradicionalni teoriji (obstaja optimalna struktura kapitala), toda na povsem drugi podlagi. Ker so investitorji racionalni, povečanje dolga podjetja povečuje tveganje in s tem zahtevan donos na lastniški in dolžniški kapital. Dodatno zadolževanje z vidika stroškov financiranja nima pozitivnega učinka za podjetja. Pozitivni so davčni učinki in negativni učinki glede povečanja verjetnosti finančne stiske. Ti učinki se razlikujejo za različna podjetja, kar pomeni, da obstaja optimalna struktura kapitala za vsako podjetje.

Ko je postalo jasno, da samo upoštevanje davkov in stroškov finančne stiske kot nepopolnost kapitalnega trga ni dovolj za razlago razlik strukture kapitala med podjetji, so začeli upoštevati tudi druge nepopolnosti, kot na primer: težave pri iskanju dodatnih sredstev na trgu kapitala, pomanjkanje informacij za investitorje, asimetrija informacij med obstoječimi in novimi delničarji (Myers in Majluf, 1984). Njuna teorija vrstnega reda strukture kapitala (pecking order theory) je zgrajena na ideji asimetrije informacij med managerji in investitorji, katere posledica je podcenjenost zunanjih financ glede na stopnjo asimetrije. Ta teorija trdi, da managerji uporabljajo notranja sredstva podjetja za financiranje novih projektov, pred zunanjimi sredstvi. Če pa uporabijo zunanje financiranje, dajo prednost dolžniškemu kapitalu, konvertibilnim vrednostim papirjem in na zadnjem mestu lastniškemu kapitalu (od manj do bolj tveganih virov financiranja).

Teoretično so ti dodatni dejavniki vzrok za manjšo zadolženost podjetij (ciljna struktura kapitala proti optimalni). Na podlagi te teorije so bili razviti novi modeli za določitev "ciljne" strukture kapitala, ki maksimirajo vrednost podjetja, ki pa niso najbolj uspešni. Glavni razlogi so spremenljive nepopolnosti v realnem svetu in spremembe njenih pomembnosti (Mramor in Valentinčič, 2001).

Graham in Harvey (1999) v anketi ugotavljata, da ima večina velikih podjetij togo ali delno togo razmerje dolžniškega in lastniškega kapitala. Izvršni direktorji uporabljajo neformalna pravila pri izbiri strukture kapitala. Glavni faktor pri določanju dolga je finančna fleksibilnost in dobra kreditna ocena.

Graham in Harvey (2002) ugotavljata, da odločitve glede strukture kapitala temeljijo predvsem na praktičnih, neformalnih pravilih in manj na strokovnih priporočilih. Glede strukture kapitala ugotavljata temeljne razlike med MSP in velikimi podjetji. Dejstvo, da se praksa poslovnih financ predvsem razlikuje glede na velikost podjetja, bi lahko bil vzrok za nepravilnosti pri cenitvi vrednosti premoženja. Pri politiki zadolževanja sta najpomembnejši merili finančna neodvisnost in dobre kreditne ocene. Pri izdaji lastniškega kapitala pa sta najpomembnejša podcenjenost delnic in razvrednotenje dobička na delnico (EPS).

2.1.3 Politika dividend

Na politiko dividend sodobna finančna teorija nima jasnega pogleda, razen tega, da je tradicionalni pristop napačen. Investitorji se vedejo racionalno in so nevtralni glede na to, v kakšni obliki so donosi (dividende ali kapitalski dobički od prodaje delnic). Tveganje donosa je odvisno od finančnih in investicijskih odločitev in ne od oblike razdelitve donosa (dividende proti kapitalskemu dobičku). Investitorji niso nevtralni samo v primeru, ko ima izplačilo dividend določene stranske učinke, ki zmanjšujejo celoten donos (različna obdavčitev dividend in kapitalskih dobičkov). Ker so stranski učinki neprepričljivi, ni bilo mogoče razviti modelov za določitev primerne razmerja izplačila dividend. Za sedaj sodobna teorija predlaga, da naj podjetja primerno upoštevajo učinke različnih politik dividend. (Mramor in Valentinčič, 2001)

2.2 MALA IN SREDNJA PODJETJA

Teorija poslovnih financ predpostavlja, da je cilj podjetja in s tem lastnika maksimiranje premoženja. V primeru malih podjetij za razliko od velikih, maksimiranje premoženja ni nujno edini cilj. Ne glede na to ali je malo podjetje v lasti samostojnega podjetnika ali organizirano kot partnerska kapitalska družba, spada v enega od dveh tipov:

- podjetje življenjskega sloga ali
- podjetniški tip (rastoče podjetje).

Ronstadt (1988, str. 12) deli podjetniški tip oziroma rastoče podjetje še na:

- manjše donosno podjetje (smaller high-profit ventures) in
- podjetje z visokim potencialom rasti (high growth ventures¹).

Glavni razlog, da lastniki investirajo čas in denar v rastoče podjetje ali rastoči posel (podjetniški tip), je da bi povečali premoženje. To je mogoče na več načinov:

- vzdrževanje neto prihodkov in zmanjšanje tveganja,
- povečanje neto prihodkov in konstantno tveganje,
- povečanje neto prihodka do take mere, da presega povečano tveganje.

Tabela 1: Tipi podjetij glede na obseg prodaje in število zaposlenih

Tip podjetja	Obseg prodaje v milijon dolarjih	Število zaposlenih
Podjetja življenjskega sloga	do 1	0 do 4
Manjša visoko donosna	od 1 do 20	5 do 50
Dinamična	nad 20	nad 50

Vir: Ronstadt, Entrepreneurial Finance, 1988, str. 12.

V podjetjih življenjskega sloga sta poleg prihodkov cilja podjetnikov tudi neodvisnost in nadzor nad podjetjem in si tako sebi in svoji družini zagotovijo udobno življenje. V manjših visoko donosnih podjetjih pa je pomemben tudi dobiček. Ta je rezultat vlaganj v dobičkonosne posle. Zato mora podjetnik angažirati dodatna sredstva, kar doseže z različnimi oblikami povezav in profesionalnimi managerji. Tako sicer izgubi del nadzora in samostojnosti, vendar pa ohrani nadzor nad denarnimi tokovi in upravljanje človeških virov. V dinamičnih podjetjih je pomembna tudi rast prodaje in posledično dobičkov. Za rast podjetja je potreben velik obseg naložb, ki izvirajo iz individualnih in institucionalnih vlaganj, strateških partnerstev in javne prodaje delnic.

Ker se z malimi podjetji ne trguje javno, se pojavlja vprašanje objektivne ocene vrednosti kapitala podjetja in povečevanja vrednosti. To in dejstvo da maksimiranje dobička ni edini razlog za obstoj malih podjetij, vodi do različnih ciljev poslovanja podjetja. Osteryoung et al. (1997) predlagajo za mala podjetja kombinacijo finančnih in nefinančnih ciljev. Vedenje lastnikov dokazuje, da obstajajo oboji. Nekaj mogočih finančnih ciljev:

- maksimiranje dobička,
- doseganje določenega dobička,
- povečevanje prihodnje vrednosti podjetja,
- rast podjetja in vključitev podjetja na borzo.

¹ To so hitro rastoča podjetja, v literaturi imenevana tudi dinamična podjetja ali gazele.

2.2.1 Definicija malih in srednjih podjetij

SLOVENIJA

V Sloveniji je malo podjetje opredeljeno v Zakonu o gospodarskih družbah (ZGD), kot podjetje z 49 ali manj zaposlenimi in letnim neto prihodkom manjšim od 1.000.000.000 SIT (tabela 2). Merila so podobna kot v EU.

Tabela 2: Definicija slovenskih podjetij glede na velikost

Velikost podjetja	Število zaposlenih	Letni neto prihodek v milijon SIT
malo	manj od 50	do 1000
srednje	od 50 do 250	do 4000

vir: Zakon o gospodarskih družbah, Uradni list RS, št. 15/2005

EU

V Evropski uniji se uporablja za mala in srednja podjetja kratica SME (Small and Medium Enterprises). Evropska komisija je revidirala definicijo malega podjetja maja 2003, upoštevajoč ekonomski razvoj od leta 1996 (tabela 3). Ta definicija iz podpornih shem tudi izključuje mala podjetja, ki so del večjih organizacij, sestavljenih iz MSP.

Tabela 3: Definicija podjetij v EU glede na velikost

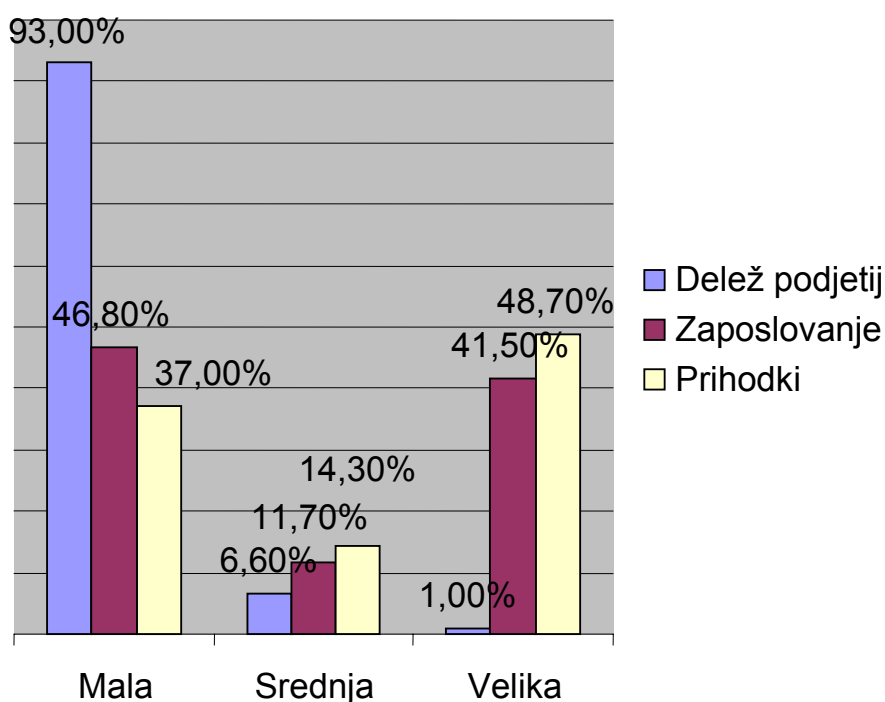
Velikost podjetja	Število zaposlenih	Letni promet v milijon €	ali	Letna bilanca stanja
mikro	manj od 10	manj kot 2		manj kot 2
malo	od 10 do 50	od 2 do 10		od 2 do 10
srednje	od 50 do 250	od 10 do 50		od 10 do 43

vir: http://europa.eu.int/comm/enterprise/enterprise_policy/sme_definition/sme_user_guide.pdf.

Združenje European Association of Craft, Small and Medium-sized Enterprises (UEAPME, 2004) ugotavlja, da MSP prispevajo največji delež k rasti in zaposlenosti v Evropski uniji in so srce Lisbonske strategije, katere cilj je spremeniti Evropo v najbolj konkurenčno in dinamično ekonomijo na svetu. Vendar pa so zmožnosti MSP za rast odvisne od njihovih potencialov za investicije v prestrukturiranje, inovacijo in prekvalifikacijo zaposlenih. Za te naložbe sta nujna naložbeni kapital in dostop do trga kapitala. Glede na stalno ponavljajoče pritožbe se MSP glede dostopa do kapitala, je to glavna ovira za ekonomsko oživetje Evrope.

Vsako leto Department of Trade and Industry (DTI) v Veliki Britaniji izda statistično poročilo za MSP. Za leto 2004 je bilo ocenjeno, da je bilo na začetku leta v Veliki Britaniji 4,3 milijona poslovnih subjektov, kar je znatno več kot leta 2003, ko jih je bilo 4 milijone. Večina (99,3 odstotkov) je bilo malih podjetij, samo 26,000 srednje velikih in 6,000 velikih podjetij. MSP so zaposlovala skupaj okoli 22 milijonov ljudi (58,5 odstotka) in ustvarile £2.400 milijard prihodka. Samo mala podjetja so zaposlovala 46,8 odstotka in ustvarila 37 odstotkov prihodka (slika 1).

Slika 1: Delež podjetij, zaposlovanja in prihodkov glede na velikost podjetij za zasebni sektor v VB v začetku leta 2004



vir: http://www.sbs.gov.uk/SBS_Gov_files/researchandstats/SMEStats2004.pdf.

ZDA

Za potrebe ameriške agencije za trg vrednostnih papirjev (Security Exchange Commission) je malo podjetje domače podjetje, ki ni investicijska družba in ima prihodke manjše od 25 milijonov dolarjev. Družbe, ki so deli večjih podjetij, ne spadajo med mala podjetja. Ameriško vladno združenje za malo gospodarstvo (Small Business Administration - SBA) opredeljuje malo podjetje kot družbe s 500 ali manj zaposlenimi in prihodkom, manjšim od 5,000,000 dolarjev. Zakon definira malo podjetje kot tisto, ki je lastniško in operativno neodvisno, ni dominantno na svojem področju, je profitno organizirano, locirano v ZDA in ne presega števil v standardih velikosti za industrijo. SBA v standardih velikosti deli mala podjetja še na kategorije, odvisno od industrije in glede na število zaposlenih ter glede na največji prihodek

(tabela 4). Mala in srednja podjetja so pomembna za ekonomijo ZDA, saj med zasebnim sektorjem, brez kmetijstva, proizvedejo okoli polovice bruto družbenega prihodka (GDP).²

Tabela 4: Definicija MSP podjetij v ZDA glede na vrsto industrije

Industrija	Št. zaposlenih – prihodek v dolarjih
Proizvodnja	manj od 500 zaposlenih
Trgovina na debelo	manj od 100 zaposlenih
Trgovina na drobno	6.500.000
Kmetijstvo	750.000
Splošne in težke konstrukcije	31.000.000
Rudarstvo	18.500.000
Posebni trgovski dobavitelji	13.000.000
Storitve	6.500.000
Potovalne agencije	3.500.000

Vir: <http://www.sba.gov/size>.

2.2.2 Finančni življenjski cikel malih in srednjih podjetij

Finančni življenjski cikel ponavadi razdelimo na sedem stopenj (Tajnikar, 1999), imenujemo jih tudi investicijske stopnje, ki se delno skladajo z življenjskim ciklom podjetja:

- semenski kapital (predvsem zasebni kapital),
- startni kapital (predvsem zasebni kapital),
- financiranje zgodnje faze (predvsem zasebni kapital, krediti),
- financiranje druge runde (vse oblike kapitala),
- kapital za razširitev, tudi kapital za preobrat-reševanje ali nadomestni kapital za nakup deleža v podjetju (vse oblike kapitala, predvsem pa tvegani kapital),
- kapital za odkup (dolžniški kapital),
- vmesne finance, v fazi pred prodajo podjetja (dolžniški in lastniški kapital).

Načini financiranja MSP se razlikujejo glede na življenjski cikel podjetja. Eden največjih izzivov finančnega upravljanja MSP je upravljanje rasti. Najbolj poznan je Churchill-Lewis model rasti, ki vključuje naslednje faze:

- obstoj,
- preživetje,

² Vir: <http://www.sba.gov/advo/research/rs211tot.pdf>.

- uspeh,
- rast (vzlet in zrelost).

V Churchill-Lewis modelu so glavne finančne zahteve v 4. fazi: to je vzlet (take-off). V tej fazi so finančna sredstva tipično pridobljena s tveganim kapitalom in prvo javno ponudbo delnic-IPO (Tajnikar, 1999).

Za dodatno zunanje financiranje obstajajo štiri možnosti:

- financiranje s tveganim kapitalom,
- financiranje z nejavno pridobljenim kapitalom,
- financiranje s strani drugih poslovnih subjektov,
- financiranje s prvo javno ponudbo, če je podjetje dovolj veliko oziroma poznano.

Tvegani kapital je zelo drag. Tvegani kapitalisti lahko zahtevajo do ~50-odstotno donosnost na leto na vložena sredstva in imajo običajno sedež v odboru direktorjev. Financiranje s strani drugih poslovnih subjektov je pogodbeni odnos, pri čemer je največja prednost možnost popolnega prevzema s strani poslovnega subjekta. Ti načini financiranja pomenijo eno vrste formalne kontrolne strukture. Obstajajo pa tudi neformalne kontrolne strukture v primeru asimetričnih informacij (ko ima ena stran več informacij kot druga) (Osteryoung et al., 1997).

2.2.3 Vodenje malih in srednjih podjetij

Čeprav tega ne moremo enačiti z vladanjem podjetij, pa je zelo povezano z lastništvom kapitala oziroma načinom financiranja. Nanaša se na zunanji kapital in je predvsem povezano s tveganim kapitalom (VC) za zmanjšanje ali odpravo asimetrije informacij in moralnega tveganja. Pravzaprav je to pogodba s tveganim kapitalistom (VCs). Ker se večina podjetnikov brani, da prepusti nadzor nad podjetjem VCs, je med njima potreben pisni dogovor o povezavi, ki obsega:

- podlago za delitev premoženja,
- obdobje žetve,
- performančne standarde.

Jog et al. (v Osteryoung et al., 1997) predlagajo v pogodbi med podjetnikom in VCs dvanajst členov, nujnih za odpravo sporov:

- pravica imenovanja direktorja,
- ustanovitev odbora direktorjev za doseganje zakonitosti,
- zaščita pred odločitvijo za zamenjavo računovodje podjetja,
- zaščita pred samovoljno odločitvijo managementa glede prenosa delnic,
- zaščita pred samovoljno odločitvijo managementa glede izplačila dividend,
- dostop do finančnih izkazov in poročil,

- pravica do udeležbe pri novi izdaji delnic na predkupni pravici,
- omejitve managementa glede plana delniških opcij,
- omejitve glede prenosa s hipoteko obremenjenih delnic,
- življenjska zavarovanja,
- omejitve plačil osebnih prejemkov lastnikov in managerjev ter drugih ugodnosti,
- določitev ukrepov ob neizpolnjevanju katerih koli zahtev v pogodbi.

2.2.4 Struktura kapitala

Glede strukture kapitala so razlike med MSP in velikimi podjetji vedno bolj opazne. V primeru velikih podjetij je za dolgoročne vire financiranja na voljo trg dolžniškega in lastniškega kapitala. V primeru malih podjetij ti trgi večinoma ne obstajajo. V raziskavi o slovenskih podjetjih (Žnidar, 2003) je na vprašanje, ali podjetje vodi aktivno politiko strukture kapitala in izbire virov financiranja, večina izmed 68 izbranih podjetij odgovorila pozitivno. Le 12 podjetij je odgovorilo, da takšne politike ne vodijo. Med njimi je bilo 8 podjetij življenjskega sloga in 4 manjša donosna podjetja. Glavni razlog je bil, da imajo premalo kadrov in časa za to. Graham in Harvey (1999) v anketi 392 finančnih direktorjev ugotavljata, da ima samo ena tretjina malih podjetij določen ciljni delež dolga, neformalna pravila pri izbiri strukture kapitala in večji delež dolžniškega kapitala v primeru pomanjkanja notranjih. Ciljno strukturo kapitala oziroma dolga ima samo tretjina malih podjetij. Pri tem so bila med mala podjetja vključena podjetja z manj kot 100 milijoni dolarjev prodaje. Od vseh podjetij v vzorcu je imelo 26 odstotkov podjetij manj kot 100 milijonov dolarjev prodaje.

Teorija tehtanja (trade-off theory), ki v zadolževanju vidi predvsem koristi z vidika dodatnih davčnih ščitov in večjega denarnega toka v korist dolgoročnih vlagateljev, lastnikov in upnikov, razlaga zakaj mala podjetja uporabljajo izključno bančne kredite (Hackbarth et al., 2005).

Fluck (1999) analizira teorijo življenjskega cikla podjetij. Ugotavlja, da so naslednje finančne odločitve odvisne od rezultatov predhodnih odločitev in kar glede nevtralnosti strukture dolga in kapitala (navkljub nepopolnosti trga) velja za velika podjetja, ne velja za mala podjetja. Mnoge finančne odločitve, ki so nesprejemljive za MSP v določenem življenjskem ciklu, postanejo v drugem življenjskem ciklu MSP sprejemljive. Skladno z empiričnimi podatki se teorija razlikuje od teorije vrstnega reda strukture kapitala (Myers, 1984), ki predvideva najprej izdajo dolžniškega kapitala in pozneje lastniškega. V primeru teorije življenjskega cikla strukture kapitala podjetja pogosto uporabljajo zunanje lastniško financiranje v obliki tveganega kapitala ali nejavno pridobljenega kapitala.

Prva javna ponudba

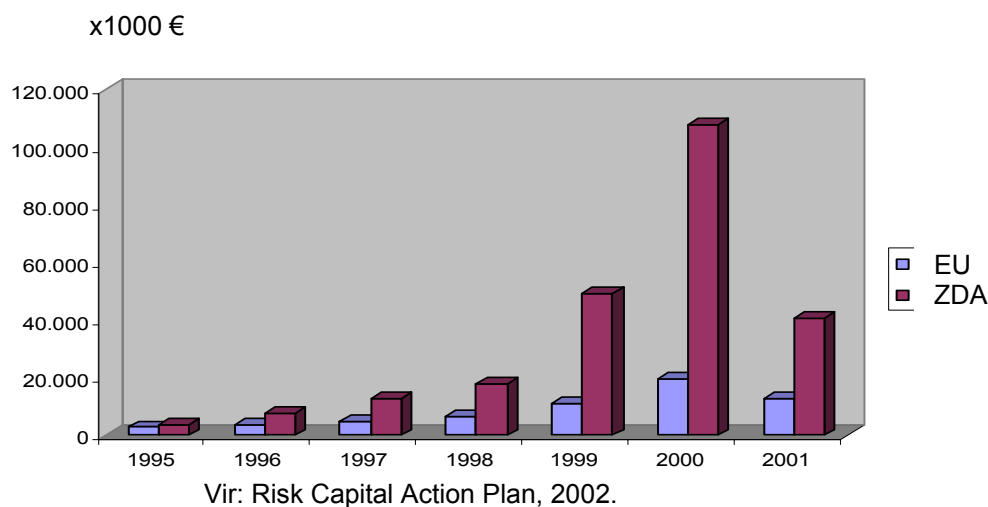
Zadnji način financiranja za rast je prva izdaja lastniškega kapitala ali IPO, ko je podjetje prvič uvrščeno v borzno kotacijo. Odločitev za odprto oziroma javno podjetje je končna odločitev lastnika malega podjetja. Ko je podjetje v javni kotaciji, po definiciji (Osteryoung et al., 1997) spada med velika podjetja z dostopom do finančnih instrumentov za ta podjetja. IPO je zelo pomemben glede prenosljivosti (tržnosti) delnice podjetja. Delnice nejavnih podjetij je težje prodati, posebno če je podjetje neznano, ni interesa zanje. IPO priskrbi podjetju likvidna sredstva nujna za financiranje rasti. Običajno se vrednost delnic v zasebnem lastništvu poveča, ko gredo v borzno kotacijo. IPO je posebno pomemben za podjetja s tveganim kapitalom. Tveganemu kapitalistu, ki je vključen v posel, IPO omogoči izstop iz posla. Tvegani kapitalisti ponavadi izstopijo po nekaj letih in vstopajo v nove posle (Osteryoung et al., 1997). Proces vključitve v javno kotacijo se razlikuje po državah, vendar je v temeljnih načelih povsod enak. Prvi korak je iskanje prevzemnika prodaje delnic, sledi določitev cene, načina prodaje in izdelave prospekta pri čemer je lastnik glavni vir informacij.

Lastniško financiranje - tvegani kapital

Za razliko od ZDA v EU zunanje lastniško financiranje nima prave tradicije v sektorju MSP. Po drugi strani pa mala in družinska podjetja v splošnem niso odprta za zunanje lastniško financiranje in niso navajena na pregledno informiranje o svojem poslu. Mnogi investitorji tveganega kapitala in podobnih oblik lastniškega kapitala so zato nenaklonjeni vlaganju svojih financ v manjša podjetja, ker je dražje od investiranja večjih sredstev v velika podjetja. Tudi uresničitev investicije v malo podjetje je mnogo bolj težja.

Risk Capital Action Plan (2002) navaja, da je težava Evropske unije (EU) v še vedno zelo razdrobljenem kapitalskem trgu. Naslednja slabost rastočih borznih trgov v EU se kaže tudi na področju IPO. Slika 2 prikazuje primerjavo naložb tveganega kapitala med EU in ZDA med letoma 1995 in 2002, kjer EU še vedno zaostaja za ZDA. Vendar so bile izgube tveganega kapitala v EU v obdobju internetnega balona precej manjše kot v ZDA.

Slika 2: Primerjava naložb tveganega kapitala v EU in ZDA med 1995 in 2001



Kot izhodna strategija tveganih kapitalistov je IPO še vedno premalo izkoriščen. Nujne so izboljšave funkcije, zakonskih podlag in likvidnosti teh trgov za rast tveganega kapitala. RCAP vključuje šest kategorij omejitev, ki so ovira za rast trga tveganega kapitala in morajo biti premagane:

- razdrobljenost trgov,
- institucionalnost in zakonske podlage,
- obdavčitev,
- maloštevilna mala visoko tehnološka podjetja,
- človeški viri,
- kulturne pregrade.

2.2.5 Politika izplačil

Mnoga mala podjetja nikdar ne izplačajo dividend, ker uporabljajo pridržane dobičke za financiranje svoje rasti in tudi zato, ker so dividende kot osebni prejemki delničarjev spet obdavčene. Ker so dobički običajno obdavčeni z višjo stopnjo kot plače, je za lastnika podjetja mnogo privlačnejše izplačati denar iz podjetja v obliki plače ali bonitet. Davčna zakonodaja, ki to ureja, je v razvitih gospodarstvih zelo stroga, posebno v ZDA (Osteryoung et al., 1997). Politiko izplačevanja dividend MSP pripisujejo učinku klientov³. Zato mala podjetja, podobno kot mlada, zelo redko izplačujejo dividende.

³ Razdelitev posameznih segmentov finančnih investitorjev med podjetja sta prva poimenovala učinek klientov Modigliani in Miller (1961).

3 KRITIKA SODOBNE FINANČNE TEORIJE

Sodobna finančna teorija ne more razložiti primerov, ki niso v skladu z njenimi predpostavkami. To odstopanja imenujemo nepravilnosti finančne teorije. Zakaj sodobne finance razložijo samo okoli 40 odstotkov razlik glede višine zadolžitve podjetij v različnih državah (Booth et al., 2001)? Zakaj podjetja izplačujejo dividende, če so te zaradi višjih davkov na dividende glede na kapitalske dobičke manj ugodne za investitorje? Zakaj se podjetja lotijo več projektov kot je predlagano glede na izračune z uporabo merila neto sedanje vrednosti in celo v primeru upoštevanja realnih opcij (Mramor in Lončarski, 2002)?

3.1 KRITIKA EKONOMIČNEGA ČLOVEKA

Čeprav je Simon (1955) v članku »A Behavioral model of rational choice« že leta 1955 pokazal na slabosti teorije »ekonomičnega človeka«, jo ekonomisti še vedno uporabljajo. Obstajajo vsaj trije razlogi,. Prvi je, da lahko poenostavijo ekonomske analize z natančnejšo napovedjo vedenja ljudi. Drugi je, da omogoča večje uvajanje matematične teorije v ekonomijo, tretji je, da ekonomisti lahko z ustrezno izbiro začetnih predpostavk generirajo rezultate, ki potrjujejo njihove hipoteze. Kritike (Frank, 1987) so usmerjene na človeško vedenje glede na:

- racionalnost,
- samozainteresiranost,
- obveščenost.

Racionalnost

Opredeljena je kot zmožnost sklepanja in izvrševanje dobrega presojanja. Eno od temeljnih dejstev sodobne psihologije je, da razum služi čustvom in ne obratno. Človekovo vedenje ni samo rezultat logične analize »cost-benefit«, ampak tudi posledica čustev, kot so ljubezen, sovraštvo, strah, zaskrbljenost itd. Razum uporabljamo, da dosežemo ali preprečimo ta emocionalna stanja.

Samozainteresiranost

Dokazano, da ljudje niso 100-odstotno samozainteresirani. Če bi bili, ne bi bilo nesebičnih dejanj, kot so dobrotelost (posebno do nepoznanih), prostovoljnost, starševstvo, žrtvovanje, itd.. Nebi bilo samouničujočega vedenja, kot je uživanje drog, negativno prevzemanje tveganja itd.

Obveščenost

Čas, ki ga porabite za učenje na nekem področju, ne morete porabiti za drugo področje. In še to področje je zelo ozko specializirano. Vse to sprejemanje informacij

pa zahteva čas in denar. Ob tem pa ekonomisti predpostavljajo, da ljudje trošijo oziroma varčujejo glede na javni dolg.

3.2 KRITIKA TEORIJE PRIČAKOVANE KORISTNOSTI

Empirične študije po letu 1955 so razkrile različne vzorce vedenja glede odločanja v negotovosti, ki so neskladne s teorijo pričakovane koristnosti-EUT (Starmer, 2000). Neskladnosti so dveh vrst:

- prekršitev aksioma o neodvisnosti,
- spremenljivost preferenc (preference reversal).

Kahneman in Tversky (1979) dokazujeta prekršitev aksioma o neodvisnosti s sledečim dokazom (Allais paradoks). Na vprašanje o izbiri med loterijskim srečkami s 25-odstotno verjetnostjo dobitka 3000 dolarjev in loterijsko srečko z 20-odstotno verjetnostjo dobitka 4000 dolarjev, je 65 odstotkov udeležencev izbralo slednjo. Medtem ko jih je pri izbiri med 100-odstotno verjetnostjo dobitka 3000 dolarjev in 80-odstotno verjetnostjo dobitka 4000 dolarjev, 80-odstotno izbralo prvo. Teorija pričakovane koristnosti napoveduje, da bi morali izbrati enako, ker je drugi primer enak prvemu, samo z različnimi verjetnostmi. To imenujemo tudi učinek gotovosti (certainty effect).

Aksiom o stalnosti preferenc, ki je temeljna predpostavka EUT, je prekršen, saj je potrjeno, da se referenčne točke lahko spreminjajo. Prva sta ta pojav opisala Lichtenstein in Slovic (1971) v eksperimentu, ki je zahteval od posameznih udeležencev izvršitev dveh nalog. Prva naloga je bila izbira med dvema izgledoma (izgled je izbira z verjetnostjo za določeno posledico). Prvi izgled (\$-stava) je pomenil malo verjeten dobiček velike vrednosti, drugi pa je pomenil bolj verjetnejši dobiček (P-stava) male vrednosti. Druga naloga pa je bila določitev denarne vrednosti, minimalne prodajne cene, označene z $M(\$)$ in $M(P)$, za ta izgleda. Ponovljene študije so potrdile tendenco posameznikov k izbiri P-stave, medtem ko so dodelili višjo vrednost \$-stavi. Obe nalogi predstavljata različna odgovora na isto vprašanje: kateri izgled je boljši. Eksperiment kaže, da je rezultat oziroma da so preference odvisne od načina postavljanja vprašanja.

3.3 KRITIKA HIPOTEZE UČINKOVITEGA TRGA KAPITALA

Racionalno vedenje posameznika, na katerem temelji sodobna finančna teorija, pomeni, da je blaginja posameznika največja, ko je maksimirana vrednost njegovega finančnega premoženja. Vendar številni strokovni članki s področja ekonomije in drugih področij (psihologija, sociologija, itd.) dokazujejo, da je človeška blaginja

odvisna od mnogih dejavnikov in maksimiranje potrošnje materialnih dobrin je samo eden izmed njih in običajno ne najpomembnejši (Mramor in Lončarski, 2002). Da na finančno premoženje vplivajo še drugi dejavniki poleg donosa, časa in tveganja, so dokazali tudi Daniel in Titman (1997) ter Daniel, Titman in Wei (2001). Tudi glede na post-Keynesansko teorijo je ideja o učinkovitem trgu kapitala zelo vprašljiva. Veliko težje je določiti ustrezno ceno delnice, kot je to prikazano v neoklasični teoriji (Mramor in Valentinčič, 2001).

V sodobni finančni teoriji racionalni investitorji izkoristijo vsako odstopanje tržne cene od temeljne vrednosti, ki je enaka diskontirani vsoti pričakovanih prihodnjih denarnih tokov. Vendar v praksi obstaja temeljno tveganje, ki se pojavi, če cena še naprej odstopa od temeljne vrednosti in če za delnico ni popolne zamenjave, ki zmanjša to tveganje. Poleg tega obstaja tveganje zaradi neracionalnih investitorjev (noise trader risk), ki ostanejo še naprej pesimistični glede prihodnje vrednosti. To tveganje lahko prisili arbitre, da prezgodaj izstopijo iz pozicije. Obstajajo tudi stroški arbitraže, kot so: provizija, velika razlika med ponudbo in povpraševanjem itd (DeLong et al., 1990). Nenaklonjenost tveganju, časovne in druge omejitve pa vodijo do tega, da racionalni investitorji - arbitri odstopanja cene ne popravijo. Primeri, ki potrjujejo neučinkovitost trga kapitala so: delnice dvojčki (Royal Dutch in Shell transport), vključitev v indeks (Yahoo), izdvojitve podjetij (Palm One in 3M) (Barberis in Thaler, 2003, str. 1059-1063).

3.3.1 Uganka dividend

Ker je za racionalne agente pomemben celoten donos (Modigliani in Miller, 1961), so posamezne komponente donosa nepomembne. Če ni davkov, transakcijskih stroškov in asimetrije informacij so dividende, plačila obresti ali zvišanje vrednosti kapitala (cene vrednostnih papirjev) enako pomembni. Če upoštevamo davke, je bolj racionalno, če podjetja dividende ponovno investirajo, kot da jih izplačajo delničarjem, saj so v večini držav dividende bolj obdavčene kot kapitalski dobički. Toda v realnosti podjetja izplačujejo dividende in investitorji dajo prednost podjetjem, ki jih izplačujejo. Sodobna finančna teorija ne zna pojasniti, zakaj delniške družbe izplačuje dividende, čeprav je to zaradi večjih davčnih stopenj neracionalno. Nepojasnjeno pa je tudi vprašanje, zakaj se cene delnic povišajo, ko se povišajo dividende. Najpogostejši argument, ki poskuša to razjasniti, je, da podjetja s pomočjo sprememb v dividendah na trg pošiljajo določene signale ali da zmanjšujejo problem agentov. Testi z Lintnerjevim matematičnim modelom so pokazali, da se da z njim pojasniti 85 odstotkov sprememb dividend (Lease, 2000, str. 126), ne pa zakaj podjetja sploh izplačujejo dividende.

3.3.2 Velik obseg trgovanja

Standardni modeli napovedujejo, da bodo udeleženci na borzi trgovali zelo malo. Če so cene racionalne, potem bo trgovanje samo zaradi potreb po likvidnosti ali pa zaradi zavarovanja pred tveganjem. Realno je le majhen delež transakcij na borzah vrednostnih papirjev povezan s tema dvema razlogoma (Deželan, 1996, str. 48). Zakaj je toliko trgovanja čez dan, če pa je vpliv na cene najbolj izrazit pred odprtjem borze? Barclay in Hendershott (2003) v svoji raziskavi dokazujeta, da je mogoče ugotoviti ceno delnice pri zelo majhnem obsegu trgovanja. Večina javnih in nejavnih informacij je vključenih v ceno delnic pred odprtjem borze le pri majhnem delu dnevne trgovalne dejavnosti. Zakaj se potem vsak dan trguje z nekaj sto milijoni delnic na NYSE? Današnja tehnologija omogoča, da so vse nove informacije o vrednostnih papirjih vključene v cene nekaj sekund po dospelju. Nekatere zgodnejše študije so dokazovale hitro ali celo trenutno vključitev nove informacije o podjetju v ceno vrednostnih papirjev po dospelju v medije (Kraus in Stoll, 1972). Novejše študije so to potrdile (Damodaran, 1993), razen pri manjših podjetjih, kjer se nove informacije vključijo v cene veliko počasneje.

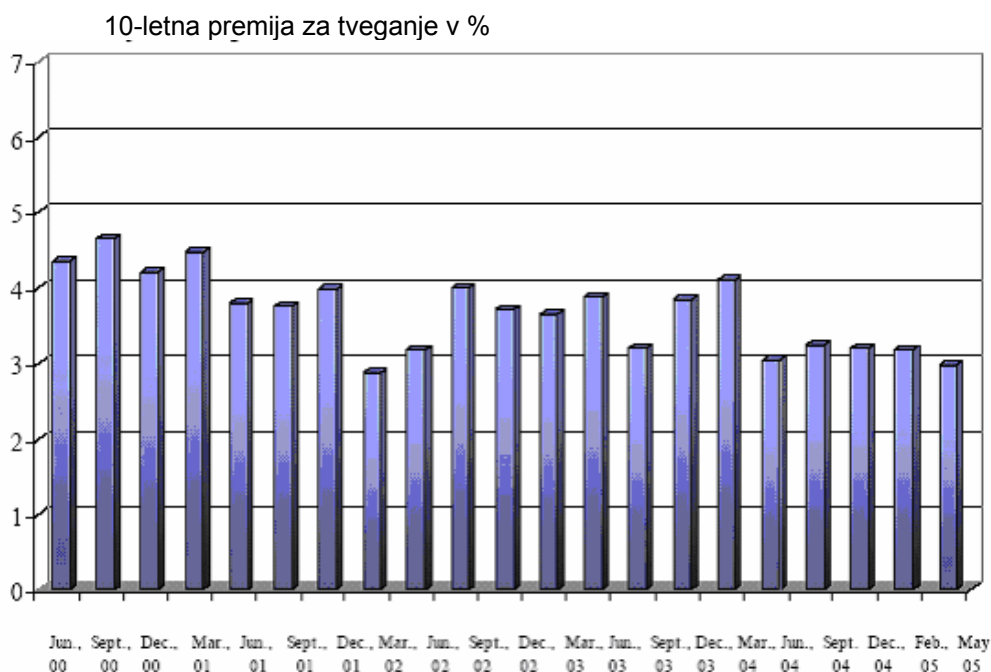
3.3.3 Uganka premije za lastniški kapital

Realna donosnost naložb v državne obveznice ZDA je ocenjena na en odstotek letno, medtem ko je realna donosnost na delnice (lastniški kapital) ameriških podjetij ocenjena na sedem odstotkov letno (Kocherlakota, 1996). Kocherlakota podaja natančno analizo razlag razlike v donosnosti za finančne trge in trdi, da uganka ostaja nepojasnjena. Teorija CAPM ne more razložiti, zakaj je prva stopnja tako nizka in druga tako visoka ne samo v ZDA, ampak tudi v drugih državah. Zgodovinsko gledano so bile premije za lastniški kapital in so še previsoke, da bi jih lahko razložili samo s faktorjem tveganja. Vsekakor ni popolnoma jasno, ali so premije za lastniški kapital previsoke ali so donosnosti na vrednostne papirje s konstantnimi donosi prenizke.

Siegel (1992) je raziskoval pretekle premije za lastniški kapital in sicer za obdobje od 1802 naprej. Celotno obdobje je razdelil na tri podobdobja: 1802 -1871, 1872 -1925 in po letu 1925. Odkril je, da je realna donosnost za kratkoročne vrednostne papirje s fiksnim donosom padla s 5,4 odstotka v prvi periodi na 3,3 odstotka v drugi periodi in 0,7 odstotka v tretji. Donosnost na lastniški kapital je ostala konstantna v celotnem obdobju. Razlog za padeč trga kratkoročnih vrednostnih papirjev s fiksno donosnostjo ni jasen. V zgodnji periodi bi bil lahko zaradi večjega kreditnega tveganja, za periodo po drugi svetovni vojni pa zaradi nepričakovane inflacije (Siegel

in Thaler 1997). Slika 3 kaže spreminjanje premije za tveganje na lastniški kapital od leta 2000 do 2005.

Slika 3: Premija za tveganje na lastniški kapital (delnice)



Vir: Graham in Harvey, 2005.

Vedenjske finance ponujajo več razlag za uganko premije na lastniški kapital. Ena od razlag izhaja iz teorije izgledov, ki vključuje tudi nenaklonjenost izgubi in odvisnost od okvirjanja. V primeru investitorjev, ki svoje premoženja dnevno vrednotijo, se vrednost dnevno spreminja, tako navzgor kot navzdol. Zato zaradi kratkovidne nenaklonjenosti izgubi (myopic loss aversion) za mnoge investitorje premoženje v delnicah ni privlačno. Benartzi in Thaler (1995) sta ugotovila, da naj bi investitorji enkrat na leto ocenili vrednost premoženja, da bi bili neobčutljivi na kratkovidno nenaklonjenost izgubi.

Fama (1991) trdi, da visoka premija ni nujno paradoks, ampak visoka nenaklonjenost tveganju. Grobo rečeno, visoka premija kaže, da so potrošniki skrajno nenaklonjeni majhnim negativnim spremembam potrošnje. Večjo vrednost za premijo na kapital generira večfaktorski model Fama-Frencha, ki omogoča večje spreminjanje tržnih dejavnikov (dejavniki celotnega trga, velikosti podjetja in razmerje knjižna proti tržni vrednosti) ter dejavnikov trga obveznic (Fama in French, 1993).

3.3.4 Uganka prekomerne nestanovitnosti

Literatura o sodobnih finančah nihanje cene delnic razlaga s spremembami pričakovane sedanje vrednosti prihodnjih dividend. Resni pomisleki o tej razlagi so se pojavili pred leti s testi nestanovitnosti, ki so jih opravili LeRoy in Porter (1981) ter Shiller (1981). Na podlagi preprostega dividendnega modela s konstantno diskontno stopnjo (DDM) so odkrili, da je nestanovitnost delniškega trga veliko večja, kot bi jo lahko opravičili s prihodnjimi spremembami dividend. V preteklem stoletju so bile delnice na trgu ZDA pet- do trinajstkrat bolj nestanovitne, kot bi lahko bile glede na DDM. Nadaljnje študije drugih avtorjev, na primer Marsha in Mertona (1986), so potrdile statistično veljavnost testov nestanovitnosti. Čeprav nekateri trdijo, da časovno spreminjajoča se diskontna stopnja lahko razloži neuspeh DDM, so mnogi testi potrdili statistično pomembno nestanovitnost cen delnic. Nekateri raziskovalci, ki zagovarjajo vedenjske finančne modele, pripisujejo nestanovitnost cen neracionalnosti investorjev. Daniel et al. (1998) so za prekomerno nestanovitnost donosnosti razvili teorijo, zasnovano na prevelikem samozaupanju investorjev, ki izhaja iz pristranskosti pripisovanja uspehov sebi in neuspehov drugim vzrokom (self-attribution). Vedenjski pristop k uganki prekomerne nestanovitnosti (excess volatility puzzle) je zgrajen na prepričanju in preferencah (beliefs and preferences). Glede na zakon o malih številih, se da sklepati, da investitorji verjamejo, da je povprečna rast dividend bolj spremenljiva, kot dejansko je. Ko vidijo nenaden vzpon dividend, prehitro verjamejo, da se je povprečna rast dividend povečala. Njihova rast potisne cene delnic navzgor in dodatno prispeva k nestanovitnosti. Razmerje med ceno in dividendnim donosom je lahko tudi zelo nestanovitno, ker investitorji, ko oblikujejo prihodnje donose, ekstrapolirajo pretekle donose predaleč v prihodnost (Barberis in Thaler, 2003).

3.4 NEPRAVILNOSTI OCENJEVANJA TVEGANJA DOLGOROČNIH NALOŽB

Številne empirične študije niso potrdile modela CAPM. Ta odstopanja, poznana kot nepravilnosti. CAPM, so bila potrjena na različnih borznih trgih. Vključujejo dolgoročni preobrat, moment, učinek P/E in M/B, učinek malega podjetja in januarski učinek.

3.4.1 Dolgoročni preobrat

DeBondt in Thaler (1985) sta izračunala triletno kumulativno donosnost za vse delnice, s katerimi se je trgovalo na New York Stock Exchange (NYSE) v času od 1926 do 1982 in oblikovala dve premoženji: "zmagovalce" iz 35 podjetij z najboljšimi predhodnimi rezultati in "izgube" iz 35 najslabših podjetij. Ko sta merila povprečne

donosnosti teh dveh premoženj za naslednja tri leta, sta odkrila, da je imelo premoženje "izgub" za skoraj 8 odstotkov višjo donosnost na leto od "zmagovalcev".

3.4.2 Moment

Enak poizkus kot De Bondt in Thaler (1985) sta naredila Jegadeesh in Titman (1993), toda za šestmesečno obdobje. Odkrila sta, da je desetina največjih predhodnih "zmagovalcev" prekašala predhodne "izgube" za povprečno 10 odstotkov na letni osnovi. Tu je imela glavno vlogo dolžina predhodnega ocenjevalnega obdobja. V enem primeru so "zmagovalci" nadaljevali z zmagami, v drugem pa so bili slabši. Sprememba dolžine obdobja je ena od razlag spremembe rezultatov. Prodaja delnic zaradi davčnih učinkov je povzročila sezonske spremembe v učinku momenta. Delnice s slabimi donosnostmi med letom so bile podvržene prodaji investitorjev, ki so hoteli realizirati izgube, da bi zmanjšali kapitalske dobičke. Ta prodajni pritisk je povzročil, da so predhodni "izgubarji" še naprej izgubljali in tako razširili učinek momenta (stock price momentum). Na prehodu leta pa je prodajni pritisk popustil in omogočil predhodnim "izgubarjem" odboj in zmanjšanje momenta.

Jegadeesh in Titman (1993) ter Jegadeesh (1990) so analizirali moment cene delnic za obdobje od 3 do 12 mesecev. Avtorja sta ugotovila močno povezavo med donosnostjo in dolžino obdobja, posebno za 12 mesečno obdobje. Jagadeesh je z uporabo te strategije oblikoval 10 različnih premoženj v obdobju od 1934 do 1987. Razlika v donosnosti med najbolj skrajnima premoženjema je znašala 2,49 odstotka na mesec.

Moskowitz in Grinblatt (1999) pokažeta, da je strategija investiranja na podlagi momenta dejavnosti, ki zagovarja nakup delnic podjetij iz dejavnosti, ki je v preteklosti pridobivala in prodajo delnic podjetij, iz dejavnosti, ki je v preteklosti zgubljala, lahko zelo donosna.

3.4.3 Multiplikatorji razmerij

Te nepravilnosti, ki imajo moč napovedovanja donosnosti iz razmerij kot sta: knjižna vrednosti proti tržni (B/M) in cena delnice proti dobičku (P/E), imajo v finančah dolgo zgodovino. Prvi dokazi so že od Grahama (1949), novejši dokazi pa so v člankih Fama in Frencha (1992), še novejši od Barberisa in Thalerja (2003) in Hirshleiferja et al. (2003). Hirshleifer et al. ugotavljajo, da je rast prihodnjih dobičkov slabša, ko dobiček iz poslovanja presega kumulativni prosti denarni tok. V vzorcu delnic iz obdobja od 1964 do 2002 je razmerje med neto poslovnimi sredstvi (razlika med

celotnimi poslovnimi sredstvi in celotnimi dolgovi v izkazu stanja) proti celotnim začetnimi sredstvom kazalo na slabšo dolgoročno donosnost delnic.

Delnice z visokim razmerjem M/B (tržna proti knjižni) in P/E (cena proti dobičku) se slabše odrežejo od tistih z nizkim razmerjem. Fama in French (1992) sta grupirala vse delnice, uvrščene na NYSE (New York Stock Exchange), AMEX (American Stock Exchange) in NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) v obdobju od 1963 do 1990 v skupine po deset glede na razmerje B/M (knjižna proti tržna) in merila povprečno donosnost posamezne desetine v naslednjih letih. Odkrila sta, da je povprečna donosnost grupe z višjim razmerjem B/ M, ki vsebuje tako imenovane delnice vrednosti (value stocks), za 1,53 odstotka na mesec večja, kot je povprečna donosnost pri skupini z nižjim B/M razmerjem. Razlika je mnogo višja, kot bi bila zaradi razlik v dejavniku tveganja med tema premoženjema.

David Dreman (1982) je objavil strategijo nasprotnega investiranja, v kateri trdi, da so delnice z nizkim razmerjem P/E podcenjene in omogočajo večje donosnosti. To je razložil s podcenjenostjo delnic z nizkim P/E in precenjenostjo delnic z visokim P/E, ne z večjim faktorjem tveganja

3.4.4 Učinek malega podjetja

Banz (1981) je med prvimi objavil članek o učinku malega podjetja (small-firm effect), ki je poznan tudi kot učinek velikosti (size-effect). Njegova analiza za obdobje 1936 - 1975 odkriva, da so mogoče nenormalne donosnosti z delnicami podkapitaliziranih podjetij. Dokaze je podprl tudi Reinganum (1981), ki je poročal, da je bila za tveganje popravljena letna donosnost malih podjetij večja kot 20 odstotkov. Če bi bil trg učinkovit, bi bilo pričakovati povečanje vrednosti delnic teh podjetij do ravni, na kateri bi bile za tveganje popravljene donosnosti prihodnjih investorjev normalne. Toda to se ni zgodilo. Poleg tega, da model CAPM podcenjuje povprečne donosnosti podjetij z nizko tržno vrednostjo kapitala, uvrščenih na NYSE in AMEX, pa hkrati precenjuje tista podjetja z visoko tržno vrednostjo kapitala.

3.5 NEPRAVILNOSTI HIPOTEZE UČINKOVITEGA TRGA KAPITALA

Hipoteza učinkovitega trga kapitala (EMH) je dosegla svoj vrhunec v akademskih krogih okrog leta 1970. Zaupanje v teorijo je bilo načeto v osemdesetih letih prejšnjega stoletja z uspešnim odkritjem nepravilnosti pri veliki nestanovitnosti donosnosti (Shiller, 2003). Nepravilnosti EMH (enakost cen, napovedljivost cene) kažejo odstopanje modela EMH od stvarnosti.

3.5.1 Enakost cen

Enakost cen (price equal values) se pojavlja v primeru delnic dvojčkov. Royal Dutch Shell je nastal z združitvijo med Royal Dutch (RD) in Shell Transport (ST) in sicer s sporazumno združitvijo finančnih interesov v razmerju 60:40, medtem ko sta podjetji ostali ločeni. Z delnicami RD se primarno trguje v ZDA in Nizozemski. Podjetju RD pripada 60 odstotkov celotnega denarnega toka od obeh podjetij. S ST se trguje v VB, pripada pa mu ostalih 40 odstotkov. Glede na EMH naj bi se z delnicami teh podjetij trgovalo v razmerju 60:40, toda dejanska cena je odstopala od pričakovane za več kot 35 odstotkov. Ta razlika je prevelika, da bi jo lahko razložili z EMH, tudi po prilagoditvi za razliko med davki in transakcijskimi stroški (Barberis in Thaler, 2003, str. 1059-1063).

3.5.2 Napovedljivost cene

Napovedljivost cene (price predictability) je v nasprotju s predpostavko hipoteze EMH, da ni mogoče napovedati prihodnjih gibanj cene delnice na podlagi javno dostopnih informacij. V preteklosti je množica raziskav potrdila, da dolgoročno obstaja napovedljivost cen delnic oziroma donosnosti, kar potrjujejo na primer DeBondt in Thaler (1985), Fama in French (1988), Poterba in Summers, (1988). DeBondt in Thaler (1985) dolgoročno napovedljivost donosnosti pripisujeta pretirani reakciji posameznikov na novice. Poterba in Summers (1988) to pripisujeta neučinkovitosti trga (trgovanje na osnovi nepomembnih informacij in zaradi drugih razlogov kot so pričakovani donosi), Fama in French (1998) pa sta ugotovila, da je spremembe donosnosti v dolgoročnem obdobju mogoče napovedati glede na negativno korelacijo s preteklimi donosnostmi, in to pripisala časovni spremenljivosti premije za tveganje. Njuna študija je obsegala obdobje od julija 1963 do decembra 1990. Delnice sta razdelila v razrede po deset glede na B/M. Rezultati so pokazali, da so povprečne donosnosti naraščale, ko so razredi naraščali od rastočih delnic (growth stocks) proti vrednostnim delnicam (value stocks). Vrednostne delnice (prvih 30 odstotkov delnic rangiranih z B/M) so imele za 1,53 odstotka višjo donosnost na mesec, kot je bila povprečna donosnost najnižje desetine, in da je bila razlika mnogo večja, kot je bila razlika med β (faktor tveganja) za premoženji.

3.6 OMEJENOST ARBITRAŽE

Skladno s hipotezo učinkovitega trga kapitala tržne cene naložb v vsakem trenutku odražajo vse informacije, pomembne za njihovo vrednost. V ravnotežju jih držijo popolnoma racionalni agenti, ki izkoristijo vsako odstopanje od temeljne vrednosti. Dejansko pa je arbitražna povezana s tveganjem in stroški. Tveganje povezano z

arbitražo, je temeljno tveganje dividend in kapitalskih dobičkov. Arbitraža je omejena, ker ni mogoča za širok niz vrednostnih papirjev, saj ni mogoče vedno kupiti delnic in prodati substitutov. Poleg tega je prisotno še tveganje prodajne cene, če je investicijski čas omejen, če posamezni investitorji umaknejo svoja sredstva iz delnic s slabimi rezultati in so managerji prisiljeni predčasno prodati naložbe, zaradi stroškov izposojenega denarja ter če arbitri nimajo z najboljših informacijam (Barberis in Thaler, 2003). Poleg transakcijskih stroškov in stroškov iskanja naložb z odklonom cene je prisotno še tveganje, da bodo trgovci na podlagi nepomembnih informacij (noise trader risk) odstopanje od cene še povečali (DeLong et. al., 1990).

3.7 DRUGE NEPRAVILNOSTI

Sodobna finančna teorija ne more razložiti še vrsto drugih nepravilnosti, kot je na primer januarski učinek ali učinek vremena. Študija, ki sta jo opravila Hirshleifer in Shumway (2001) o različnih vplivih na gibanje cen delnic, je pokazala, da je poleg statističnega gibanja cen in temeljnih podatkov pomemben tudi študij zunanjih vplivov na razpoloženje in čustva investitorja. Psihološki dokazi in izkušnje kažejo, da je sončno vreme povezano z optimističnim razpoloženjem. Odkrila sta, da je sončno vreme zelo pomembno povezano z dnevnimi donosnostmi delnic. Druge vremenske razmere, kot sta dež ali sneg niso povezane z donosnostmi. Čeprav vremenski učinek ne pomeni netvegane priložnosti za arbitražo, je mogoče izboljšati donosnost tržnega premoženja (čeprav skromno) s trgovanjem glede na vreme, četudi obstajajo transakcijski stroški.

Keim (1983) pokaže v analizi za obdobje od 1963 do 1979 za trge NYSE in AMEX, da je januarski učinek lastnost malih podjetij in da se polovica nadpovprečne donosnosti pridobi v prvem tednu trgovanja. Lu in Ma (2003) sta analizirala povezavo med donosnostmi delnic v januarju in objavo zaslužkov v tem mesecu. Letna objava o dobičku v januarju pomeni nenormalno višje donosnosti konec januarja kot v ostalih mesecih. Ti rezultati bi lahko kazali, da so tudi objave rezultatov poslovanja vzrok za januarski učinek.

4 VEDENJSKE FINANCE

Zaradi očitnih pomanjkljivosti sodobne finančne teorije je bilo veliko truda vloženega v iskanje novih rešitev in raziskavo vzrokov teh pomanjkljivosti. Številne raziskave, ki so poskušale postopno izboljšati sodobno teorijo, so bile v smeri postopne sprostitve zelo strogih predpostavk sodobne finančne teorije in približevanja stvarnosti (Thaler, 1999). Druga skupina raziskovalcev, ki je bila v manjšini, je stremela za razvojem

tako imenovane "nove" finančne teorije na popolnoma novih temeljih (Kahneman, Tversky, 1979). Izvor nove finančne teorije je v kritiki sodobne teorije v smislu nerealnih predpostavk in nezmožnosti razlage realnosti, ker ne omogoča uporabnih rešitev za odločanje v praksi. Glavna kritika je, da se ljudje ne vedejo racionalno, ampak normalno in če razumemo njihovo dejansko vedenje (in ne predpostavke o njem), lahko razložimo finančne in naložbene odločitve. Odlično razlago razlik in pristopov med sodobno in novo finančno teorijo sta podala Frankfurter in McGoun (2000). Trdita, da ni univerzalnih modelov razlage finančnega vedenja za katero koli podjetje v katerem koli prostoru ali času. Vedenje je odvisno od številnih socioloških, psiholoških, antropoloških, kulturnih, političnih in drugih dejavnikov, ki se razlikujejo v prostoru in času. To pomeni, da so sedanje analitične metode sodobne finančne teorije neprimerne.

4.1 ZGODOVINA VEDENJSKIH FINANC

Zgodovina vedenjskih financ sega v petdeseta leta preteklega stoletja, saj je bila tradicionalna finančna teorija še psihološko obarvana (Shiller, 1999). Ekonomisti so se začeli distancirati od psihologije med razvojem neoklasične ekonomije ob ideji, da bi ekonomijo preoblikovali v naravoslovno znanost. Glavni vzrok za preobrat k vedenjskim financam so bili nerazložljivi odzivi trga, ugotovljeni pri testiranju EMH in CAPM, ter zbrane psihološke ugotovitve, ki so razlagale premočno (overreaction) ali prešibko (underreaction) reakcijo na informacije. Vedenjske finance, ki izhajajo iz psiholoških, socioloških in drugih raziskav, razlagajo, kako se ljudje odločajo v primeru negotovosti. Največ sta k vedenjskim financam v začetku prispevala Kahneman in Tversky s člankoma v Science leta 1974 o hevrističnih pristranskostih in v Econometrica leta 1979 z razlago odvisnosti od okvirjanja na osnovi teorije izgledov. Hevristika (znanost o metodah) pomeni zbirko preprostih pravil (pravil palca) in bližnjic. Pristranskosti (biases) pa pomenijo sistematične napake, ki so posledica teh pravil. S teorijo izgledov, sta razložila reprezentativni hevrizem in odvisnost od okvirjanja.

4.2 SODOBNE FINANCE PROTI VEDENJSKIM FINANCAM

Sodobne finance predpostavljajo, da se ekonomski subjekti vedejo popolnoma racionalno. Racionalnost pomeni, da agenti spremenijo prepričanje (verjetnost - p) z novimi informacijami glede na Bayesov zakon (Bayes, 1763) in sprejmejo odločitve (koristnost – $U(x)$), ki so v skladu z notacijo Savagea (1954) o maksimiranju koristnosti premoženja glede na teorijo pričakovane koristnosti na podlagi aksiomov, ki sta jih podala von Neuman in Morgenstern (1967) leta 1944. Problemi pri teh predpostavkah so da:

- imamo zmožnosti procesiranja informacij pri ljudeh omejene;
- napačno ocenjujemo verjetnost (p);
- uporabljamo nelinearno utežnostno funkcijo $\pi(p)$;
- vrednostno funkcijo računamo glede na referenčno točko.

Zato vedenjske finance predlagajo uporabo modelov, v katerih agentje niso popolnoma racionalni. Pri tem se ena ali obe predpostavki racionalnosti omilita:

- agentje ne popravijo prepričanja korektno (verjetnost),
- agentje upoštevajo Bayesov zakon pravilno (popravijo prepričanje), vendar odločitev ni skladna s teorijo pričakovane koristnosti.

Po drugi strani pa teoretiki sodobne finančne teorije močno zagovarjajo EMH. Fama (1991) še razširi vprašanje testiranja EMH na informacijske in transakcijske stroške ter vprašanje skupnega testiranja s CAPM (joint-hypothesis problem). Torej ni mogoče ovreči EMH, ne da bi zavrgli CAPM. Fama (1998) trdi, da je premočna reakcija enako pogosta kot prešibka, zato se dolgoročno izničita in sta naključni, kar je skladno z EMH.

4.3 PSIHOLOŠKE PODLAGE

Vedenjske finance in vedenjska ekonomija sta tesno povezani stroki, ki uporabljata znanstvene raziskave o ljudeh, socialnih spoznanjih in čustvih. Prve raziskave so bile najprej na področju borznega trgovanja in odločanja v primerih negotovosti (Kahneman in Tversky, 1974). Vedenjski modeli tipično vključujejo spoznanja iz psihologije in sociologije. Razlikujemo pristranskosti pri presoji in pristranskosti zaradi napak preferenc.

4.3.1 Pristranskosti pri presoji

V današnjem hitro se spreminjajočem okolju so tako investitorji kot managerji v podjetjih, neprofitnih organizacijah ali vladnih službah stalno pod pritiski odločitev z dolgoročnimi posledicami. Dolgoročni uspeh je tako odvisen od pravih odločitev, ki pa zaradi zapletenosti okolja niso mogoče z uporabo stalnih pravil odločanja. Pristranskosti pri presoji (biases of judgement) vključujejo prevzem neznanih tveganj, kar lahko vodi do nepričakovanih rezultatov, neopravičenega trgovanja itd.

Pretiran optimizem

Stari izrek definira pesimista kot "dobro informiranega optimista". Raziskovalci vedenjskih financ bodo ta izrek mogoče spremenili v "nepriistranski optimist", ker je vedno več dokazov, da smo naivni in trmasto optimistični v srcu, ne glede na to kako

dobro smo informirani. Na primer, na vprašanje študentom v polni predavalnici, koliko jih misli, da bodo končali študij med najboljšimi 50 odstotki, bo povprečno 80 odstotkov od njih odgovorilo pritrdilno. Seveda med njimi bo 30 odstotkov razočaranih na koncu študija (Montier, 2002). Stroški za raziskave, razvoj, testiranje in evalvacijo (research, development, test and evaluation - RDT&E) evropskega lovskega letala so bili ocenjeni na 20 milijard dolarjev za začetno delovanje (Initial Operational Capability - IOC) do leta 1997, vendar so že do sedaj presegli 45 milijard dolarjev (Lovallo in Kahneman, 2003).

Pretirana samozavest

Ljudje ne reagirajo pravilno na tveganja (čeprav so opozorjeni), ker so pretirano samozavestni glede svojih zmožnosti za preprečitev nevarnosti. Mnogi, tudi če se zavedajo tveganja uporabe proizvoda, pogosto sami pripomorejo k nesrečam in sicer bolj zaradi nepravilnega ravnanja kot zaradi drugih okoliščin. To pomeni podcenjevanje tveganja in s tem ogrožanje svoje varnosti, ker sebe ocenjujejo kot "zelo sposobne in previdne". Tudi če razumejo tveganje, potrošniki pogosto kažejo preveliko zaupanje (over-confidence) v svoje sposobnosti. V primerih, ko so bili ljudje prepričani da imajo prav, se je izkazalo, da so imeli prav v 80 odstotkov primerov. Lichenstein in Fischhoff (1977) sta dala skupini ljudi tržna poročila o 12 delnicah in jih vprašala za napoved gibanja cene v določenem obdobju. Samo 47 odstotkov napovedi je bilo pravih, čeprav je bila povprečna stopnja zaupanja 65 odstotna. Posamezniki, ki kažejo preveliko samozavest, se omenjajo kot slabo »kalibrirani«. Posamezne skupine, ki se izkazujejo kot dobro »kalibrirane«, so na primer tiskarji, meteorologi itd. Kako prevelika samozavest vpliva na finančne trge in kdo je na teh trgih preveč samozavesten je raziskal Odean (1998). V vseh primerih prevelike samozavesti se je povečal obseg trgovanja in zmanjšala pričakovana donosnost. Barber in Odean (2000) ugotavljata, da donosnost pada, ko promet raste. Investitorji s preveliko samozavestjo mnogo preveč trgujejo. Druge psihološke študije kažejo, da moški trgujejo več kot ženske. Barber in Odean (2000a) sta to predpostavko testirala z delitvijo investorjev na podlagi spola. Psihološke raziskave so pokazale, da so moški bolj nagnjeni k prevelikemu samozaupanju kot ženske. Tako modeli prevelike samozavesti investorjev predvidevajo, da moški trgujejo več in končajo slabše kot ženske. Skladno z modeli sta pokazala, da moški trgujejo 45 odstotkov več kot ženske in zaslužijo tveganju popravljeno letno donosnost, ki je za 1,4 odstotka manjša kot pri ženskah.

Neskladnost prepričanja

To je duševni konflikt (cognitive dissonance), ki ga ljudje kažejo, ko obstaja dokaz, da je njihova domneva ali prepričanje napačno. Če obstaja nekonsistentnost med spoznanji, je nujna sprememba. Prvi jo je raziskal Festinger (1957) s sodelavci na primeru opazovanj okultne skupine, ki je verjela v vesoljni potop in posledice tega

prepričanja, ko se to ni zgodilo. Stopnja samozanikanja je pri nekaterih neverjetno visoka.

Pristranskost okrepitve

Ko se odločimo ali naredimo hipotezo, aktivno iščemo stvari, ki bodo potrdile našo odločitev ali hipotezo. Izogibamo se tudi stvarem, ki bi hipotezo ovrgle. Alternativa temu je samo, da se soočimo z disonanco, da je hipoteza napačna. Pristranskost okrepitve (confirmation bias) uporabljamo tako za iskanje po spominu kot za iskanje po zunanjem svetu.

Pristranskost po ohranitvi

Pristranskost po ohranitvi (conservatism bias) je opredeljena kot tendenca spremembe prepričanja zaradi novih informacij v smislu pozitivne in manj v smislu negativne potrditve predhodnega prepričanja. Ko je prepričanje določeno, ga večina ljudi zelo težko spremeni. Psihološka literatura daje dve razlagi za ohranitev prepričanja. Prva je, da posameznik bolj išče informacije za potrditev prepričanja kot za zanikanje. Drugo pa je, da prejemnik informacije za podporo svojega prepričanja raje naredi napako pri sprejemanju informacije ali njeni interpretaciji. V primeru spremembe prepričanja, pa se to zgodi zelo počasi, kar povzroča prešibko reakcijo (Montier, 2002).

Odpor do neznanega

Ljudje ne marajo položajev, v katerih so negotovi glede verjetnosti porazdelitve izidov, kar lahko imenujemo odpor do neznanega (aversion to ambiguity). Ellsberg (1961) je to prikazal na preprostem primeru, znanem kot problem "dveh barv" (two-color problem). Posoda vsebuje 30 rdečih kroglic ter 60 črnih in rumenih v neznanem razmerju. Vprašani sta, ali bi raje stavili na:

- V1. rdeče (A) ali črne (B),
- V2. rdeče in rumene (C) ali na črne in rumene (D).

Večina ljudi izbere A in D, kar je nekonsistentno s Savagevim načelom gotovosti (sure-thing principle). Ker so znane enake možnosti za dobiček A in D ter neznanega za B in C, je to lahko dokaz za odpor do neznanega, ki ga teorija pričakovane koristnosti ne upošteva. Ellsberg razlaga prekršitev načela s tem, da se ljudje ne odločajo za neznanega oziroma imajo odpor do neznanega.

Pristranskost razpoložljivosti

Presojanje je lahko pod vplivom pristranske razpoložljivosti (availability heuristic). To je kako oziroma s kakšno lahkoto informacije ali asociacije pridejo v spomin ali jih prikličemo iz spomina (Kahneman in Tversky, 1974). Pristranska razpoložljivost je pravilo palca s katerim posameznik oceni verjetnost dogodka glede na lahkoto pomnjenja. Nedavne in bolj izstopajoče dogodke imamo nedvomno bolj v spominu

kot bolj oddaljene ali nepomembne, zato pri ocenjevanju verjetnosti damo tem večjo težo (Kahneman in Tversky, 1973, str. 207-210). Investitorji, ki so doživeli borzni zlom, imajo tega verjetno zelo dobro v spominu, tudi če je oddaljen desetletje ali več. Ko predvidevajo možnost ponovnega zloma, dajejo preteklemu dogodku preveliko težo in tako dobijo popačeno oceno (Shefrin, 2000, str. 21-22).

Sidranje in prilagoditev

Tversky in Kahneman (1974, str. 1128) sta identificirala pravilo sidranja in prilagajanja (anchoring and adjustment). Pri oblikovanju ocen oziroma predvidevanju ljudje pogosto začnejo z neko referenčno vrednostjo (povprečje, najpogostejša vrednost), ki jo pozneje prilagodijo navzgor ali navzdol, če obstaja razlog za popravek vrednosti. Pogosto je ta prilagoditev nezadostna, saj se pretirano zanašajo na t. i. »sidro« (anchor) oziroma referenčno vrednost. Na primer, v enem od eksperimentov sta povprašala udeležence testa za delež afriških držav v vseh državah članicah Organizacije združenih narodov (OZN). Pred odgovori so zavrteli kolo sreče s števili od 1 do 100, nastavljeno tako, da se je ustavilo na 10 ali 65. Ko se je kolo ustavilo pri številu 10 so vprašani ocenili, da je delež 25 odstoten. ko pa se je kolo ustavilo na 65, so ocene narasle na 45 odstotkov.

Sidranje vpliva tudi na trgovanje z vrednostnimi papirji. Trg vrednostnih papirjev šibko reagira (under-react) na temeljne informacije, na primer zamik najave dobičkov (earnings announcement drift) ali izostanek dividend. Sidranje in vrednotenje (anchoring and valuation), na primer relativno vrednotenje, in uporaba povprečij v dejavnosti za presojo relativnega stanja podjetja lahko kažejo, da je delnica A videti poceni na relativni podlagi P/E, če ne upoštevamo, ali je absolutna vrednost P/E za dejavnost pravilna.

Reprezentativnost

Ljudje so nagnjeni k temu, da dogodke razvrščajo kot tipične oziroma reprezentativne za posamezen razred. Ko ocenjujejo verjetnost nastanka določenega dogodka, se pretirano zanašajo na te razrede oziroma stereotipe in tako dobijo pristransko oceno (Kahneman, Tversky, 1972, str. 431). Reprezentativnost ima za posledico pristranskosti:

- neupoštevanje velikosti vzorca (sample size neglect),
- neupoštevanje temeljnega deleža (base rate neglect),
- igralčevo zmoto (gambler's fallacy).

Prva pristranskost pomeni pristransko oceno verjetnosti nastanka določenega dogodka in je posledica neupoštevanja velikosti vzorca (Kahneman in Tversky, 1974, str. 1125), da je na primer šest metov kovanca (namesto tisoč) že dovolj velik vzorec. Tako investitorji verjamejo, da nekaj uspešnih napovedi borznega analitika kaže na dobrega analitika.

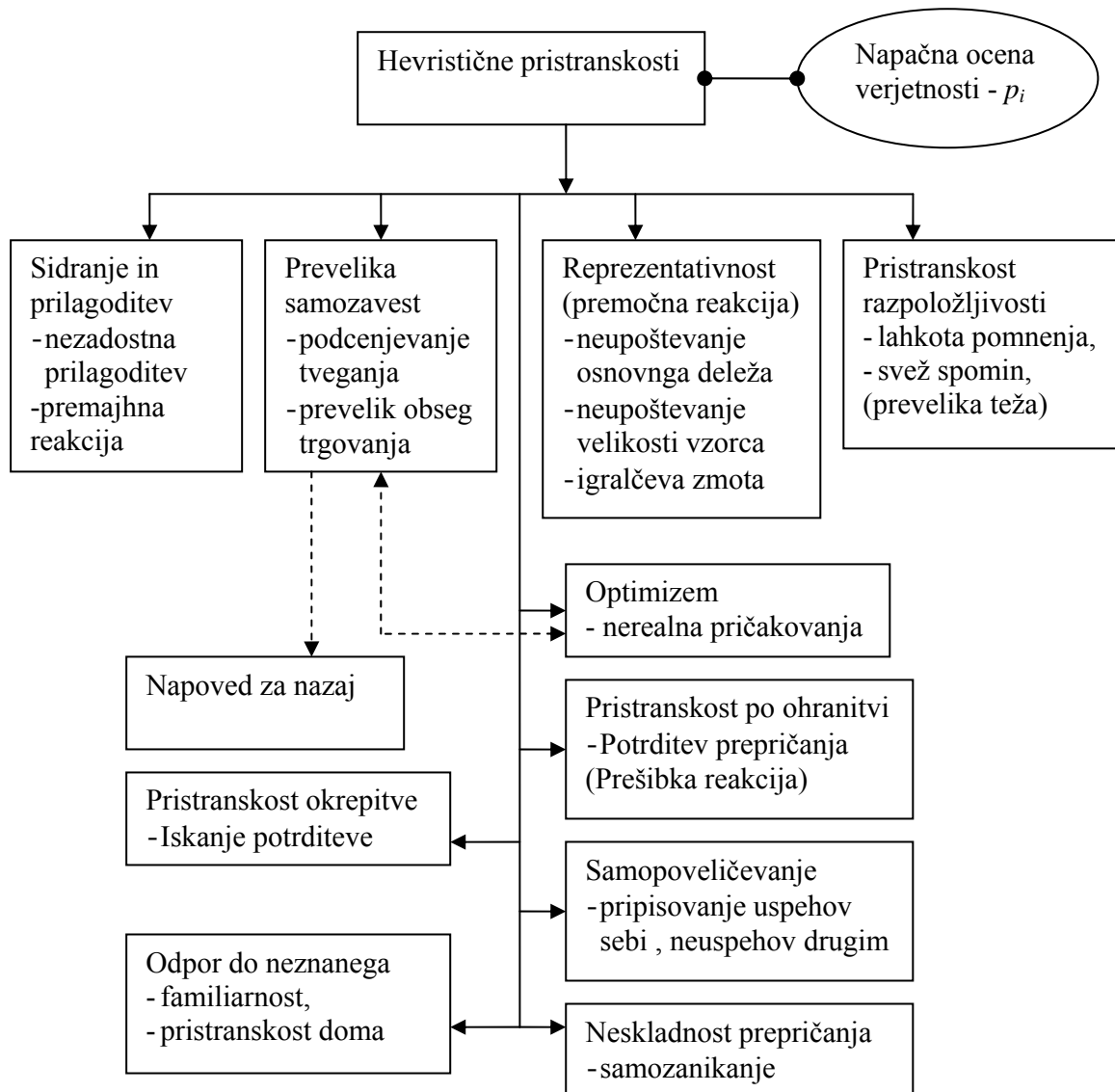
Druga pomeni, da ljudje pogosto posvetijo preveč pozornosti posameznim podrobnostim in premalo najpomembnejšim informacijam. Pojavi se na primer pri pogojni odvisnosti dogodka, ko ljudje podcenjujejo verjetnost pogojnega dogodka. Kahneman in Tversky sta vprašala anketirance, kateri dogodek je bolj verjeten: oseba z imenom Linda je bančna uslužbenka (stanje A) ali bančna uslužbenka in aktivna v ženskem gibanju (stanje B). Opis Lindine osebnosti je: Linda je stara 31 let, samska, zgovorna in zelo inteligentna. Doktorirala je iz filozofije in bila kot študentka zaskrbljena zaradi diskriminacije in pomanjkanja socialnih pravic, udeleževala pa se je tudi protijedrskih demonstracij. Večina je odgovorila B in tako jasno prekršila Bayesov zakon. Razlog je v tem, da je večina anketirancev preveč upoštevala opis Linde kot feministke in tako stanje B. Čeprav je stanje B unija dveh dogodkov in tako manj verjetno kot posamezen dogodek.

Tretja pa pomeni, da se bo trend obrnil. Značilna je pri igralcih na srečo. Za primer pri metanju kovanca so izidi naslednji: HHTHTTT (H – glava, T – grb). Kaj bo najbolj verjetno v naslednjem metu: glava, grb ali sta glava in grb enako verjetna? Prvi odgovor je primer igralčeve zmote, da se bo trend nadaljeval. Drugi odgovor je primer igralčeve zmote, da se bo trend obrnil. Pravilni je tretji odgovor: glava in grb sta enako verjetna.

Reprezentativnost ima veliko primerov v financah. Ljudje na primer prehitro sklepajo, da je nekaj uspešno izbranih delnic finančnega analitika posledica njegovih sposobnosti oziroma odličnega znanja, saj verjamejo, da nekaj zaporednih uspehov ni reprezentativnih za povprečnega, temveč za dobrega analitika (Barberis in Thaler, 2003, str. 1065). Nekateri avtorji to imenujejo tudi zakon malih števil (law of small numbers).

Napake zaradi pristranskosti pri presoji so povzete na sliki 4.

Slika 4: Napake zaradi pristranskosti pri presoji



Vir: lasten.

4.3.2 Napake zaradi preferenc

Večina modelov sodobne finančne teorije predpostavlja, da se posamezniki vedejo v skladno s teorijo maksimiranja pričakovane koristnosti, ki sloni na von Neumannovih in Morgensternovih (1967) aksiomih o primerljivosti, tranzitivnosti, stalnosti, neodvisnosti, zamenljivosti ter nenaklonjenosti tveganju (von Neuman in Morgenstern, 1967). Vendar pa na preference ljudi vpliva tudi način, kako je vprašanje postavljeno ali odvisnost od okvirjanja (framing), miselnega razvrščanja (mental accounting), samoobvladovanja (self-control), obžalovanja (regret) ter denarne iluzije (money illusion).

Odvisnost od okvirjanja

Odločitve so lahko odvisne od tega, kako so informacije podane, ali na splošno rečeno od okvirjanja (framing). Primeri okvirjanja:

- 3 dolarji na dan se zdi manj drago kot 1095 dolarjev na leto,
- 50 odstotkov možnosti za uspeh namesto 50 odstotkov možnosti za neuspeh lahko spremeni odločitev (pol-poln ali pol-prazen kozarec).

Primer vizualnega okvirjanja je dolžina dveh premic. Številni bi odgovorili, da je spodnja premica daljša, kot zgornja.



Če dodamo vertikalni liniji, je očitno, da sta premici enake dolžine. Za okvirjanje sta lahko dva različna vzroka:

- osebna pristranskost zaznavanja,
- zunanja dezinformacija.

Notranje okvirjanje je lahko slučajno kot posledica pomanjkanja pozornosti ali preozkega gledanja na informacijo (tunnel vision). Zunanje okvirjanje se nanaša na to, kako je informacija podana. Lahko je namerno podana napačno. Cilj napačnega podajanja je lahko manipuliranje.

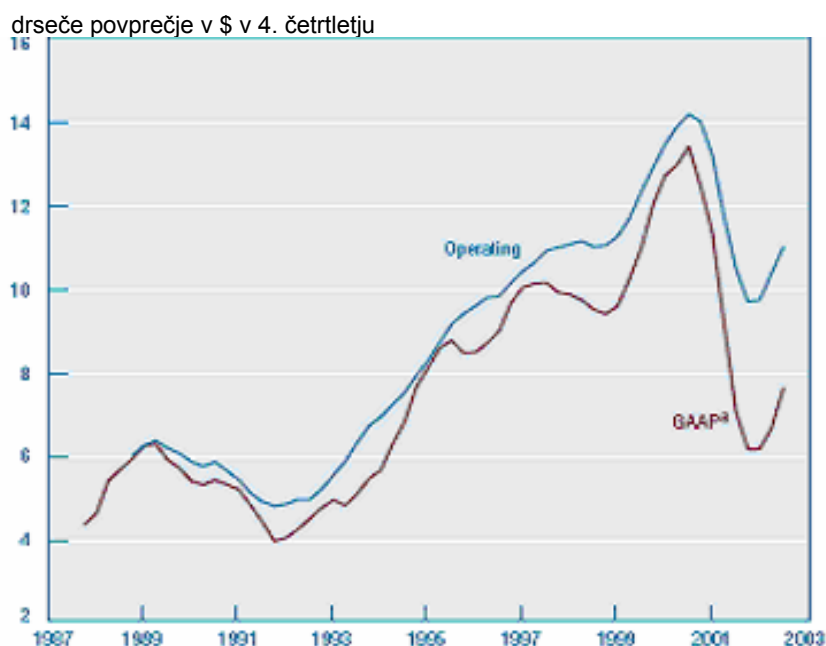
Večina ljudi je "odvisna od okvirjanja". Svoj pogled omejijo na ozek kot gledanja. Pri odločanju o zadevi, večina ljudi izbere samo eno pot, ki je najbližja ali najbolj očitna. Barberis in Huang (2004) opisujeta različne načine vključitve nenaklonjenosti izgubi in okvirjanja (loss aversion in narrow framing) v tradicionalno funkcijo koristnosti. Ti modeli resnično omogočajo boljšo razlago uganke o premiji tveganja. V ravnotežju ti modeli ustvarjajo visoke premije za tveganje in nizke stabilne netvegane stopnje donosnosti celo pri enakomerni rasti potrošnje in slabi korelaciji z borznim trgom.

Benartzi in Thaler (1995) sta s simulacijo pokazala, da je velikost premije za tveganje skladna s predhodno ocenjenimi parametri teorije izgledov, če investitorji enkrat letno vrednotijo premoženje. Barberis in Huang (2001) sta primerjala donosnosti delnic investitorjev nenaklonjenih tveganju za premoženje delnic in za posamezno delnico. Drugi primer je bil uspešnejši, saj je imela donosnost posamezne delnice veliko višje povprečje od premoženja delnic.

Z okvirjanjem je povezan tudi učinek “hišnega denarja” (house money). Znano je, da se nenaklonjenost tveganju zmanjša po predhodnih dobitkih. Ta učinek je znan iz igralništva, ko igralci višajo stave po prejšnjih dobitkih (Thaler in Johnson, 1990).

Investitorji kažejo odvisnost od okvirjanja običajno takrat, ko se obravnava poslovno poročilo. Še posebej bi morali biti investitorji pozorni na denarni tok in ne na dobiček (Montier, 2002). Primer na sliki 5 kaže razliko med dejanskimi dobički na delnico skladno z ameriškimi računovodskimi standardi (GAAP⁴) in načrtovanimi dobički.

Slika 5.: GAAP in operativni (proforma) dobiček na delnico



Vir: Standard and Poor's Corporation, Carlson in Sahinoz, 2003
a. Standard and Poor's to imenuje “as-reported earnings”.

⁴ GAAP temelji na izločenih stroških (based on the excluded expenses). Pro forma dobiček za razliko od GAAP lahko vključuje odpis vrednosti, amortizacijo, stroške prestrukturiranja in združitve, obresti, plačila zaposlenim na podlagi delnic, itd.

Doyle et al. (2003) navajajo, da strategija trgovanja na podlagi GAPP dosega nenormalno visoke pozitivne donosnosti v letih po objavi in prenese različne faktorje tveganja.

Miselno razvrščanje

Miselno razvrščanje je kognitivna dejavnost posameznikov in skupnosti pri organizaciji, vrednotenju in sledenju finančnih aktivnosti. Posamezniki svoje sedanje in prihodnje premoženje razvrščajo v različne nepovezane dele. Razvrščanje je po vrsti izdatkov in prihodkov, miselni dejavnosti za posamezno razvrstitev ter pogostosti vrednotenja. Posledice miselnega razvrščanja vplivajo na odločitve o finančnih aktivnostih posameznika (Thaler, 1999).

Samoobvladovanje

Pri samoobvladovanju gre predvsem za obvladovanje svojih čustev. Ljudi skrbi, da bodo izgubili nadzor nad vsakodnevnimi oziroma mesečnimi izdatki in svoje premoženje prehitro izčrpali. Zato si postavljajo določena pravila, s pomočjo katerih poskušajo krotiti želje po trenutnem zadovoljstvu in se upreti skušnjavam. Zaradi enega izmed teh pravil naj bi investitorji imeli raje dividende kot pa kapitalske dobičke. Na dividende gledajo kot na dohodek, ki ga lahko porabijo za vsakodnevne življenjske izdatke, medtem ko vidijo delnice kot kapital, v katerega ne smejo posegati (Shefrin in Statman, 1984, str. 255-258).

Obžalovanje

Ljudje občutijo obžalovanje, kadar v svoji presoji naredijo napako in jih ta privede do neželenega izida. Obžalovanje je več kot samo žalost in bolečina zaradi izgube, saj vključuje tudi občutek odgovornosti za slab razplet (Shefrin, 2000, str. 30). Posameznik se želi na vsak način izogniti obžalovanju, to pa lahko vodi v iracionalno vedenje. Z obžalovanjem je mogoče pojasniti dejstvo, da se investitorji obotavljajo prodati delnice, katerih vrednost je padla, saj se tako izognejo dokončni potrditvi svoje napačne investicijske odločitve. Nasprotno pa prehitro prodajo delnice, katerih vrednost je narasla, saj jih je strah obžalovanja, če delnic ne bi prodali, preden bi njihova vrednost začela padati (Odean, 1998b). Zmanjšanje obžalovanja je tudi eden izmed razlogov, da investitorji tekočo potrošnjo raje financirajo z dividendami kot pa s prodajo delnic, saj bi se v primeru povečanja vrednosti delnic počutili odgovorni za izgubo zaradi prezgodnje prodaje. Zaradi enakega razloga raje investirajo v bolj "popularne" delnice. Če pa se izkaže investicija v te delnice za slabo, pa občutijo manjše obžalovanje, saj je podobno napako v presoji naredilo veliko investitorjev (Shefrin, 2000, str. 31).

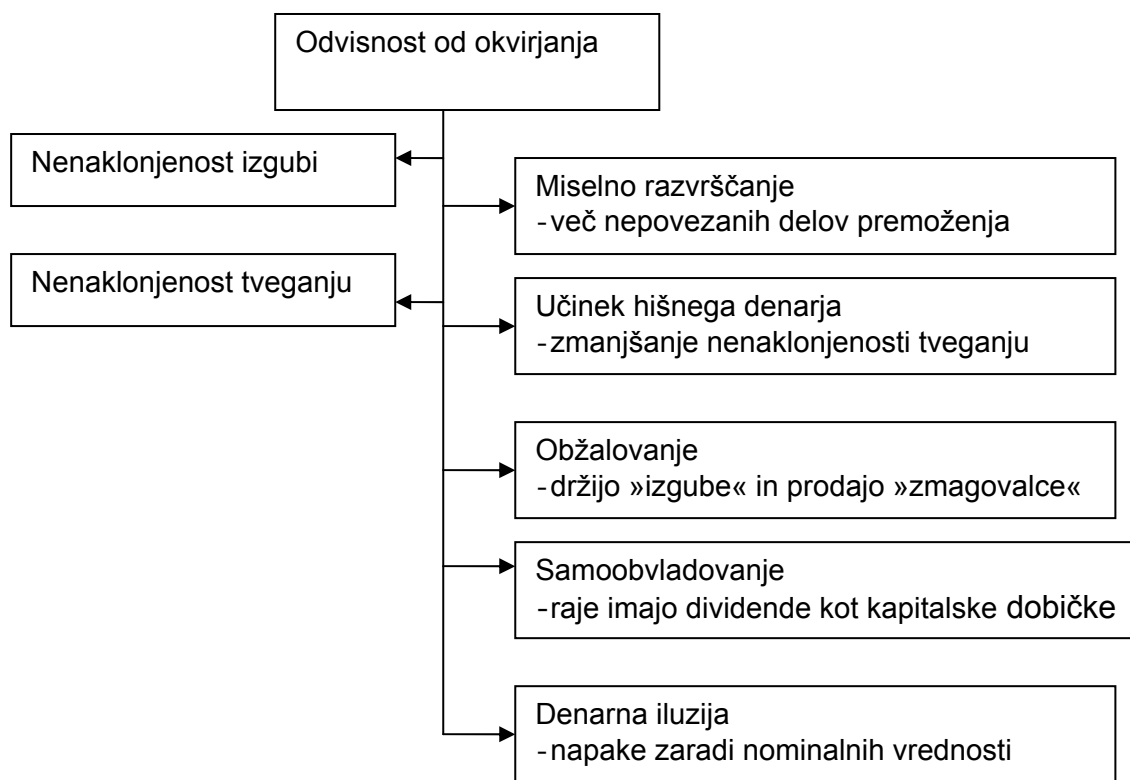
Denarna iluzija

Denarna iluzija se nanaša na ugotovitev, da večina ljudi dobro razume pojem inflacije in zna nominalne zneske pretvoriti v realne, vendar so jim nominalne vrednosti bližje.

Bolj naravno se jim zdi premišljevat in računati v nominalnih zneskih, to pa lahko privede do določenih napak oziroma pristranskih ocen (Shafir et al., 1997). Odgovori na anketo o plači, ki jo je izvedel Shafir s sodelavci, so pokazali, da so zaposleni bolj zadovoljni z 2 odstotnim zvišanjem plače v času 4 odstotne inflacije, kot z znižanjem plače za 2 odstotka v obdobju brez inflacije. Tako so potrdili skladnost rezultatov z odvisnostjo od okvirjanja.

Na sliki 6 so prikazane odvisnosti od okvirjanja in njihove posledice na odločanje.

Slika 6: Posledice zaradi odvisnosti od okvirjanja



Vir: lasten.

4.3.3 Teorija izgledov

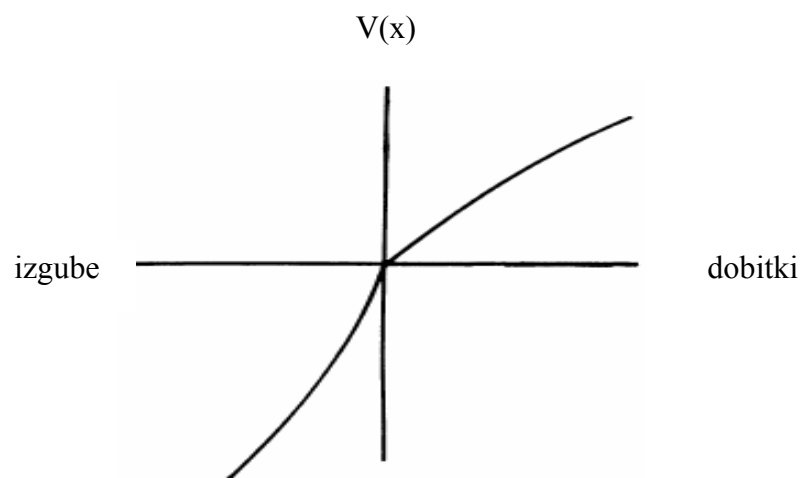
Primerjave s stvarnostjo so pokazale neveljavnost aksiomov o stalnosti in neodvisnosti preferenc (Tversky in Kahneman, 1986, str. 254), ki so podlaga teorije pričakovane koristnosti. Teorija izgledov (prospect theory) temelji na rezultatih številnih eksperimentov psiholoških študij in je alternativa teoriji pričakovane koristnosti von Neumana in Morgensterna (1967). Teorija izgledov opisuje, kako posamezniki presojuje izgube in dobitke. Je skladna z odvisnostjo od okvirjanja ugotovljeno v realnosti, kar pomeni, da na odločitve ljudi ne vpliva samo vsebina

vprašanja, temveč tudi način, na katerega jim je vprašanje postavljeno. Za razliko od teorije pričakovane koristnosti omogoča vrednotenje dobitka glede na referenčno vrednost, ne samo v absolutni vrednosti. Kahneman in Tversky (1979) sta pokazala, da investitorji pri odločanju uporabljajo "S" obliko funkcije koristnosti (slika 7), ki je v področju dobičkov glede na izhodišče koordinatnega sistema konkavna, medtem ko je na področju izgub konveksna in kaže zmanjševanje občutljivosti na spremembe v obe smeri. To kaže, da so ljudje tveganju nenaklonjeni v področju dobičkov in naklonjeni na področju izgub. Intuitivno z držanjem izgub investitorji igrajo na karto, da bo cena delnice zrasla in se ne bodo soočili z bolečo izgubo.

Nepravilnosti teorije pričakovane koristnosti so v teoriji izgledov upoštevane s tremi glavnimi elementi:

- nenaklonjenost izgubi,
- nelinearno tehtanje verjetnosti,
- refleksijski učinek.

Slika 7: Vrednostna funkcija



Vir: Kahneman in Tversky, 1979.

Nenaklonjenost izgubi

Učinek nagnjenosti k uresničitvi dobičkov, ne pa izgub, sta analizirala Shefrin in Statman (1985) in ga imenovala »disposition effect«. Investitorji težijo k zadržanju delnic, ki imajo izgubo in prodaji tistih, ki imajo dobiček. Ta učinek temelji na dveh lastnostih teorije izgledov, in sicer nagnjenju posameznikov:

- za vrednotenje dobičkov in izgub relativno na referenčno točko,

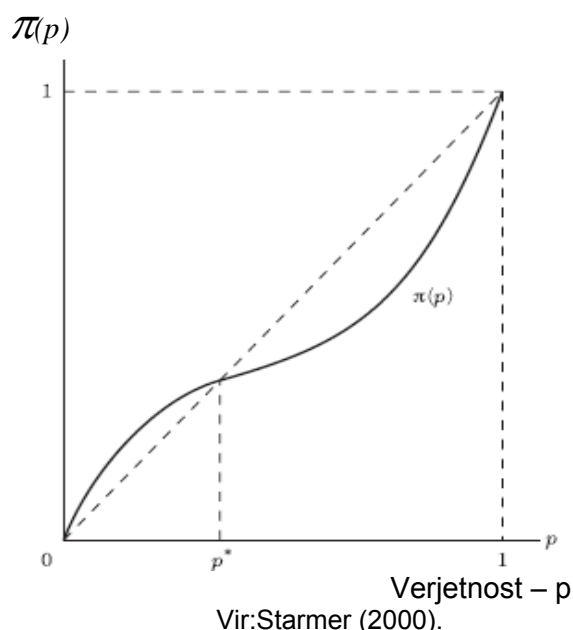
- da so naklonjeni tveganju v razmerah možnih izgub, in nenaklonjeni tveganju, pri katerem so možni zanesljivi dobički.

Ljudje ne ocenjujejo končne vrednosti premoženja, kot je v teoriji pričakovane koristnosti glede na aksiome von Neumanna in Morgensterna (1967), ampak dobitke in izgube vrednotijo glede na referenčno točko, ki se spreminja glede na razmere oziroma ali je v področju izgub ali dobitkov. Shefrin in Statman (1985) sta v raziskavi pokazala, da so udeleženci prodali delnice s pozitivnimi donosi (zmagovalce) in obdržali delnice z negativnimi donosi (izgube) in niso realizirali izgube. Izguba bi pomenila dvojno bolečino: zmanjšanje premoženja in priznanje zaradi napačne odločitve.

Nelinearno tehtanje verjetnosti

V teoriji pričakovane koristnosti je pričakovani izhod merjen z njegovo verjetnostjo. Tako 50-odstotna verjetnost pomeni točno 50 odstotkov verjetnosti dobitka in 1 odstotek pomeni natančno 10-krat več kot 0,1 odstotka. Vendar pa v procesu odločanja 1 odstotek vedno ne pomeni 10-krat več kot 0,1 odstotka. Odločitev je odvisna od tega ali smo v področju dobitkov ali izgub. Poleg tega pa so majhne

Slika 8: Tehtana verjetnost



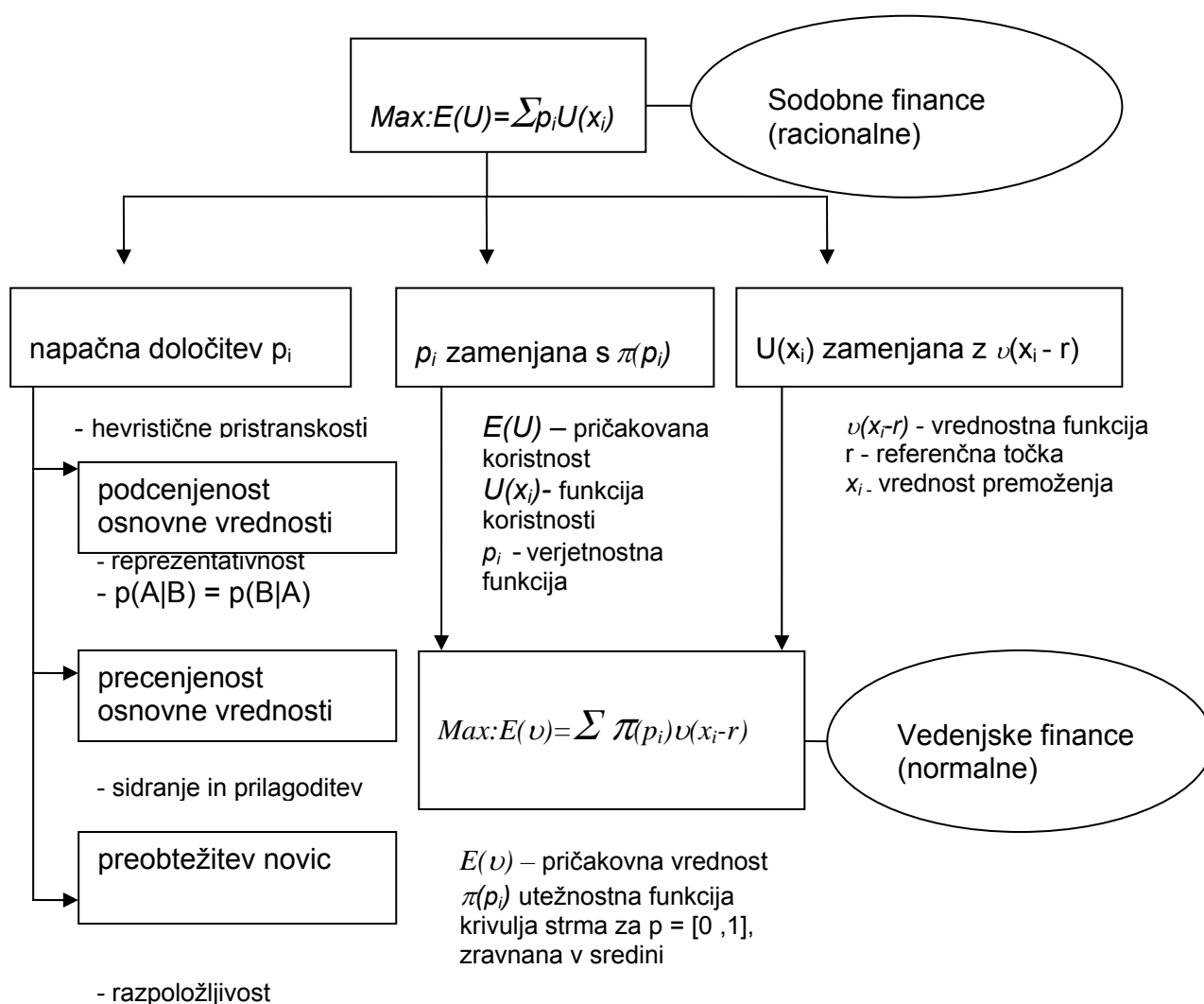
verjetnosti običajno precenjene, srednje verjetnosti pa podcenjene (slika 8). Ljudje želijo plačati več pri spremembi verjetnosti od 0 odstotkov na 1 odstotek in od 99 odstotkov na 100 odstotkov, kot za spremembo od 41 odstotkov na 42 odstotkov.

Verjetnosti so zamenjane s tehtanimi verjetnostmi. Tehtane vrednosti so splošno manjše kot ustrezne verjetnosti: $\pi(p) < p$.

Refleksijski učinek (Tversky in Kahneman, 1981)

Nanaša se na nasprotno preference pri igri z nasprotnima izidoma po predznaku (izid je izguba ali dobiček). Vključuje igre, katerih izhoda sta absolutno enako velika, vendar različna po predznakih, na primer večina ljudi izbere zanesljivi dobiček 20 dolarjev pred 1/3 verjetnosti dobitka 60 dolarjev. Vendar izberejo 1/3 verjetnosti, da izgubijo 60 dolarjev (2/3 verjetnosti, da ne izgubijo nič) pred zanesljivo izgubo 20 dolarjev. Izid vključuje različna izhoda (dobiček proti izgubi), ki se razlikujeta v predznaku (+20, -20).

Slika 9: Primerjava teorije pričakovane koristnosti in teorije izgledov



Vir: lasten.

5 VPLIV VEDENJSKIH FINANC

Najmanj raziskano področje vedenjskih financ se nanaša na področje poslovnih financ. Ta izpustitev je nenavadna zaradi dejstva, ker je eno od klasičnih del (Lintner, 1956) na področju poslovnih financ izrazito vedenjsko obarvano. Klasični prispevki (Modigliani in Miller, 1961) o strukturi kapitala in nepomembnosti dividend, ki so zasnovani na hipotezi učinkovitosti trga kapitala, so iz poslovnih financ izključili vedenjske komponente. Sodobne finance priznavajo vedenjske komponente in njihov vpliv na poslovne finance (Fama, 1998), vendar trdijo, da se te dolgoročno izničijo.

5.1 GLAVNI VPLIVI

Pri raziskavah vpliva vedenjski financ na poslovne finance se pojavljajo tri paradigme:

- neracionalen manager in racionalen investitor,
- racionalen manager in neracionalen investitor,
- tempiranje trga.

Posebno zadnji dve paradigmi sta med seboj tesno povezani, saj racionalni managerji v primeru neracionalnih investitorjev tempirajo izdajo lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev ter odkup lastnih delnic z odklonom cen od ravnovesnih.

5.1.1 RACIONALNI MANAGERJI IN NERACIONALNI INVESTITORJI

Ta paradigma kaže, kako podjetja učinkovito izkoriščajo arbitražo proti odklonom cen svojih vrednostnih papirjev na trgu. V primeru neracionalnih investitorjev so združitve, prevzemi, IPO in nakupi lastnih delnic dejavnosti podjetij, ki omogočajo arbitražo pri odklonih tržnih cen vrednostih papirjev (Montier, 2002). Stein (1996) opisuje kateri dejavniki (časovni okvir managerjev, finančne omejitve) vplivajo na sprejem investicijske odločitve oziroma najnižjo sprejemljivo stopnjo donosnosti, če sredstva niso racionalno vrednotena. V primeru iracionalnih investitorjev lahko koeficient knjižne vrednosti proti tržni (B/M) kaže na neracionalnost trga kot nadomestilo za temeljno tveganje.

5.1.2 NERACIONALI MANAGERJI IN RACIONALNI INVESTITORJI

Najbolj pogosti psihološki pristranskosti na področju managementa sta prevelik optimizem in prevelika samozavest. Weinstein (1980) pravi, da je optimizem največji takrat, ko so ljudje v situacijah, ki jih obvladajo. Ta pristranskost kaže na nerealni optimizem o prihodnjih življenjskih dogodkih. Čeprav racionalni investitorji popravijo vsako odstopanje cene od realne vrednosti, pa pomanjkanje substitutov in stroški arbitraže onemogočajo učinkovito arbitražo na trgu v primeru racionalnih investitorjev.

Managerji so preveč optimistični glede svojih zmožnosti in možnosti svojega podjetja. Nenaklonjeni so izdaji delnic, če so prepričani, da je njihovo podjetje podcenjeno, naklonjeni pa k prevzemu podjetij, ker mislijo, da bodo s svojimi managerskimi sposobnostmi ustvarili novo vrednost (Montier, 2002). Irani (1999) navaja pregled napovedi dobička 267 ameriških managerjev med leti 1990 in 1995. V njem se pokaže povprečen optimizem managerjev v njihovih pričakovanjih. Managerji, ki imajo pravilne informacije, poskušajo v objavah na začetku leta prikriti prihodnje dobičke in ohraniti konkurenčno prednost z objavo manj optimističnih napovedi. Poleg tega managerji izvajajo ukrepe (kot je prostovoljno razkritje uspeha), ki so zanje najbolj koristni. V primeru podjetij v finančni stiski objava uspeha ne odraža optimizma managerjev, ker ti še niso prepričani, kdaj bo njihovih finančnih težav konec.

5.1.3 TEORIJA TEMPIRANJA TRGA

Teorija tempiranja trga je pomembna pri razlagi finančnih odločitev, ki se časovno spreminjajo: tako odločitev o izdaji lastniškega kot dolžniškega kapitala. Posebno izdaja lastniškega kapitala je močno negativno povezana s stopnjo premije za tveganje, pa tudi z drugimi časovno odvisnimi vplivi. Izdaja dolžniškega kapitala je močno povezana z realnimi obrestnimi merami. Tempiranje trga vpliva tudi na prihodnjo strukturo kapitala. Tako so imeli vrednostni papirji, izdani v določenem letu, trajne posledice na strukturo kapitala podjetja v naslednjih letih. Poleg tega si podjetja želijo zunanji finančni kapital za povečanje rezerv notranjih finančnih sredstev. To povečanje tempirajo s trgom kapitala, ko so stroški kapitala nizki (Huang in Ritter, 2005).

Baker in Wurgler (2002) ugotavljata, da struktura kapitala odraža preteklo tempiranje trga. Podjetja izdajajo lastniški kapital, ko je njegova vrednost relativno visoka glede na knjižno in preteklo tržno vrednost ter odkupujejo lastniški kapital, ko je tržna vrednost nizka. Posledica je, da je struktura kapitala seštevek preteklega tempiranja

trga. Pokažeta tudi, da lahko tudi začasna neskladnost tržnih cen pomeni stalno spremembo v strukturi kapitala.

5.2 VLADANJE PODJETJEM

Teoretično področje vladanja podjetjem se nanaša predvsem na delniške družbe. Z vidika vedenjskih financ je pomembno pri nadzoru preveč optimističnih managerjev ali v primeru pristranskosti kot je samopovečevanje managerjev. Prvi vodijo podjetje v dejavnosti, kot so na primer nakupi podjetij, ker so prepričani v svoje sposobnosti, da lahko ustvarijo dodano vrednost, drugi uspehe podjetja pripisujejo svojim sposobnostim, neuspehe pa zunanjim vplivom.

5.2.1 Velika podjetja

Vladanje delniških družb in struktura kapitala

Fluck (1998) raziskuje vpliv dolžniškega in lastniškega kapitala v primeru dejavnostih managementa, ki jih ni mogoče preverjati. Pri tem dolžniški kapital ublaži probleme nadzora managementa s pravicami nadzora, ki so odvisne od nezmožnosti fiksnih odplačil dolga. Na drugi strani pa lastniški kapital odpravlja probleme nadzora managementa glede na pravice lastnikov kapitala, da odpustijo managerje. Fluck ugotavlja, da nadzorne pravice in zrelost zunanjega kapitala zmanjšujejo probleme moralnega tveganja managerjev pri prelivanju denarnega toka v osebne koristi. V podobni analizi Myers (1998) ugotavlja, da čeprav dejavnosti managementa v zvezi z denarnim tokom niso preverljive, ima kapital pomembno vlogo, ker lastniki kapitala lahko kadarkoli umaknejo svoja sredstva. Po drugi strani pa dolžniški kapital dovoljuje posojilodajalcu, da zaseže sredstva podjetja, če dogovorjena plačila niso opravljena. Oba članka kažeta, da vlaganje kapitala v podjetje omogoča večje nadzore pravice. Čeprav se članka osredotočita bolj na notranjo strukturo kapitala podjetja, kot na mednarodni tok kapitala, podpirata tudi domnevo, da kapital omogoča večji nadzor v primeru internacionalnega investitorja.

Premija za dobro vladanje

Institucionalni investitorji na rastočih trgih trdijo, da so pripravljene plačati tudi do 30 odstotkov več za delnice podjetij, ki so dobro vodena. Če to resnično mislijo, sta raziskala Newell in Wilson (2002) v 188 podjetjih od Indije, Koreje, Malezije, Mehike, Tajvana do Turčije. Raziskala sta povezavo med tržno vrednostjo in prakso vladanja podjetij. Ugotovila sta, da imajo podjetja z boljšim vladanjem višje razmerje cenaknjižna vrednost, kar dokazuje, da investitorji nagradijo dobro vladanje. Podjetja lahko pričakujejo dvig tržne vrednosti za 10 do 12 odstotkov za najboljše mogoče vladanje.

Prevelik optimizem managerjev

Kahneman in Lovallo (1993) navajata, da je optimizem managerjev najbolje nadziran z uvedbo zunanjega nadzora. To je tudi namen vladanja delniških podjetij. Če so managerji preveč optimistični, morajo biti lastniki in upniki zmožni preprečiti zmanjšanje vrednosti tako, da umaknejo višek denarja preden je ta zapravljen (Montier, 2002). Lovallo in Kahneman (2003) pokažeta, da kombinacija psiholoških pristranskosti (sidranje in pretirana samozavest) in organizacijskih pritiskov vodi managerje do preveč optimističnih napovedi glede naložbenih načrtov. S pretiravanjem o koristnosti projekta in zanemarjanjem potencialnih nevarnosti managerji vodijo organizacijo v dejavnosti, katerih rezultati so znatno pod pričakovanji. Avtorja se strinjata, da se pristranskostim in pritiskom ni mogoče izogniti. Lahko pa se omilijo z uporabo različnih metod napovedovanja, kot je na primer objektivnejši zunanji pogled na rezultate dejavnosti. Ta zunanji pogled, znan kot napoved referenčnega razreda (reference-class forecast), ne upošteva podrobnosti projekta, managerje pa motivira, da pozicionirajo projekt glede na porazdelitev rezultatov iz referenčnega razreda. Z obitjem kognitivnih in organizacijskih pristranskosti zunanji pogled omogoča večjo natančnosti napovedi.

Lastništvo kot motivacija

Lastništvo managerjev je pravzaprav eden od mehanizmov reševanja oziroma usklajevanja nasprotij interesov med managerji in lastniki podjetij. S pridobitvijo lastnega deleža v kapitalu podjetja se namreč povečuje tudi motivacija managerjev za maksimiranje vrednosti podjetja. Zaradi tako imenovanega »učinka motivacije« (incentive effect) se utegnejo managerji vesti celo kot zunanji lastniki. V skrajnem primeru imamo tako podjetja v stoddostnem lastništvu managerjev, v katerih preprosto ni nasprotja interesov med lastniki in managerji (Jensen in Meckling, 1976).

Mehran (v Grinblatt in Titman, 2001, str. 616) je opravil empirično študijo in našel pozitivno korelacijo med finančnim vzvodom in velikostjo plače managerjev, ki je povezana z rezultati podjetja in deležem delnic v lasti managerjev. Finančni vzvod omogoča višje potencialne donosnosti investitorjem, kot bi bile sicer.

Po eni od zadnjih raziskav v Sloveniji (Gregorič, 2004) se lastniški delež managerjev v 150 velikih in srednjih slovenskih podjetjih ocenjuje na 3,58 odstotka. Bolj kot ta delež pa je zanimivo, kako managerji ocenjujejo optimalni lastniški delež. Optimalni delež ocenjujejo kar na 21,8 odstotka. Lastniški delež managerjev se je od konca privatizacije do leta 2000 v povprečju povečal za 5,17 odstotne točke. Povezava med finančno uspešnostjo in lastniškim deležem je opazna šele pri višjih lastniških deležih managementa. Šele pri razmeroma visokem lastniškem deležu prevladajo motivacijski učinki nad zasebnimi koristmi. Pot do večjega lastništva managementa

vodi tudi prek manjše finančne uspešnosti – navidezne ali pa dejanske. Dejstvo je, da nezadovoljstvo s sedanjo sestavo negativno vpliva na finančno uspešnost podjetij.

5.2.2 Mala in srednja podjetja

Če je lastnik hkrati tudi manager, vladanje nima posebnega pomena. Vladanje se pojavlja v primeru, ko je MSP v lasti investicijskih bank ali drugih podjetij. McKinsey Quarterly navaja primere, ko naložbe same po sebi niso dovolj za rast podjetij, ampak je pogoj aktivno lastništvo.

Nejavne kapitalske družbe

Heel (2005) v McKinsey Quarterly raziskuje zakaj so nekatere nejavne kapitalske družbe boljše od drugih. Čeprav ta podjetja ustvarjajo dodano vrednost s skrbnim vodenjem in usmerjanjem, bi lahko z boljšo organizacijo in dosledno uporabo dobrih praks ustvarila še več. Nejavne kapitalske družbe beležijo največje uspehe takrat, ko pomagajo podjetjem v svojem premoženju. Raziskava pokaže, da največje uspehe dosežejo:

- z aktivnim vodenjem podjetij v svojem premoženju,
- s ponudbo aktivnih spodbud,
- z investiranjem časa v prvih 100 dneh,
- z izdelavo načrtov za ustvarjanje vrednosti,
- zgodnjo spremembo vodilnih timov, če je nujno.

Podjetništvo

Nerealni optimizem v poslu lahko vodi v zgrešeno razporeditev sredstev in zmanjšanje premoženja ali propad podjetja. Toda nerealni optimizem lahko stimulira varčevanje, naložbe in spodbuja trdo delo. Manove (2000) raziskuje interakcijo dveh učinkov za podjetnike, ki so preveč optimistični: produktivnost svojega podjetja in konkurenčnost med optimističnim podjetnikom in njegovim realističnim tekmecem. Avtor pokaže, da v nekaterih tehnoloških okoljih (mala podjetja s hitrim zmanjšanjem donosa na količino) optimistični podjetniki lahko obstajajo z realističnimi v konkurenčnem ravnotežju ali celo izrinejo realistične podjetnike iz posla.

Lastništvo kot motivacija

Ko je lastnik tudi manager, je podjetje v stoddstotnem lastništvu managerjev. V tem primeru ni nasprotja interesov med lastniki in managerji (Jensen in Meckling, 1976). Da so podjetja v stoddstotnem lastništvu managerjev uspešnejša, ugotavljata v eni izmed novejših empiričnih študij malih in srednjih nemških podjetij tudi Mueller in Spitz (2002). Po njunem mnenju vzrokov za boljše poslovanje teh podjetij ne gre iskati zgolj v reševanju nasprotnih interesov (problem agenta), temveč tudi v drugih

psiholoških dejavnikov. Vzročnost je namreč lahko tudi obojestranska: managerji težijo k povečevanju svojih lastniških deležev tudi v sicer boljših podjetjih, medtem ko v slabših tveganje porazdelijo med preostale delničarje. Nenazadnje je treba omeniti še »podjetniški učinek«. Managerji, ki so hkrati lastniki podjetja, naj bi tudi bolje zaznavali in izkoriščali poslovne priložnosti. Podjetja so po managerskem odkupu tako bolj uspešna, saj se cilji managerjev od preprostega minimiziranja spremenljivosti dobičkov podjetja preusmerijo v maksimiranje njegovega denarnega toka.

Tvegani kapital

V članku Schmid (2001) analizira zunanje financiranje z lastniškim kapitalom za različne pravno-organizacijske oblike podjetij, ko denarni tok ni preverljiv. Študija obsega tri pravno-organizacijske oblike: nejavno podjetje, podjetje z omejeno odgovornostjo in javno delniško družbo. Članek poudarja pomembnost financiranja s tveganim kapitalom. Pri zelo omejenih finančnih zmožnostih podjetnika pozitivni projekti s pozitivno neto sedanjo vrednostjo (NPV) ne morejo biti financirani z nobeno omenjeno pravno organizacijsko obliko podjetja. Tvegani kapital omogoča financiranje projektov NPV tudi pri zelo omejenih finančnih zmožnostih podjetnika. Družba z omejeno odgovornostjo in delniška družba sta si podobni glede pogajalske moči zunanjega investitorja, ko je ta že investiral. Nejavno podjetje pa omogoča največjo pogajalsko moč zunanjemu investitorju, če imajo zunanji investitorji večino glasov. Če imajo zunanji investitorji manjšinsko vlogo v podjetju, managerji nimajo interesa izplačevati dividend in ves prosti denarni tok usmerijo za osebne potrebe.

Kotacija na borzi

Ker so upravljavci skladov večino MSP, ki so kotirala na borzah spregledali, so mnoge zahodne države uvedle za MSP ločeno borzno trgovanje z vrednostnimi papirji. Hoschka (2002) ugotavlja, da je donosnost podjetij uvrščenih na italijansko borzo za MSP (STAR) presegla podjetja uvrščena na Borsa Italiana od aprila 2001 do marca 2002, v letu 2002 kar za 16,5 odstotka. Za uvrstitev na borzo STAR, morajo imeti podjetja v prometu najmanj 35 odstotkov novih izdaj delnic na odprtem trgu, minimalno število neodvisnih in neizvršnih direktorjev v odboru ter zagotoviti nadomestila vodstvu in direktorjem glede na njihove sposobnosti. Podobne borze so v Nemčiji (Neue Markt), Veliki Britanji itd. Brazilska borza delnic Bovespa je odprla italijanski podobno borzo, Novo Mercado. To dokazuje, da se dobro vladanje izplača.

5.3 STRUKTURA KAPITALA

Sedanja struktura kapitala je posledica preteklih tržnih gibanj. Tako imajo odločitve o strukturi kapitala dolgoročne posledice. V primeru vedenjskih financ je struktura

kapitala predvsem posledica teorije tempiranja trga kapitala, tako lastniškega kot dolžniškega.

Tako za velika kot za mala podjetja primeri potrjujejo, da managerji poskušajo pri izbiri strukture kapitala doseči tempiranje s trgom. To ni povezano samo z odločitvijo o izdaji delnic. Baker in Wurgler (2002) navajata, da tempiranje ni omejeno samo na lastniški, ampak tudi na dolžniški kapital, saj managerji opazujejo tudi časovno krivuljo donosov pri upoštevanju izdaje dolžniških vrednostnih papirjev. Pri tempiranju trga s strani managerjev, koncept optimalne strukture kapitala ni pomemben.

5.3.1 Velika podjetja

Teorija tempiranja trga

Graham in Harvey (1999) sta našla močne dokaze, da vodstvo poskuša tempirati izdajo dolžniškega kapitala, ko zaznajo, da so tržne obrestne mere nizke. To je posebno pomembno za velika podjetja, kar kaže, da podjetja bolj težijo k tempiranju obresti v primeru velikih lastnih zakladniških oddelkov. Poleg tega se finančni direktorji odločijo za kratkoročno zadolžitev, če zaznajo, da so kratkoročne obrestne mere relativno nizke glede na dolgoročne.

Huang in Ritter (2005) v članku analizirata časovne vzorce glede finančnih odločitev. Skladno s teorijo tempiranja trga glede na strukturo kapitala delniška podjetja v ZDA financirajo veliko večji del svojega finančnega primanjkljaja, ko je cena kapitala nizka. V nasprotju z nekaterimi članki avtorja ugotavljata, da se podjetja zelo počasi približujejo ciljni strukturi in da imajo pretekle izdaje delnic dolgoročni vpliv na strukturo kapitala.

Prevelika samozavest

Malmendier et al. (2005) trdijo, da prevelika samozavest managerjev vodi v nepravilnosti pri odločitvah glede strukture kapitala. Pretirano samozavestni managerji precenjujejo vrednost njihovega podjetja in ocenjujejo zunanje financiranje dražje od notranjega ter lastniško financiranje dražje od dolžniškega. Ta pristranskost vodi k večjemu financiranju z lastnimi sredstvi kot zunanji, pri zunanjem financiranju pa k večjemu financiranju z dolžniškim kot z lastniškim kapitalom. Za managerja s preveliko samozavestjo so izbrali stalno neuspešnega managerja pri zmanjševanju osebne odgovornosti za poslovno tveganje podjetja (delniške opcije je držal do zadnjega leta pred potekom in podobni znaki neuspešnosti v poslovnem tisku). Hipotezo so testirali na podlagi anketnih podatkov o osebnem premoženju managerjev in na podlagi njihovih poslovno finančnih odločitev za podjetja na listi podjetij Forbes 500. Ugotovili so, da za pokritje dodatnega dolarja zunanjega dolga pristranski managerji izdajo najmanj 0,15 dolarja dodatnega dolga več kot manj

pristranski managerji. Za pokritje dodatnega dolarja bruto dolga pristranski manager potroši najmanj 0,10 dolarja internih denarnih sredstev. Standardne spodbude, kot so delnice ali delniške opcije, ne odpravljajo te pristranskosti, zato so nujni drugi ukrepi (redno izplačevanje dividend ipd.).

5.3.2 Mala in srednja podjetja

Gombola in Maqrciukityte (2005) sta na vzorcu hitro rastočih podjetij primerjala dolgoročno donosnost delnic pri financiranju z dolžniškim in lastniškim kapitalom. Če so managerji v primeru hitro rastočih podjetij bolj podvrženi prevelikemu optimizmu pri pridobivanju sredstev, potem rast raje financirajo z dolžniškim kot z lastniškim kapitalom. Hipoteza o prevelikem optimizmu managerjev naj bi napovedovala slabšo dolgoročno učinkovitost pri dolžniškem financiranju rasti v primerjavi z lastniškim financiranjem. Managerji, ki so zelo optimistični glede prihodnje uspešnosti in uporabijo dolžniški kapital za financiranje rasti, ne uresničijo teh optimističnih pričakovanj.

Teorija tempiranja trga

Huang in Ritter (2005) v članku analizirata časovne vzorce glede finančnih odločitev in posledice na strukturo kapitala tudi za mala in srednja podjetja (MSP). Pri tem ugotavljata, da se rastoča MSP močno zanašajo na dolžniško financiranje in se poslužujejo lastniškega kapitala samo, ko je cena kapitala nizka.

5.4 IZDAJA LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Izdaja lastniških vrednostnih papirjev pomeni povečanje lastniškega kapitala. To je tudi priložnost za pregled vedenja racionalnih managerjev in neracionalnih investitorjev, saj imajo prvi veliko več informacij kot drugi. Ritter and Welch (2002) ter drugi avtorji v pregledu številne akademske literature o izdaji vrednostnih papirjev ugotavljajo, da ta kaže na tri empirične vzorce:

- začetna podcenjenost,
- cikličnost v številu IPO in v povprečnih donosnostih prvega dne,
- dolgoročna neučinkovitost.

Znano je, da se število IPO giblje po cikličnem vzorcu in sicer tako, da ima tendenco rasti, ko je borzni trg na vrhuncu rasti. Poleg omenjenih vzorcev se kažeta še dve lastnosti trga IPO:

- tempiranje trga (market timing),
- obdobja z visokimi začetnimi donosnostmi - vroči trgi (hot marketes).

Naslednja javna ponudba podjetja (SEO) kaže poleg enakih vzorcev kot pri IPO, še negativen učinek najave (Ritter, 2003). Literatura za SEO kaže na naslednje pojave:

- negativni učinek objave na ceno delnice,
- postavitve nižje cene od tržne,
- dolgoročno slabša učinkovitost,
- velika nestanovitnost v količini trgovanja.

5.4.1 Prva javna ponudba

Prva javna ponudba delnic podjetja (IPO) je priložnost za raziskavo primera racionalnega managerja in neracionalnih investitorjev v primeru odklona tržne cene. Obstaja veliko razlag, toda literatura ne navaja nobenega modela, ki bi lahko razložil:

- katera stopnja življenjskega cikla podjetja je optimalna za IPO,
- zakaj se število IPO spreminja s časom in po državah.

Nejavna podjetja se glede časovne izbire za IPO soočajo z upoštevanjem življenjskega cikla in tempiranjem trga. Tržni pogoji so vidni kot časovno spreminjanje relativnih stroškov dolžniškega proti lastniškemu kapitalu in stroškom nejavnih proti javnim virom financiranja. Ko postane podjetje javno, se struktura lastništva spremeni in prvi delničarji lahko prodajo svoje delnice (glede na zakonske predpise o obdobju vezave). Pri tem lahko podjetniki ponovno pridobijo del nadzora nad podjetjem, ker se nadzor VCs zmanjša. Če ima podjetje velike potrebe za zunanjem kapitalu, je javna izdaja vrednostnih papirjev cenejši vir financiranja. Pri podjetjih, ki ne kotirajo, investitorji zaradi manjše likvidnosti zahtevajo visoke popuste (discount). Po drugi strani pa so lahko investitorji v kotirajoča podjetja neracionalni in preveč optimistični glede možnosti panoge v kateri deluje podjetje in zato podjetja izkoristijo to priložnost.

Tvegani kapital

Mnogi investitorji tveganega kapitala (VCs) in podobnega načina lastniškega financiranja imajo odpor do investiranja svojih sredstev v mala podjetja, saj je to dražje kot investiranje večjih sredstev v večja podjetja. Ljungqvist in Wilhelm (2003) pri testiranju teorije izgledov za prvo javno ponudbo (IPO) ugotavljata, da naj bi bili VCs manj podvrženi vedenjskim pristranskostim. VCs naj tudi ne bi imeli posebnega vpliva pri izbiri prevzemnika izdaje vrednostnih papirjev.

5.4.2 Začetna podcenjenost

Eden najbolj značilnih vzorcev na trgu IPO so visoki začetni donosi in visoka začetna podcenjenost. Nastane ob veliki razliki med ponudbeno ceno in ceno ob zaključku

trgovanja. Podcenjenost predstavlja znatno razliko med ceno investicijske banke, ki vodi izdajo in vrednostjo, ki so jo investitorji pripravljene plačati. Kot kaže tabela P-2 v prilogi, se na vseh svetovnih borznih trgih kaže enak vzorec. Tabela P-1 v prilogi kaže za 38 držav povprečno velikost podcenjenosti prvega dne. Stopnja začetne podcenjenosti se spreminja od trga do trga in s časom. V ZDA je bila donosnost v letih med 1960 in 1996 zaradi začetne podcenjenosti 16-odstotna. Med 1996 in 2000 pa je povprečna začetna donosnost zrasla na 37 odstotkov.

Vzroki za podcenjenost IPO se spreminjajo odvisno od okolja. V 80-tih letih prejšnjega stoletja sta bila smer zmagovalca in zbiranje informacij (information acquisition) glavna vzroka za razlago podcenjenosti, ki je bila v ZDA povprečno 7-odstotna. V času internetnega mehurčka to nista bila več glavna razloga podcenjenosti, ampak so bili glavni razlogi: spremljanje analitikov (analyst coverage), postranska plačila predsednikom uprav in VCs (Loughran in Ritter, 2004).

Investitorji tveganega kapitala

IPO pomeni tudi pomembno izstopno strategijo za investitorje tveganega kapitala. Tykvová in Uwe (2004) analizirata vpliv različnih tipov tveganih kapitalistov na uspešnost podjetij v njihovem premoženju pri in po IPO. Raziskujeta hipotezo, da imajo različne strukture vladanja, cilji in različne vrste VCs vpliv na IPO. Uporabila sta IPO podatke z nemške borze Neuer markt. Ugotovila sta, da obstajajo pomembne razlike za različne VCs (neodvisni VCs, VCs odvisni od bank, javni VCs, delniški VCs, mednarodni VCs itd.). Podjetja financirana od neodvisnih VCs so bila veliko uspešnejša dve leti po IPO, še posebej je bila manjša nestanovitnost cene delnice. Očitno se neodvisni VCs osredotočajo na podjetja z visoko rastjo (nizek B/M koeficient) in so tudi sposobni dodati večjo vrednost tem podjetjem z manj tveganim vodenjem po IPO.

Montier (2002) navaja sledeče hipoteze za začetno podcenjenost:

- tržna povratna zveza (market feedback),
- hipoteza pridružitve večini (bandwagon),
- signalna hipoteza.

Tržna povratna zveza

Prodaja delnic IPO je potekala v zadnjih letih večinoma z izdelavo knjige potencialnih kupcev (book building⁵). Pri prodaji z uporabo knjige kupcev je najprej postavljena predhodna ponudbena cena, nato gre prevzemnik prodaje v marketinško akcijo k potencialnim investitorjem (Ritter, 2002). Kadar investicijske banke uporabijo knjigo potencialnih kupcev za IPO, se podcenjenost lahko izkoristi za spodbudo investitorjem za razkritje informacij med trgovanjem in za napeljevanje investitorjev k

⁵ Proces, s katerim investicijska banka skuša določiti ceno za IPO na podlagi zahtev institucionalnih investitorjev. Investicijska banka pripravi knjigo »builds a book« z vključitvijo naročil od upravljalcev skladov glede na število delnic in cene, ki so jo pripravljene plačati za delnico.

razkritju njihove ocene vrednosti podjetja. To kaže na samo delno prilagoditev ponudbene cene, prikazane v prospektu za končno registracijo. Lahko rečemo, da bo samo za IPO, katerih cena se od začetne cene v prospektu popravi navzgor, možen višji donos prvega dneva.

Derrien (2005) raziskuje vpliv razpoloženja investorjev na podlagi nepomembnih informacij (noise trader sentiment) na ceno in vedenje po koncu trgovanja IPO delnic. Z uporabo modela, v katerem je cena delnic IPO po zaprtju trga odvisna od informacij o notranji vrednosti podjetja in pri optimističnem razpoloženju investorjev na podlagi nepomembnih informacij je pri precenjeni ceni IPO začetna donosnost še vedno pozitivna. Primeri iz Francije potrjujejo napovedi modela. Velike potrebe individualnih investorjev vodijo v visoke začetne donosnosti in slabše dolgoročne rezultate. Ti rezultati so skladni s teorijo zbiranja nejavnih informacij, visoke začetne donosnosti so cena za zbiranje nejavnih informacij. Derrien (2005) navaja še teorijo zbiranja informacij, ki napoveduje delno prilagoditev cene na nejavne informacije, zbrane med IPO. Bolj kot so ugodne informacije, višji sta cena IPO in stopnja podcenjenosti. Informirani investitorji morajo biti nagrajeni za dotok pozitivnih informacij. Glede na teorijo zbiranja informacij je podcenjenost IPO cena, plačana za zbiranje nejavnih informacij. Po definiciji so javne informacije lahko pridobljene zastonj pred določitvi IPO cene ali po njej.

Hipoteza pridružitve večini – informacijske kaskade

Če investitorji poleg lastnim nakupom delnic IPO posvečajo pozornost tudi nakupom drugih investitorjev, se očitno pojavi pridružitev večini. Če investitor vidi, da nihče noče kupiti delnic, lahko to vpliva na njegovo odločitev, da ne investira, čeprav je naklonjen podjetju in IPO. Za preprečitev tega izdajatelj ponudi nižjo ceno. To spodbudi investitorje k nakupu in tako vpliva na pridružitev večini.

Signalna hipoteza

Investitorji imajo radi podcenjene nove izdaje delnic. To daje občutek dobrega imetja (goodwill), kar je tudi v pomoč poznejšim izdajam. Poleg tega si investicijske banke tako postopno gradijo ugled na trgu IPO.

Ritter (2003) navaja še naslednje vzroke za začetno podcenjenost:

- preprečitev tožbe,
- smer zmagovalca,
- korupcija.

Pogostost in strogost prihodnjih tožb v ZDA sta lahko zmanjšani s podcenjenostjo, ker imajo samo investitorji, ki so izgubili denar, pravico do odškodnine.

Izraz "smer zmagovalca" izhaja iz avkcijskega trgovanja, pri katerem zmagovalec plača najvišjo ceno, običajno precej višjo, kot pa je realna cena. Mnogo IPO je izvedenih pri ceni, ki omogoča prekomerne zahteve kupcev, kar omogoča »smer zmagovalca«. Čeprav imajo nekateri investitorji realne ocene vrednosti, najbolj optimistični investitorji kupujejo pri najvišjih cenah in potisnejo cene delnic navzgor.

Ljungqvist (2004) je razvrstil vzroke podcenjenosti v štiri glavne skupine:

- asimetrija informacij:
 - smer zmagovalca,
 - teorija pomembnih informacij,
 - teorija agentov,
 - podcenjenost kot signal kvalitete podjetja;
- institucionalni vzroki:
 - zakonske obveznosti,
 - stabilizacija cene,
 - davčni vzroki;
- nadzorni vzroki:
 - podcenjenost kot sredstvo za ohranjanje nadzora,
 - podcenjenost kot sredstvo za zmanjšanje agencijskih stroškov;
- vedenjski vzroki:
 - informacijske kaskade,
 - razpoloženje investitorjev,
 - teorija izgledov,
 - miselno razvrščanje.

Številne empirične študije navajajo informacijsko trenje oziroma asimetrijo informacij kot glavni vzrok za podcenjenost. Po drugi strani pa so izdajatelji v ZDA samo v letih 1999 in 2000 »pustili na mizi«⁶ 63 milijard dolarjev, kar mnogi raziskovalci pripisujejo vedenjski teoriji financ, ki predpostavlja neracionalne investitorje, ki za delnice IPO ponujajo veliko več, kot je realna cena in neracionalne izdajatelje, ki od investicijske banke ne zahtevajo zmanjšanja razlike.

Alokacija IPO

Knjiga potencialnih kupcev omogoča vodilnemu prevzemniku diskretnost pri alokaciji IPO. Kako prevzemnik prodaje uporabi svojo moč, je pomembno tako za izdajateljsko firmo, investitorje kot za regulatorje. Do sedaj se je domnevalo, da uporablja prevzemnik diskretnost alokacije v najboljšem interesu izdajatelja za ublažitev informacijske asimetrije na trgu IPO. Vendar pa so raziskave regulatorjev pokazale, da vključuje proces alokacije v najboljšem interesu izdajatelja tudi nadomestilo za provizijo. Derrien in Womack (2003) sta ugotovila za Francijo, kjer

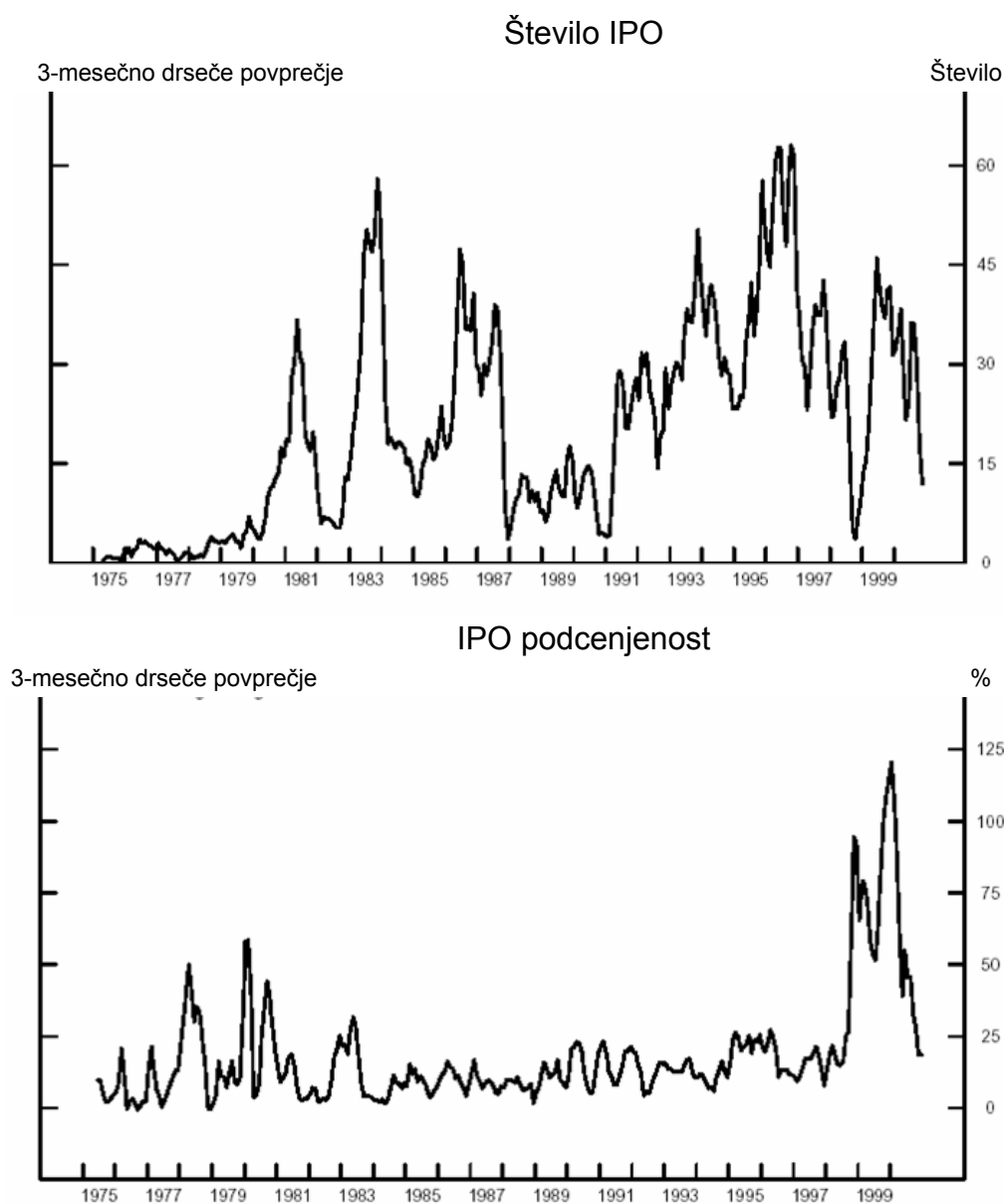
⁶ Denar, ki ostane na mizi se izračuna iz števila izdanih delnic, pomnoženo z razliko med ponudno ceno in končno ceno prvega dne trgovanja.

izdajatelji lahko izbirajo med knjigo potencialnih kupcev in avkcijo, da je avkcija povezana z manjšo in manj spremenljivo začetno podcenjenostjo pri IPO.

5.4.3 Cikličnost v številu IPO in donosnostih

Različni ciklični vzorci obstajajo tako glede začetnih donosnosti kot glede števila IPO na trgu (slika 10). Obdobja z visoko rastjo začetnih donosnosti in rastjo števila IPO ponudb se imenujejo »vroči trgi«. Vroči trgi (slika 10) opazno sledijo obdobjem visokih donosnosti borznih trgov. Ker se vroči trgi lahko končajo prezgodaj, je držanje

Slika 10: Vroči trgi - število IPO in podcenjenost



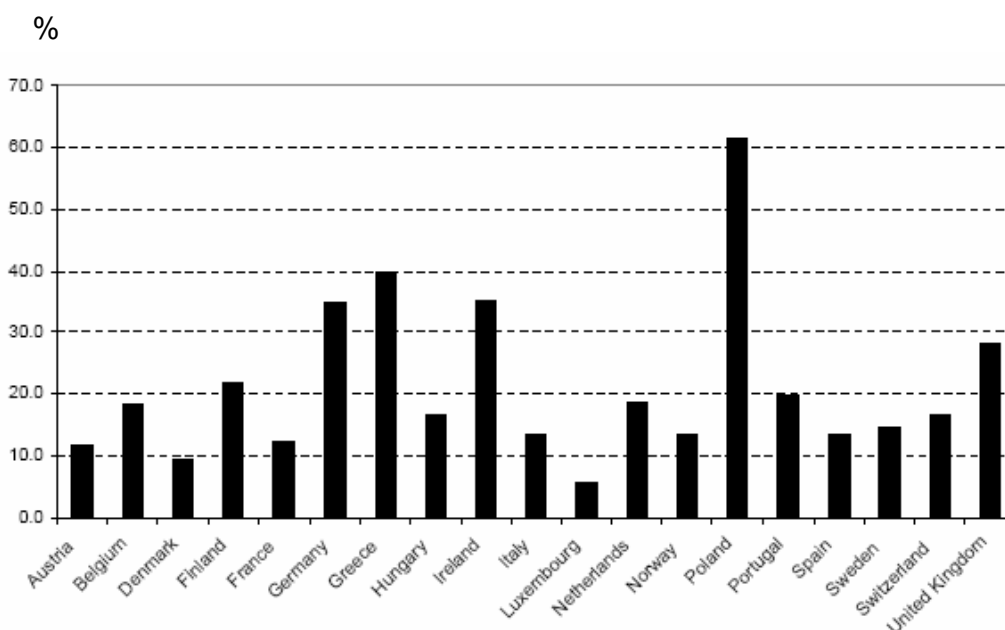
Vir: Helwege, Liang (2002).

delnic IPO na zalogi tvegano. Zato pokritje normalno pričakovanih stroškov zahteva podcenjenost delnic (tudi brez asimetrije informacij). Vseeno pa ponudbena cena še vedno presega temeljno vrednost, ker kapitalizira pričakovane dobičke trgovanja zaradi pričakovanih investitorjev. To pojasnjuje očiten paradoks, da izdajatelji pri tem, ko izkoriščajo prednost optimističnega vrednotenja pametno tempirajo IPO, cene ne postavljajo zelo agresivno (Ljungqvist et al., 2003).

Helwege in Liang (2002) sta analizirala IPO in še naslednjih pet let po IPO med leti 1975 in 2000 za številna obdobja »vročih« in »hladnih« trgov. Ugotovila sta, da se vroči trgi za številne panoge pojavijo hkrati. Rezultati kažejo, da tehnološke inovacije niso primarni znak vročih trgov, ker cikličnost trga IPO bolj odraža optimizem investitorjev kot dejavnosti managerjev.

Vzorec na sliki 11 vsebuje 6.419 IPO (nefinančnih IPO) iz SDC baze podatkov in sicer od leta 1975 do 2000. Vzorec ne vsebuje: LBO (Leveraged buyout), odcepitev (spinoff) in IPO s ponudbeno ceno manj kot 1 dolar. Vzorec podcenjenosti IPO je sestavljen iz donosnosti na prvi dan za 4,235 podjetij iz baze CRSP v vzorcu 6,419 podjetij IPO.

Slika 11: Donosnosti prve javne ponudbe v Evropi od 1990 do 2003



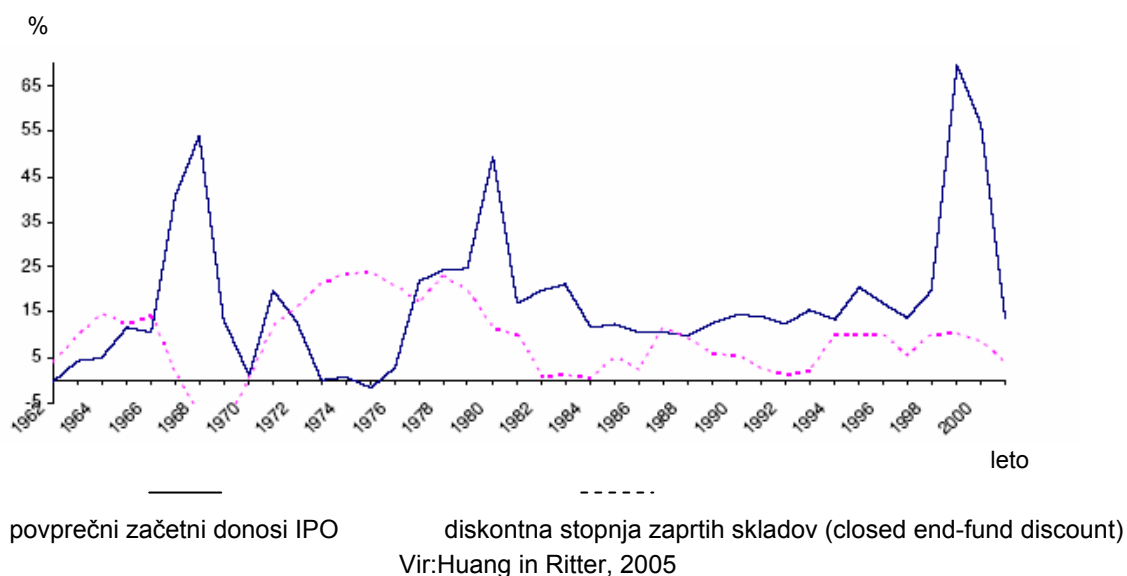
Vir: Ljungqvist (2004).

Slika 11 kaže povprečne začetne donosnosti za IPO v odstotkih za 19 evropskih držav, izračunanih kot razlika med ponudbeno ceno in ceno ob zaključku trgovanja na prvi dan, razen za Francijo in Grčijo, kjer je zaradi dnevni omejitev trgovanja izračunana na peti dan. Med letoma 1990 in 2003 je bilo izvršenih 4,079 IPO v 19 državah, ki so na sliki. Po posameznih državah je bil število IPO: Avstrija 83, Belgija 102, Danska 69, Finska 70, Francija 679, Nemčija 583, Grčija 301, Madžarska 54, Irska 22, Italija 158, Luksemburg 5, Nizozemska 77, Norveška 167, Poljska 214, Portugalska 33, Španija 47, Švedska 180, Švica 68, in Velika Britanija 1,167.

Časovna uskladitev

Cikličnost se kaže tako v začetnih donosnostih kot v številu IPO. Slika 12 prikazuje cikličnost trga IPO v ZDA. Za cikličnost so značilni vrhovi v obdobjih, ko so cene delnic visoke. Tabela P-2 v prilogi kaže cikličnost tako po začetnih donosih, številu IPO in skupni vsoti na leto v obdobju od 1990 do 2000.

Slika 12: Cikličnost začetnih donosov trga IPO v ZDA



5.4.4 Slabša dolgoročna učinkovitost

Za Tongshu Ma in Yiyu Shen (2003) pa slabša dolgoročna učinkovitost po IPO (long-run underperformance) ni uganka. Njuna domneva, je, da imajo investitorji za negotove izhode nelinearno transformacijo verjetnosti funkcije koristnosti, kar je skladno s teorijo izgledov. Po tej teoriji investitorji precenjujejo malo verjetne dogodke. Tako vrednotijo pozitivni odklon pri donosih IPO bolj, kot je v teoriji pričakovane koristnosti in tako naredijo IPO bolj privlačen. To sta testirala na podatkih IPO Ritterja (Vir: Ritter, IPO data). Loughran and Ritter (1995) sta dokazala znatno slabšo dolgoročno učinkovitost od tržne za podjetja, ki že kotirajo na borzi in

izdajo nove delnice. To povezujeta s tem, da podjetja izdajo nove delnice, ko so tržno precenjene.

Obdobje vezave delnic IPO

Po prvi javni ponudbi je večina notranjih delničarjev omejena z dobo, v kateri delnice ne morejo prodati. Tako imenovano določilo poteka obdobja vezave omejuje managerje pri prodaji delnic za določen čas po IPO, navadno 180 dni (IPO lockup expiration). Bradley et al. (2001) so raziskali spreminjanje cene delnic za čas okoli poteka vezave za vzorec 2529 podjetij od leta 1988 do 1997. Ugotovili so, da je konec omejitve prodaje v povprečju povezan z visokimi negativnimi donosi in da so izgube koncentrirane v podjetjih z umikom tveganega kapitala (VC). V skupini z umikom VC so bile največje izgube pri visoko tehnoloških podjetjih in podjetjih z najvišjo rastjo cen po IPO, z največjim relativnim volumnom trgovanja v obdobju okoli poteka in pri najkakovostnejših prevzemnikih. Ofek in Richardson (2000) v študiji raziskujeta gibanje cene delnice in količine v obdobju ob izteku te dobe. Čeprav je dogodek popolnoma pričakovan, je padec cene delnic od 1 odstotka do 3 odstotka in povečanje količine delnic v obtoku za 40 odstotkov po koncu vezave. Več razlag je, ki kažejo na neučinkovitost trga, vendar dokazi kažejo, da se te neučinkovitosti ne da izkoristiti in da arbitražna ni prekršena. To je dokaz za padajočo krivuljo povpraševanja po količini delnic in pojasnjuje dolgoročni učinek.

5.4.5 Razlike v prvi javni ponudbi med ZDA in Evropo

Kratek pregled evropskega trga IPO in razliko med evropskim in ameriškim na kratko opisuje Ritter (2003). Leta 1997 je bil v Nemčiji ustanovljen nemški Neuer Markt (NM) za mlada in rastoča podjetja. Podobni NM so bili ustanovljeni v Italiji (Nuovo Mercato), na Nizozemskem (Nieuwe Markt), v Belgiji (Euro NM Belgium) in Franciji (Nouveau Marché). V letu 1999 so se ti trgi povezali pod skupnim imenom Euro NM, vendar je povezava razpadla leta 2000 zaradi spoznanja, da je zanimanje investitorjev za mala podjetja predvsem lokalnega pomena.

V ZDA so podjetja, ki izdajajo delnice, podvržene obdobju molčečnosti od dneva odločitve za javno izdajo do štirideset dni od dneva izdaje. Do leta 2002 je bilo to obdobje dvajset dni. V tem obdobju analitiki, ki so povezani s ponudniki izdaje, ne smejo objaviti novih poročil ali priporočil. V Evropi omejitev za obdobje molčečnosti ne obstaja, tako da povezani kot nepovezani analitiki lahko objavljajo informacije.

Druga pomembna razlika je, da so v primeru IPO v Evropi tožbe redke, medtem ko so v ZDA zelo pogoste. Spektakularni vzponi in padci in rast "bookbuilding" izdaj so bili značilni vzorci za Euro NM. Velikost razponov je manjša kot v ZDA. Nekateri IPO

v Evropi, posebno v Nemčiji pridejo na trg preden se določi končna cena. Izredna podcenjenost v obdobju internetnega balona v letih 1999-2000 in še posebej hrošča 2000 je oživila zanimanje za kratkoročno podcenjenost. Ritter in Welch (2000) to pripisujeta bolj konfliktu agentov in vedenjskim vzrokom kot asimetriji informacij. Tabela P-1 (v prilogi) kaže na razlike med podcenjenostjo in začetnimi donosi na svetovnih trgih IPO.

5.4.6 Velika podjetja

Podjetja so nenaklonjena izdaji navadnih delnic, če zaznajo, da je podjetje podcenjeno. V anketi, ko se je Dow Jones 30 približal novi rekordni vrednosti 10.000 dolarjev, Graham in Harvey (1999) pokažeta, da več kot dve tretjini finančnih izvršnih direktorjev meni, da je njihov kapital tržno podcenjen in samo 3 odstotke od njih misli, da je njihova delnica precenjena. Vse to kaže, da se velik del podjetij obotavlja pri izdaji navadnih delnic, ker menijo, da je vrednost njihove delnice podcenjena. Namesto tega mnoga podjetja raje izdajo konvertibilne obveznice. Tako je ocena o podcenjenosti kapitala drugi najbolj razširjen faktor, ki vpliva na politiko dolžniškega kapitala, in je posebno razširjen med rastočimi podjetji (Graham, Harvey, 1999).

Spremljanje analitikov

Raziskave o povezavi med podcenjenostjo in spremljanjem analitikov so si nasprotujoče. Bradley et al. (2004) so potrdili, da pozitivne ali negativne ocene vodilnih prevzemnikov prodaje rezultirajo v večjem odzivu trga. Po drugi strani pa niso potrdili povezave med številom analitikov in podcenjenostjo IPO. Ti rezultati so nekonsistentni s predhodnimi ugotovitvami (Rajan in Servaes, 1997), da trg diskontira priporočila povezanih analitikov. Rezultati tudi kažejo, da informacijske prednosti povezanih analitikov odtehtajo večji konflikt interesov. Rajan and Servaes (1997) sta odkrila, da podjetja z najvišjimi napovedmi rasti doživijo največjo neučinkovitost po IPO (under performance), česar pa nista poskusila razložiti s preveč optimistično napovedjo rasti. Večja podcenjenost IPO pritegne tudi večje število analitikov, ki sistematično precenjujejo prihodke teh podjetij v prihodnosti, kar je skladno z delovanjem analitikov v korist podjetij, ki izdajajo delnice.

5.4.7 Mala in srednja podjetja

Kot za velika podjetja, velja tudi za mala, da se IPO giblje v cikličnih vzorcih in ima vrh okoli vrha trga delnic. V primerjavi z velikimi podjetji je pri MSP prisotno še, da jih investitorji ne poznajo. To še dodatno vpliva na njihovo podcenjenost pri IPO.

Tempiranje trga

Tempiranje trga z vročimi trgi o odločitvi za IPO je glede na veliko nihanje v številu IPO očitno pomembnejše, kot to v katerem življenjskem ciklu je podjetje (Ritter, 2003). Vroči trgi opazno sledijo obdobjem visokih donosnosti borznih trgov.

Začetna podcenjenost

Velikost začetne podcenjenosti se spreminja in sicer odvisno od trga in časa. Donos zaradi začetne podcenjenosti je pri MSP na trgih IPO mnogo večji kot pri velikih podjetjih. Začetna podcenjenost predstavlja višjo premijo za tveganje. Višji začetni donosi so tudi način za pritegnitev investitorjev nenaklonjenih tveganju. Poleg tega je višji začetni donos tudi dodatna premija za tveganje pri nakupu delnic neznanega podjetja. Tabela P-3 v prilogi kaže bistveno večjo podcenjenost za mala kot za velika podjetja.

5.5 IZPLAČILA

Politika izplačil (payout) se kaže v dveh smereh: koliko izplačati in v kakšni obliki izplačati. V ZDA je bila do leta 1984 samo ena izbira glede izplačil, saj je bil odkup lastnih delnic neobičajen. Ditmar in Ditmar (2002) ter Jagannathan et al. (2000) analizirajo oblike denarnih izplačil delničarjem. Oba članka ugotavljata, da več razlogov vpliva na obliko izplačila. Managerji in investitorji vidijo dividende kot stalno obveznost, odkup delnic pa kot začasni mehanizem izplačila denarja.

Jagannathan et al. (2000) ugotavljajo, da dividende izplačujejo podjetja z višjim stalnim operativnim denarnim tokom, medtem ko lastne delnice odkupujejo podjetja z višjim trenutnim denarnim tokom. To je skladno s predpostavko, da je večja prilagodljivost razlog za odkup delnic namesto izplačil dividend. Večina podjetij, ki ni še nikoli izplačala dobička v obliki dividend ali odkupa lastnih delnic in ima to v načrtu, bo to storila v obliki odkupa lastnih delnic (Graham et al., 2005). Ameriški managerji se zavedajo davčnih posledic izplačila dividend, vendar to nima velikega vpliva na odločitve o izplačilu v obliki dividend. Za podjetja, ki izplačujejo dividende, ni vprašanje, ali v tekočem letu izplačati dividende, temveč ali jih povišati.

5.5.1 Delniške družbe

Graham et al. (2005) so anketirali 384 finančnih izvršnih direktorjev in opravili poglobljene intervjuje z dodatnimi triindvajsetimi, da bi določili dejavnike, ki vplivajo na odločitev o izplačilu dividend ali odkupu lastnih delnic. Njihova odkritja kažejo, da je vrednost dividend enakovredna vrednosti investicijskih projektov, medtem ko je odkup opravljen z ostankom denarnega toka po investiranju. Poznavanje stabilnosti

prihodnjih dobičkov še vedno vpliva na politiko dividend, tako kot je bilo pri Lintnerju (1956), vendar pa je petdeset let pozneje opazno, da je povezava med dividendami in dobičkom oslabela. Mnogi managerji bolj podpirajo odkup delnic kot izplačilo dividend, ker to lahko izkoristijo tudi za tempiranje s trgom kapitala in povečanje razmerja EPS. Managerji verjamejo, da so institucionalni vlagatelji nevtralni med dividendami in odkupom delnic in da ima politika izplačil majhen vpliv na njihove investicijske stranke. V splošnem politika izplačil z vidika managerjev kaže na zmerno povezavo z agencijsko in signalno teorijo politike izplačil. Davčni vplivi imajo šele sekundarni vpliv na politiko izplačil. Rast dividend in odkup lastnih delnic sta financirana iz ostanka denarnega toka, ko so pokrite investicijske in likvidnostne potrebe (Graham et al., 2005).

Denarne dividende

Že vrsto let ekonomisti iščejo odgovore na »uganko dividend«. Mnogi odgovori kažejo, da s tem podjetja signalizirajo dobičkonosnost podjetja v prihodnosti. Vendar podjetja povišajo izplačilo dividend po predhodnih letih rasti in še posebej v tekočem letu, zato povišanje ni povezano s prihodnjo rastjo (Benartzi et al., 1997). Povišanje dividend je do neke mere stalno in skladno z Lintnerjavim modelom dividendne politike, da povišanje pomeni stalnost prihodkov v prihodnosti.

Medtem ko postaja odkup lastnih delnic vedno bolj običajen, Fama in French (2001) ugotavljata, da vedno manj podjetij, ki kotirajo na borzi v ZDA, plačuje denarne dividende. Razmerje podjetij, ki plačujejo denarne dividende, se je zmanjšalo od 66,5 odstotkov v letu 1978 na 20,8 odstotkov v 1999. Eden od razlogov je, da na borzi kotira vedno več manjših manj dobičkonosnih podjetij z velikim potencialom rasti. Drugi pa je, da so podjetja manj naklonjena izplačevanju dividend. De Angelo et al. (2004) ugotavljajo, da medtem ko manj podjetij izplačuje denarne dividende, za inflacijo popravljena višina celotnih dividend narašča. Majhno število velikih in zrelih podjetij računa na rast deleža skupnih dividend. Oba članka tudi omenjata, da podjetja, ki delajo z izgubo, ne izplačujejo dividend. Ker se skupna dividendna izplačila ne zmanjšujejo v zadnjih dveh desetletjih in se je odkup lastnih delnic strmo povečal, je delež dobičkov podjetij v ZDA, izplačanih delničarjem v zadnjih letih, nad zgodovinskim povprečjem.

Managerji nasprotujejo zmanjševanju dividend. Dividende naj bile s časom čim bolj enakomerne. Rast dividend naj bi bila povezana z dolgoročnimi vzdržljivimi dobički, vendar mnogo manj kot v preteklosti. Finančni vodje so prepričani, da manjši investitorji (retail investors) kljub negativnim davčnim vplivom v primerjavi z odkupom delnic, dajo prednost dividendam. Nasprotno pa institucionalni investitorji ne delajo razlik med dividendami in odkupom delnic (Graham et al., 2005). V boju med managerji in zunanjimi investitorji, so dividende lahko tudi mehanizem za umik

presežka denarja iz podjetja, preden ga managerji potrošijo za neprofitne projekte (Montier, 2002).

Odkup lastnih delnic

Odkup lastnih delnic je signal, da managerji mislijo, da so delnice njihovega podjetja podcenjene. Učinek objave vpliva na povišanje cene za okoli 2 odstotka. To je samo kratkoročna prilagoditev. Dolgoročni učinek odkupa kaže nenormalne donosnosti okoli 9 odstotkov v naslednjih treh letih. Od leta 1984 se v ZDA odkup lastnih delnic stalno povečuje. V drugih državah je odkup vedno bolj splošen pojav, čeprav je v nekaterih državah prepovedan zaradi možne manipulacije cene delnice in dajanja prednosti nekaterim investitorjem (Montier, 2002).

Odkup lastnih delnic narašča z naraščanjem stalnih in začasnih dobičkov. Spremembe izplačil dividend niso povezane z začasnimi dobički, ampak s stalno spremembo dobička, ki je tudi rezultat makroekonomskih sprememb. Poleg tega so vmesni dobički glavni faktor za odločitev med odkupom in dividendami. Ti rezultati kažejo, da so dividende in odkupi zamenjava za stalne dobičke, odkupi pa so način razdelitve začasnega dobička (Dittmar in Dittmar, 2002).

Številna podjetja uporabljajo odkup delnic kot alternativo zviševanju dividend. Izplačilo z odkupom je z vidika managerjev bolj fleksibilno od dividend, saj omogoča boljše priložnosti za optimizacijo investicij. Managerji se odločijo za odkup, ko menijo, da je njihova delnica podcenjena, in z namenom, da vplivajo na razmerje dobička na delnico (Graham et,al. 2005).

5.5.2 Mala in srednja podjetja

Dividende

Večina MSP ne izplačuje dividend. Dobiček uporabljajo predvsem za dolgoročne naložbe in za financiranje svoje rasti. Muray in Vidhan (2000) v raziskavi strukture kapitala analizirata tudi politiko dividend podjetja. Ugotavljata, da je ravnanje malih podjetij v primerih, ko izplačujejo dividende, popolnoma nasprotno kot velikih. Medtem ko velika podjetja povečujejo dolg, da lahko izplačajo dividende, mala podjetja hkrati ko izplačujejo dividende zmanjšujejo dolg. Pri tem so mala podjetja opredeljena s tržno vrednostjo sredstev manjšo od 16,5 milijonov dolarjev.

Druga izplačila

Da si lastniki podjetij lahko izplačujejo sredstva podjetij v drugih oblikah (plače, bonitete, itd.) je omenjeno že v poglavju 2.2.5 in ni povezano z vedenjskimi financami.

SKLEP

V nalogi sem primerjal sodobno finančno teorijo in vedenjske finance ter vpliv sodobne finančne teorije in vedenjskih financ na poslovne finance, še posebej na finančno upravljanje malih in srednjih podjetij (MSP). Začetek razvoja finančne teorije sega v začetek prejšnjega stoletja. Prva tako imenovana tradicionalna finančna teorija, katere razvoj je trajal do sredine prejšnjega stoletja, je bila bolj zbirka in pregled pravil za investitorje in managerje v procesu odločanja, kot pa konsistentna in popolna razlaga vzrokov za finančne odločitve in njihovih posledic. Za *strukturo kapitala* je veljalo prepričanje, da ima vsako podjetje neko vrsto »normalne« zadolženosti glede na svoje značilnosti. Odločitveni proces je temeljil na izkušnjah in občutku finančnih managerjev podjetja, po drugi strani pa na določenih »zlatih pravilih« financiranja in delno na vrednosti sredstev podjetja. Po tem prepričanju naj bi obstajala optimalna struktura kapitala, saj pri nizkem deležu dolžniških vrednostnih papirjev v strukturi kapitala njegovo večanje povečuje vrednost podjetja, ker so stroški dolžniških vrednostnih papirjev nižji od lastniških. Politika *dividend* je bila zelo jasna. Podjetje naj bi razdelilo toliko neto dobička v obliki dividend kot je mogoče.

Začetek razvoja sodobne finančne teorije sega v petdeseta leta prejšnjega stoletja z postavitvijo temeljev sodobnih financ: s hipotezo učinkovitega trga kapitala, modela vrednotenja dolgoročnih naložb in teorijo pričakovane koristnosti. Hipoteza učinkovitega trga kapitala in model določanja cen dolgoročnih naložb sta glavna temelja moderne finančne teorije in sta notranje konsistentna in povezana v smislu, da drugi omogoča preverjanje prvega. Tretji temelj moderne finančne teorije je teorija maksimiranja pričakovane koristnosti, ki sloni na von Neumann-Morgensternovih (1967) aksiomih o posameznikovi funkciji koristnosti. V sodobni finančni teoriji so odločitve glede *strukture kapitala*, *politike dividend* in *investicij* neodvisne. Ker se investitorji vedejo popolnoma racionalno, povečanje zadolženosti povečuje tveganje in s tem zahtevane donosnosti na dolžniški in lastniški kapital. Dodatno zadolževanje z vidika stroškov financiranja nima pozitivnega učinka za podjetja. So pa pozitivni davčni učinki, negativni pa so učinki povečanja verjetnosti finančne stiske. Glavna elementa pri določanju dolga sta finančna fleksibilnost in dobra kreditna ocena. Na politiko *dividend* sodobna finančna teorija nima jasnega pogleda, razen da je tradicionalni pristop napačen. Investitorji so racionalni in nevtralni glede oblike izplačil donosov (*dividende ali kapitalski dobički* iz prodaja delnic). Investitorji niso nevtralni samo v primeru, če ima izplačilo dividend določene »stranske učinke«, ki zmanjšujejo celoten donos.

Čeprav se problem *vladanja podjetij* prvič omenja že leta 1932, kot posledica lastništva in nadzora v velikih delniških družbah, se v poslovnih financah pojavlja od

zadnjih desetletij prejšnjega stoletja. Je splet odnosov med skupinami, ki so udeležene pri določanju smeri in načinu delovanja podjetja. Obenem se vladanje ukvarja z zagotovitvijo primernih donosov lastnikom kapitala. Tako v primeru velikih podjetij v katerih je na tisoče delničarjev, ti mali delničarji nimajo dovolj moči za nadzor izvršnih managerjev, kar predstavlja agencijski problem. Za njegovo rešitev, morajo lastniki podjetja plačo managerjev vezati na dobiček ali druge rezultate podjetja. V primeru malih podjetij pa se pojavlja vladanje podjetij v primeru, ko so ta podjetja v premoženju investicijskih bank.

Sodobna teorija poslovnih financ predpostavlja, da je cilj podjetja in s tem lastnika, maksimiranje premoženja. V primeru malih podjetij za razliko od velikih, maksimiranje premoženja ni nujno edini cilj, kar potrjujejo podjetja tipa življenjskega sloga. Ne glede na to, pa je obstoj MSP izrednega gospodarskega pomena, posebej za rast gospodarstva in zaposlovanja. Razlike med malimi in velikimi podjetji so najbolj opazne na področju financiranja. Večina MSP nima dostopa na trg dolžniškega in lastniškega kapitala. V EU je to še vedno problem, saj zunanje lastniško financiranje, tako IPO kot tvegani kapital, nima tako dolge tradicije v MSP kot v ZDA. Tvegani kapital zelo drag in je primeren za financiranje faze rasti podjetja. IPO je posebno pomemben za podjetja s tveganim kapitalom. Tvegane kapitalistu, ki je vključen v posel, IPO omogoči izstop iz posla. Po drugi strani pa mala in družinska podjetja v EU v splošnem niso bila odprta za zunanje lastniško financiranje in niso navajena na pregledno informiranje o svojem poslovanju. Tako mnogi investitorji tvegane kapitala in podobnih oblik lastniškega kapitala niso naklonjeni investiranju v manjša podjetja, ker je bolj tvegano in dražje od investiranja večjih sredstev v velika podjetja. Zato obstaja mnogo drugih načinov financiranja MSP.

Večina MSP nima določenega cilja glede deleža dolga in uporablja neformalna pravila pri odločanju o *strukturi kapitala*. Struktura kapitala je pri MSP povezana z njihovim finančnim življenjskim ciklom. Tako v začetni fazi prevladuje lastniški kapital, medtem ko v bolj zrelih fazah prevladuje dolžniški kapital. Večina malih podjetij uporablja od zunanje oblike financiranja izključno bančne kredite, kar potrjuje tudi teorija izključevanja strukture kapitala. MSP zelo redko izplačajo *dividende*, ker uporabljajo pridržane dobičke za financiranje svoje rasti. Če pa izplačujejo dividende, pa je ravnanje malih podjetij popolnoma drugačno od velikih. Medtem ko velika podjetja povečujejo dolg za podporo izplačilu dividend, mala podjetja hkrati zmanjšujejo dolg, ko izplačujejo dividende.

Nekatere novejšje teorije in nepravilnosti učinkovitega trga kapitala (EMH) ter modela načrtovanja dolgoročnih finančnih naložb (CAPM) so postavile sodobno finančno teorijo pod vprašaj. Sodobna finančna teorija ne more razložiti primerov, ki niso skladne z njenimi predpostavkami. Številne empirične študije niso potrdile hipoteze EMH in modela CAPM. Številne nepravilnosti CAPM (dolgoročni preobrat, moment,

P/E in M/B učinek, učinek malega podjetja, januarski učinek) so bile potrjene na različnih borznih trgih. Druga od predpostavk hipoteze EMH je, da ni mogoče napovedati prihodnjih gibanj cene delnice na podlagi javno dostopnih informacij. Vendar je množica raziskav potrdila, da dolgoročno obstaja napovedljivost cen delnic. V skladu z EMH tržne cene naložb v vsakem trenutku odražajo vse informacije pomembne za njihovo vrednost. V ravnotežju jih držijo popolnoma racionalni agenti, ki izkoristijo vsako odstopanje od temeljne vrednosti. Dejansko pa je arbitraža omejena, saj je povezana s tveganjem in stroški.

Zaradi očitnih pomanjkljivosti sodobne finančne teorije je bilo veliko truda vloženo v iskanje novih rešitev in raziskavo vzrokov teh pomanjkljivosti. Številne raziskave so bile usmerjene v postopno sprostitev zelo strogih zahtev sodobne finančne teorije in približanje teorije praksi. Vedenjske finance, ki izhajajo iz psiholoških, socioloških in drugih raziskav, dajo razlago za mnoge nepravilnosti sodobne finančne teorije in odločanje ljudi v primeru negotovosti. Največ sta k vedenjskim financam že na začetku prispevala Kahneman in Tversky in sicer s člankoma leta 1974 v reviji *Science* o hevrističnih pristranskostih in leta 1979 v *Econometrica* z razlago odvisnosti od okvirjanja na podlagi nove teorije izgledov. S teorijo izgledov sta razložila reprezentativni hevrizem in odvisnost od okvirjanja. Osnovne psihološke razlage izhajajo iz pristranskosti odločanja in napak zaradi preferenc. Glavne pristranskosti pri odločanju so: pretiran optimizem, pretirana samozavest, neskladnost spoznavanja, okrepitev, ohranitev, sidranje in prilagoditev, ter reprezentativnost. Na preference ljudi vpliva tudi način, kako je vprašanje postavljeno ali odvisnost od okvirjanja. Druge napake preferenc so: miselno razvrščanje, samoobvladovanje, obžalovanje ter denarna iluzija. Primerjave z realnostjo so pokazale neveljavnost aksiomov o stalnosti in neodvisnosti preferenc, ki so podlaga teorije pričakovane koristnosti. Nepravilnosti teorije pričakovane koristnosti so v teoriji izgledov upoštevane s tremi glavnimi elementi: nenaklonjenostjo izgubi, nelinearnim tehtanjem verjetnosti in refleksijskim učinkom. Teorija izgledov ima od vseh vedenjskih teorij največji vpliv na ekonomske raziskave.

Manj raziskano področje vedenjskih financ se nanaša na področje poslovnih financ. Ta izpustitev je nenavadna zaradi dejstva, da je eno od klasičnih del v poslovnih financah (Lintner, 1956) izrazito vedenjsko obarvano. Pri raziskavah vpliva vedenjskih financ na poslovne finance se pojavljajo tri paradigme:

- racionalen manager in neracionalen investitor,
- neracionalen manager in racionalen investitor,
- teorija tempiranja trga.

Predvsem prva in tretja sta med seboj tesno povezani. Prva raziskuje, kako podjetja učinkovito iščejo oziroma izkoriščajo arbitražo v primeru odklonov cen njihovih vrednostnih papirjev na trgu. Tako so združitve, prevzemi, IPO in nakupi lastnih

delnic dejavnosti podjetij možnosti za arbitražo pri odklonih tržnih cen. Druga opisuje psihološke pristranskosti na področju managementa, kot sta na primer prevelik optimizem in preveliko zaupanje. Managerji so preveč optimistični glede svojih zmožnosti in izgledov svojega podjetja. V splošnem so nenaklonjeni izdaji delnic, ker so prepričani, da je njihovo podjetje podcenjeno, bolj so naklonjeni prevzemom podjetij, ker mislijo da bodo s svojimi managerskimi sposobnostmi ustvarili novo vrednost. Tretja pa vključuje tempiranje izdaje lastniškega in dolžniškega kapitala. Tako racionalni managerji skrbno spremljajo ceno in stroške kapitala.

Vpliv vedenjskih financ na poslovne financ je v nalogi omejen na vladanje podjetjem, strukturo kapitala in politiko izplačil. Vladanje podjetjem se nanaša predvsem na delniške družbe. V primeru MSP pa se nanaša na podjetja, ki so v premoženju investicijskih družb ali tveganega kapitalista. Delniške družbe z boljšim *vladanjem* imajo višje razmerje tržna cena-knjižna vrednost, kar dokazuje, da investitorji nagradijo dobro upravljanje. Investitorji so pripravljeni plačati dodatno premijo za delniške družbe z dobrim vladanjem. V primeru MSP dosegajo boljše rezultate tista podjetja, ki so financirana z neodvisnim tveganim kapitalom za razliko od tistih z javnim ali bančnim tveganim kapitalom. Optimizem managerjev je tudi najbolj nadzorovan z uvedbo zunanjega nadzora, kar je tudi namen vladanja. Nerealni optimizem managerjev ali lastnikov v primeru MSP lahko vodi v zgrešeno razporeditev virov in zmanjšanje premoženja ali propad podjetja. Nerealni optimizem pa lahko pri podjetniškem tipu MSP tudi stimulira varčevanje in naložbe ter je spodbuda za trdo delo.

Pri odločitvi glede *strukture kapitala* pa managerji poskušajo doseči tempiranje trga kapitala. Tempiranje ni omejeno samo na lastniški, ampak tudi na dolžniški kapital, saj managerji opazujejo tudi časovno krivuljo donosov pri izdaji dolžniških vrednostnih papirjev. Mala rastoča podjetja se predvsem zanašajo na dolžniško financiranje in se zatečejo v lastniško, ko je cena kapitala nizka. Podobno kot za samozavestne managerje v velikih podjetjih velja tudi za optimistične managerje v hitro rastočih podjetjih, da so bolj naklonjeni dolžniškemu financiranju, kot lastniškemu. Tempiranje najbolj očitno pri prvi javni ponudbi delnic v primeru MSP ali drugi izdaji delnic v primeru delniških podjetij. Tempiranje se ciklično ponavlja in je povezano predvsem z ugodnimi gospodarskimi gibanji in optimizmom investitorjev. V primeru MSP ni povezano s ciklom tehnoloških inovacij, ki je daljši kot cikel "vročih trgov".

Politika izplačil dividend se kaže v dveh smereh: koliko izplačati in v kakšni obliki. Managerji in investitorji vidijo dividende kot stalno obveznost in odkup delnic kot začasni mehanizem izplačila denarja. Mnogi managerji podpirajo odkup delnic, ker je to bolj fleksibilno in se lahko izkoristi tudi za tempiranje trga kapitala in povečanje razmerja dobiček na delnico (EPS). V splošnem politika izplačil z vidika managerjev

kaže na zmerno povezavo z agencijsko in signalno teorijo politike izplačil. Davčne posledice imajo na politiko izplačil šele drugotni vpliv. Odkup lastnih delnic je signal, da so managerji prepričani, da so delnice njihovega podjetja podcenjene. Večina MSP ne izplačuje *dividend*. Dobiček uporabljajo predvsem za dolgoročne naložbe in za financiranje svoje rasti. Redka mala podjetja, ki izplačajo dividende, hkrati tudi zmanjšujejo dolg podjetja.

Čeprav je večina finančnih odločitev v MSP v absolutnem znesku mnogo manjša kot v velikih podjetjih, pa so te lahko usodnejše za MSP. Zato je vpliv lastnikov in managerjev na vodenje in finančno upravljanje MSP enak ali še pomembnejši, kot pri velikih podjetjih, managerji in njihove pristranskosti pa so v velikih podjetjih veliko bolj nadzorovani kot v MSP.

LITERATURA IN VIRI

LITERATURA

1. Akerlof George Arthur: The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84 (1970), 3.
2. Bachelier Louis: *Theory of Speculation*, v Paul Cootner: *The Random Character of Stock Prices*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 1900, str. 17–75.
3. Baker Malcolm, Wurgler Jeffrey: Market timing and capital structure. *Journal of finance*, 17 (2002), 1.
4. Banz Rolf W.: The relationship between return and market value of common stock. *Journal of Financial Economics*, 9 (1981), str. 3–18.
5. Barber Brad M., Odean Terrance: Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *Journal of Finance*, 55 (2000), 2.
6. Barber Brad M., Odean Terrance: Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *Quarterly Journal of Economics*, 141 (2000), str. 261–292
7. Barberis Nicholas, Huang Ming: The Loss Aversion / Narrow Framing Approach Equity Premium Puzzle, v Raj Mehra: *Handbook of Investments: Equity Premium*. maj 2004.
8. Barberis Nicholas, Huang Ming: Mental Accounting, Loss Aversion, and Individual Stock Returns. *The Journal Of Finance*, 54 (2001), 4, str. 1247–1292.
9. Barberis Nicholas, Thaler Richard: A Survey Of Behavioral Finance. *Handbook of the Economics of Finance*, ured. G.M. Constantinides, M. Harris in R. Stulz, 2003.

10. Barclay Michael J., Hendershott Terrence: Price Discovery and Trading After Hours. *The Review of Financial Studies*, 16 (2003), 4, str.1041–1073
11. Bayes Thomas: An Essay Towards Solving a Problem in the Doctrine of Chances. *Philosophical Transacion* (1683–1775), 53 (1763), str. 370-418.
12. Benartzi Shlomo, Michaely Roni, Thaler Richard: Do changes in dividends signal the future or the past? *Journal of Finance*, 52 (1997), 3, str.1007–1034.
13. Benartzi Shlomo, Thaler Richard: Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. *Quarterly Journal of Economics*, 110 (1995), 1, str. 73–92.
14. Black Fischer, Scholes Myron S.: The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Jurnal Political Econ.* 81 (1973), str. 637–659.
15. Booth Laurence, Aivazian Varouj, Demirguc-Kunt Asli, Maksimovic Vojislav: Capital structures in developing countries. *Journal of Finance* 56 (2001), 1, str. 87–130.
16. Bradley Daniel, Jordan Bradford, Ritter Jay: Analyst Behavior Following IPOs: The “Bubble Period” Evidence. 3rd Annual Entrepreneurship, Venture Capital, and Initial Public Offerings Conference at Dartmouth College, 2004 [URL: http://bear.cba.ufl.edu/ritter/work_papers/Analysts%20Behavior%20Following%20IPOs.pdf].
17. Bradley Daniel, Jordan Bradford, Roten Ivan, Yi Ha-Chin: Venture capital and IPO lockup expirations: An empirical analysis., *Journal of Financial Research* 24 (2001), str. 465–492.
18. Damodaran Aswath: Tools and techniques for determining the value of any asset. John Wiley & Sons, Inc., 1996, 1008 str.
19. Damodaran Aswath: A Simple Measure of Price Adjustment Coefficients. *Journal of Finance*, 48 (1993), 1, str.: 387–400.
20. Daniel Kent, Titman Sheridan: Evidence on the Characteristics of Cross-Section Variation in Stock Returns. *The Journal of Finance.* 52 (1997), 1, str. 1–33.
21. Daniel Kent, Titman Sheridan, Wei John K.C: Explaining the Cross-Section of Stock Returns in Japan: Factors of Characteristics? *The Journal of Finance*, 56 (2001), 2, str. 743–766.
22. Kent Daniel, Hirshleifer David, Subrahmanyam Avaniidhar: Investor psychology and security market under- and overreaction. *Journal of Finance* 53 (1998), str. 1839–1885.
23. De Angelo Harry, De Angelo Linda, Skinner Douglas J.: Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings. *Journal of Financial Economics*, 72 (2004), str. 425–456.
24. DeBondt Werner, Thaler Richard: Does the stock market overreact? *Journal of Finance*, 40 (1985), 3, str. 793–805.
25. DeLong Bradford, Shleifer Andrei, Summers Lawrence, Waldman Robert: Noise Trader Risk and Financial Markets. *Journal of Political Economy* 98 (1990), 4, str. 703–738.

26. Derrien Francois: IPO Pricing in 'Hot' Market Conditions: Who Leaves Money on the Table? *The Journal Of Finance*, 60 (2005), 1.
27. Derrien Francois, Womack Kent: Auctions vs. Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets. *The Review of Financial Studies*, 16(2003), 1, str. 31–61.
28. Deželan Silva: Učinkovitost trga kapitala: teorija, empirične raziskave in primer Slovenije. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 104 str.
29. Dittmar Amy, Dittmar Robert: Stock Repurchase Waves: An Explanation of the Trends in Aggregate Corporate Payout Policy. Working paper (Indiana University), 2002, [URL=<http://ssrn.com/abstract=346548>].
30. Donaldson Gordon : Corporate Debt Capacity. Harvard University, Boston, 1961.
31. Doyle Jeffrey T., Russell J. Lundholm, Soliman Mark T.: The Predictive Value of Expenses Excluded from 'Pro Forma' Earnings. *Review of Accounting Studies*, 2003, [URL: <http://webuser.bus.umich.edu/Lundholm/mywebs/valuedog/proforma%20whole%20paper%204.pdf>]
32. Dreman David: *The New Contrarian Investment Strategy*. ZDA, Random House, 1982, 342 str.
33. Eisenhardt Kathleen M.: Control: Organizational and economic approaches. *Management Science*, 31 (1985), 2, str. 134–149.
34. Eisenhardt Kathleen M. : Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14 (1989), 1, str. 57–74.
35. Ellsberg Daniel: Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms. *Quarterly Journal of Economics*, 75 (1961), str. 643–669
36. Fama Eugene F. : The Behavior of Stock Market Prices. *Journal of Business* 38 (1965), str. 34–105.
37. Fama Eugene F. : Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25 (1970), 2, str. 383–417.
38. Fama Eugene F.: Efficient Capital Markets II. *Journal of Finance*, 46 (1991), str. 1575–1617.
39. Fama Eugene F.: Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49 (1998), str. 283–306.
40. Fama Eugene F., French Kenneth: Permanent and Temporary Components of Stock Prices. *Journal of Political Economy*, 96 (1988), 2, str. 246–273.
41. Fama, Eugene F., French Kenneth .R.: The Cross Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47 (1992), str. 427–465.
42. Fama, Eugene F., French Kenneth .R.: Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *The Journal of Finance*, 33 (1993), str. 3–56.
43. Fama Eugene F., French Kenneth: Value vs. Growth: The international Evidence, *The Journal of finance*, 53 (1998), str. 1975–999.

44. Fama Eugene F., French Kenneth: The Corporate Cost of capital and Return of corporate investments, *The Journal of finance*, 54 (1999), str. 1939 –1967.
45. Fama Eugene F., French Kenneth: Disappearing Dividends? Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics* 60 (2001), str. 3–43.
46. Festinger Leon: *A Theory of Cognitive Dissonance*. Stanford, CA, Stanford University Press, 1957.
47. Fluck Zsuzsanna: Optimal financial contracting: Debt versus outside equity. *Review of Financial Studies*, 11(1998), 2, str. 383–418.
48. Fluck Zsuzsanna: Capital Structure Decisions in Small and Large Firms:A Life-cycle Theory of Financing, 1999, [URL: <http://www.stern.nyu.edu/fin/workpapers/papers99/wpa99069.pdf>]
49. Frank Robert: If Homo economicus Could Choose His Own Utility Function,Would He Want One With a Conscience? *American Economic Review*, 7 (1987),4, str. 593–604.
50. Frankfurter G. M., McGoun E.G.: Resistance Is Futile:The Assimilation of Behavioral Finance. 5th Conference on APF, Dundee, 2000, str. 3–24.
51. Gombola, M., D. Marciukaityte: Managerial optimism and financing choice for rapidly growing firms. Eastern Finance Association 2005, [URL: <http://www.easternfinance.org/PaperSubmissions/Submissions2005/S-5-22.pdf?PHPSESSID=c0900afe73336c1cc3daa307bd2bb8fc>].
52. Gordon Myron J.: *Finance, Investment and Macroeconomics: The Neoclassical and a Post Keynesian Solution*. Hants (UK), Edward Elgar Publishing, 1994, 240 str.
53. Gordon Myron J.: Dividends, Earnings and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics*, 41(1959), str. 99–105.
54. Graham Benjamin: *The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel*. Harper and Row, New York, 1949.
55. Graham Benjamin, Dodd David: *Security Analysis, Principles and Techniques*. McGraw Hill, New York, 1951.
56. Graham John, Campbell Harvey: *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*. 1999.
57. Graham John, Campbell Harvey: *Expectations of Equity Risk Premia, Volatility and Asymmetry from a Corporate Finance Perspective.*, 2001
58. Graham John, Campbell Harvey: How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions? *The Journal of Applied Corporate Finance*, 15 (2002).
59. Graham John, Campbell Harvey: The Equity Risk Premium in June 2005: Evidence from the Global CFO Outlook Survey. 2005, [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=743129].
60. Graham John, Campbell Harvey, Alon Brav, Roni Michaely: Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics*, 77 (2005), 3, str. 483–527.

61. Gregorič Aleksandra: Corporate governance, international perspective. Doktorska disertacija, Ekonomska Fakulteta, Ljubljana, 2003.
62. Grinblatt Mark, Titman Sheridan: Financial markets and corporate strategy. MacGraw-Hill, 2001.
63. Hart Stuart L.: A natural-resource-based view of the firm. *The Academy of Management Review*, 20 (1995), 4, str. 986 –1014.
64. Hackbarth D., Hennessy C. A., Leland Hayne E.: Can the Trade off Theory Explain Debt Structure? 2005, [URL: <http://faculty.haas.berkeley.edu/hennessy/papers/POST36.pdf>]
65. Helwege Jean, Liang Nellie: Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets. Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), 2002, [URL: <http://ideas.repec.org/s/fip/fedgfe.html>]
66. Heel J., Kehoe C.: Why some private equity firms do better than others? *The McKinsey Quarterly*, 1 (2005), [URL: http://www.eubfn.com/arts/eq_heel.htm].
67. Hirshleifer David, Hou Kewei, Teoh Siew H., Zhang Y.: Do Investors Overvalue Firms with Bloated Balance Sheets? *Journal of Accounting and Economics Conference*, 2003, [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID609392_code16763.pdf?abstractid=404120&mirid=2].
68. Hirshleifer David, Shumway Tyler: Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather. *Journal of Finance*, 58 (2001), 3, str. 1009 – 1032.
69. Hoschka Tobias C.: A market for the well governed. *The McKinsey Quarterly*, 3 (2002).
70. Huang Rongbing, Ritter Jay R.: Testing the Market Timing Theory of Capital Structure., 2005, [URL: [http://bear.cba.ufl.edu/ritter/TestingOct2805%20\(1\).pdf](http://bear.cba.ufl.edu/ritter/TestingOct2805%20(1).pdf)]
71. Irani Afshad J. : Ex Post Bias In Management Earnings Forecasts: A Study Of Potential Determinants. SSRN Electronic Paper Collection, 1999, [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=185448].
72. Jegadeesh Narasimhan, Titman Sheridan: Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance*, 48 (1993), str. 65–91.
73. Jegadeesh Narasimhan: Evidence of predictable behavior of security returns. *Journal of Finance*, 45 (1990), str. 881–898.
74. Jagannathan Murali, Clifford Stephens P., Weisbach Michael S.: Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57 (2000), str.: 355–384.
75. Kahneman Daniel, Slovic Paul, Tversky Amos: *Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge, England: Cambridge University Press, 1982.
76. Kahneman Daniel, Tversky Amos: Subjective probability: A judgment of representativeness. *Cognitive Psychology* 3 (1972), str. 430–454.
77. Kahneman Daniel, Tversky Amos : On the Psychology of Prediction, *Psychological Review*, 80 (1973), str. 237–251.

78. Kahneman Daniel, Tversky Amos: Judgment under uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185 (1974), str.1124–1131.
79. Kahneman Daniel, Tversky Amos: Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica* 47 (1979), str. 263–292.
80. Kahneman Daniel, Lovallo Dan: Timid choices and bold forecasts. *Management Science*, 39(1993), 1, str. 17–31.
81. Keim Donald: Size-related anomalies and stock return seasonality. *Journal of Financial Economics* 12 (1983), str. 13–32.
82. Kendall Maurice G.: The Analysis of Economic Time-Series, Part I, Prices. *Journal of Royal Statistical Society*. 96 (1953), str. 11–25.
83. Kocherlakota Narayana R. : The Equity Premium: It's Still a Puzzle. *Journal of Economic Literature*, 34 (1996), 1, str. 42–71.
84. Kraus Alan, Stoll Hans R.: Price Impacts of Block trading on the New York Stock Exchange. *The Journal of Finance*, 27 (1972), str. 569–588.
85. Landsburg Steven: *The Armchair Economist: Economics and Everyday Life*. New York, The Free Press/Macmillan, 1993.
86. Lease Ronald: Dividend policy: its impact on firm value. *Financial Management Association*, 2000, 219 str.
87. LeRoy Stephen, Porter Richard D. : The present value relation: Tests based on implied variance bounds. *Econometrica*, 64 (1981), 555–574.
88. Lichtenstein S., Fischhoff B.: Do those who know more also know more about how they know? The calibration probability of judgments. *Organizational behavioral and Human performance*, 3 (1997).
89. Lichtenstein Sarah, Slovic Paul: Reversals of preference between bids and choices in gambling decisions. *Journal of Experimental Psychology*, 89(1971), 1, str. 46–55.
90. Lintner John: Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46 (1956), 2, str. 97–113.
91. Lintner John: Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification. *Journal of Finance*, 20 (1965), 4, str. 587–616.
92. Ljungqvist Alexander P., Wilhelm, William J. Jr.: What makes issuers happy? Testing the Prospect Theory of IPO Underpricing. November 18, 2003, <http://w4.stern.nyu.edu/emplibary/Lungqvist03.pdf>
93. Ljungqvist Alexander P.: IPO Underpricing. *Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance*, ured. B. Espen Eckbo, 2004.
94. Ljungqvist A. P., Nanda Vikram, Singh Rajdeep: Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing. November 6, 2003, [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=282293]
95. Loughran Tim, Ritter Jay: Why Has IPO Underpricing Changed Over Time? *Financial Management*, 33 (2004), 4, str. 5–37.
96. Loughran Tim, Ritter Jay: The new issues puzzle. *Journal of Finance*, 50 (1995), str. 23–50.

97. Lovallo Dan, Kahneman Daniel: Delusions of Success: How Optimism Undermines Executives' Decisions. *Harvard Business Review*, (July), 2003, str. 57–63.
98. Lu Hai, Ma Qingzhong: Do Earnings Explain the January Effect? *Social Science Research Network*, 2003, [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=479141]
99. Malmendier Ulrike, Tate Geoffrey, Yan Jun: Corporate Financial Policies With Overconfident Managers. *Social Science Research Network*, 2005 [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=691121]
100. Mandelbrot Benoit: Forecasts of Future Prices, Unbiased Markets, and Martingale Models. *Journal of Business*, 39 (1966), str. 242.
101. Manove Michael: *Entrepreneurs, Optimism and the Competitive Edge*. Boston University and CEMFI, 2000, [URL: <http://www.bu.edu/econ/faculty/manove/Opt.pdf>].
102. Markovitz Harry M.: Portfolio Selection. *Journal of Finance*, 7 (1952), str. 77–91.
103. Markovitz Harry M. : *Portfolio selection: Efficient diversification of investments*. New York, John Wiley and Sons, 1959.
104. Marsh Terry A., Merton Robert: Dividend variability and variance bounds tests for the rationality of stock market prices. *American Economic Review* 76, (1986), str.: 483–498.
105. Merton Robert: Theory of Rational Option Pricing. *Bell Journal of Economics & Management*, 4. (1973), str. 141–183.
106. Modigliani Franco, Miller Merton: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48 (1958), str. 261–297.
107. Modigliani Franco., Miller Merton: Dividend policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34 (1961), str. 411–433.
108. Monks Robert A.G, Minow Nell, “Corporate Governance”, 2.izdaja, Oxford, Blackwell Publishing, 2001, 462 str.
109. Montier James: *Behavioural Finance: Insights into irrational minds and markets*. Velika Britanija, John Willy & Sons, 2002, 193 str.
110. Moskowitz Tobias, Grinblatt Mark: Do Industries Explain Momentum? *The Journal of Finance*, 54 (1999), 4, str. 1249 –1290.
111. Mossin Ian: Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 34 (1966), 4, str. 768–783.
112. Mramor Dušan: *Teorija poslovnih financ*. Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani, 2000, 191 str..
113. Mramor Dušan, Valentinčič Aljoša: When maximizing shareholders'wealth is not the only choice. *East. Europ. econ.*, 39 (2001), 6, str. 64–93.
114. Mramor Dušan, Lončarski Igor: Traditional, modern and new approach to finance. *Proceedings of thr 6th Conference on APF, Hamburg*, 2002, [URL: <http://www.departments.bucknell.edu/management/apfa/Hamburg%20Papers/Mramor.pdf>]

115. Mueller Elizabeta, Spitz Aleksandra: Managerial Ownership and Firm Performance in German Small and Medium-Sized Enterprises. Centre for Economic Performance, LSE, London, 2002 [URL: <http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/DP0528.pdf>].
116. Muray Frank, Vidhan Goyal: Testing the pecking order Theory of capital structure. Social Science Research Network, 2000, [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=243138]
117. Myers Stewart: Capital Structure Puzzle. National Bureau of Economic Research, Working Papers 1393, 1984, [URL: <http://www.nber.org/papers/w1393.pdf>].
118. Myers Stewart: Outside equity financing. National Bureau of Economic Research, Working Paper 6561, 1998, [URL: <http://www.nber.org/papers/w6561.pdf>].
119. Myers Stewart, Majluf Nicolas: Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have. *Journal of Finance*, 1984, str. 187–220
120. Newell Roberto, Wilson Gregory: A premium for good governance. *The McKinsey Quarterly*, 3 (2002).
121. Odean Terrance: Volume, volatility, price and profit when all traders are above average. *Journal of Finance*, 53 (1998), 6, str. 1887 – 1934.
122. Odean Terrance: Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? *Journal of Finance*, 53 (1998), 5, str. 1775–1798.
123. Ofek Eli, Richardson Mathew: The IPO Lock-Up Period: Implications for Market Efficiency And Downward Sloping Demand Curves. National Bureau of Economic Research (NBER), 2000, [URL: <http://www.stern.nyu.edu/fin/workpapers/papers99/wpa99054.pdf>].
124. Osteryoung Jerome, Newman Derek, Davies Leslie: *Small Firm Finance*. The Dryfen Press, 1997, 394 str.
125. Poterba James, Summers Lawrence: Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications. *Journal of Financial Economics*, 22, 1988, str. 27–59.
126. Rajan R., Servae H: Analyst Following of Initial Public Offerings. *Journal of Finance* 52 (1997), str. 507–529.
127. Reinganum Marc: Misspecification of capital asset pricing: empirical anomalies based on earnings' yield and market values. *Journal of Financial Economics*, 9 (1981), str. 19–46.
128. Ritter Jay: *Investment Banking And Securities Issuance*. ed. G.M. Constantinides, M. Harris in R. Stulz: *Handbook of the Economics of Finance*. 2003, pog. 5, str. 254–289.
129. Ritter Jay: Differences between European and American IPO Markets *European Financial Management* 9(2003), 4, str. 421–434.

130. Ritter Jay, Welch Ivo: A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations. *The Journal Of Finance*, 57(2002), 4, str. 1795–1828.
131. Ronstadt Robert: *Entrepreneurial Finance: Taking control of your Financial Decision making*. Dana Point, CA: Lord publishing, 1988, 177 str.
132. Ross S. A.: 'The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing', *Journal of Economic Theory*, 13, 341–360, 1976.
133. Samuelson Paul: Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. *Industrial Management Review*, 6 (1965), str. 41–49.
134. Savage Leonard: *The Foundations of Statistics*. 1954, 2. izd. New York: Dover, 1972.
135. Schmid Frank: Equity Financing of the Entrepreneurial Firm. *Federal Reserve Bank Of St. Louis* 26 (2001), str. 15–27. [URL: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/01/11/15-28Schmid.pdf>]
136. Shafir Eldar, Diamond Peter, Tversky Amos: Money Illusion. *Quarterly Journal of Economics*, 112 (1997, 2, str. 341–374.
137. Sharpe William: *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*. *The Journal of Finance*, 19 (1964), str. 425–442.
138. Shiller Robert J: Do stock price move too much to be justified by subsequent dividends? *American Economic Review*, 71 (1981), str. 421–436.
139. Shiller Robert J.: Human Behavior and the Efficiency of the Financial System. B. Taylor in Michael Woodford ed., *Handbook of Macroeconomics*, Elsevier Science B. V., 1999, str. 1306–1334.
140. Shiller Robert J.: From Efficient Market Theory To Behavioral Finance'. *Jurnal of Economic Perspectives*, 17 (2003), 1, str. 83–104 [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=349660]
141. Shefrin Hersh: *Beyond Greed and Fear; Understanding Behavioral Finance*. Oxford University Press Inc, ZDA, 2000, 368 str.
142. Shefrin Hersh, Statman Meir: The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory and evidenc. *Journal of Finance*, 40(1985), 3, str. 777–790.
143. Shefrin Hersh, Statman Meir: Explaining Investor Preference for Cash Dividends. *Journal of Financial Economics*, 13 (1984), str. 253–282.
144. Siegel Jeremy: Equity premium: Stock and Bond Returns since 1802. *Financial Analyst Jurnal* 48 (1992), str. 28–38.
145. Siegel Jeremy, Thaler Richard: Anomalies: The Equity premium puzzle. *Jurnal of Econimics Perspectives*, 11(1997), str. 191–200.
146. Simon Herbert A.: A Behavioral model of rational choice. *The quaterly Journal of Economics*, 69 (1955), str. 99–118.
147. Starmer Chris: Developments in Non-Expexted Utility Theory: The Hunmt for a Descriptive Theory of Choice under Risk. *Journal of Economic Literature* 38 (2000), str. 332–382.

148. Statman Meier: Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements, *Financial Analysts Journal*, 55 (1999), 6, str. 18–27.
149. Stein Jeremy: Rational Capital Budgeting In An Irrational World. *Journal of Business*, 69 (1996), 4, str. 429–455, [URL:<http://www.nber.org/papers/W5496>].
150. Stigler George, Friedland Claire, The Literature of Economics: the Case of Berle and Means, *Journal of Law and Economics*, 26 (1983), str. 237–259.
151. Thaler Richard: Mental Accounting Matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12 (1999), str. 183–206.
152. Thaler Richard, Johnson Eric: Gambling with the house money and trying to break even: The effects of prior outcomes on risky choice. *Management Science* 36 (1990), str. 643–660.
153. Tajnikar Maks: Rastoča podjetja in rastoči posli. *Ekonomska Fakulteta, Univerza v Ljubljani*, 1999, 297 str.
154. Thaler, Richard H.: The End of Behavioral Finance. *Association for Investment Management and Research*, 31 (1999), str. 18–27. [URL: <http://introduction.behaviouralfinance.net/Thal99.pdf>]
155. Tongshu Ma and Yiyu Shen: Prospect Theory and the Long-Run Performance of IPO Stocks. 14th Annual Conference on Financial Economics and Accounting (FEA), 2003, [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=488146].
156. Tykvová Tereza, Walz Uwe: Are IPOs of Different VCs Different? The CFS Working Paper Series, 2004/02. [URL:<http://www.ifk-cfs.de/content/veroeffentlichungen/data/20040102AreIPO.htm>]
157. Tversky, Amos, Daniel Kahneman: Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5 (1992), str. 297–323.
158. Tversky Amos, Kahneman Daniel: Rational Choice and the Framing of Decisions. *The Journal of Business*. 59 (1986), 4, str. 251–278.
159. Tversky Amos, Kahneman Daniel: The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211 (1981), str. 453–458.
160. von Neuman John, Morgenstern Oskar: *Theory of Games and Economic Behavior*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 3. izdaja, 1967.
161. Weinstein Neil: Unrealistic Optimism About Future Life Events. *Journal of Personality & Soc. Psychology*, 39 (1980), str. 806–820.
162. Žnidar Tina: Viri financiranja MSP v Sloveniji. *Ekonomska Fakulteta, Univerza v Ljubljani*, magistrsko delo, 2003.

VIRI

1. Carlson John, Sahinoz Erkin: Measures of Corporate Earnings: What Number Is Best? Federal Reserve Bank of Cleveland, 2003

2. Department of Trade and Industry:DTI news release, 2005, [URL: http://www.sbs.gov.uk/SBS_Gov_files/researchandstats/SMEStats2004.pdf].
3. Helwege Jean, Liang Nellie: Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets. Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), 2002, [URL:<http://ideas.repec.org/s/fip/fedgfe.html>]
4. Huang Rongbing, Ritter Jay R.:Testing the Market Timing Theory of Capital Structure., 2005, [URL=[http://bear.cba.ufl.edu/ritter/TestingOct2805%20\(1\).pdf](http://bear.cba.ufl.edu/ritter/TestingOct2805%20(1).pdf)]
5. Kahneman Daniel, Tversky Amos: Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica* 47 (1979), str. 263–292.
6. Ljungqvist Alexander P.: IPO Underpricing. *Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance*, ured. B. Espen Eckbo, 2004.
7. McKinsey quarterly, Business journal of McKinsey & Company. [URL:<http://www.mckinseyquarterly.com>]
8. Ritter Jay:IPO data, IPO links. [URL:<http://bear.cba.ufl.edu/ritter/>]
9. Shiller Robert: Online date. [URL: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>]
10. Risk Capital Action Plan. [URL: http://europa.eu.int/lex/en/com/cnc/2002/com2002_0563en01.pdf], COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 16.10.2002.
11. Ronstadt Robert: *Entrepreneurial Finance: Taking control of your Financial Decision making*. Dana Point, CA: Lord publishing, 1988, 177 str.
12. SME User Guide explaining the new SME definition: SME Definition, 06.05.2003 [URL:http://europa.eu.int/comm/enterprise/enterprise_policy/sme_definition/sme_user_guide.pdf]
13. Starmer Chris: Developments in Non-Expected Utility Theory: The Hunt for a Descriptive Theory of Choice under Risk. *Journal of Economic Literature* 38 (2000), str. 332–382.
14. United States Small Business Administration: Small Business Size Standards. [<http://www.sba.gov/size>]
15. UEAPME: EUROPEAN ASSOCIATION OF CRAFT, SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES. [URL: <http://www.ueapme.com/>]
16. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 15/2005)

PRILOGE

TABELE

Tabela P-1: Podcenjenost in začetni donosi na svetovnih IPO trgih

Država	Izvor vzorca	Velikost	Obdobje	Donosnost
Avstralija	Lee, Taylor & Walter, Woo	381	1976-1995	12.1%
Avstrija	Aussenegg	83	1984-2002	6.3%
Belgija	Manigart & Ooghc: Manigart	86	1984-1999	14.6%
Brazilija	Aggarwal. Leal & Hernandez	62	1979-1990	78.5%
Kanada	Jog & Riding, Jog & Srivastava	500	1971-1999	6.3%
Čile	Kryzanowski & Rakita Aggarwal: Leal & Hernandez Celis & Maturana	55	1982-1997	8.8%
Danska	Jakobsen & Sorensen	117	1984-1998	5.4%
Filipini	Sullivan & Unile	104	1987-1997	22.7%
Finska	Keloharju: Westerholm	99	1984-1997	10.1%
Francija	Husson & Jacquillat: Leleux & Muzyka: Paliard & Belletanle: Derrich & Womack: Chahine	571	1983-2000	11.6%
Grčija	Kazantzis & Thomas: Nounis	338	1987-2002	49.0%
Hong Kong	McGuinness: Zhao & Wu: Ljungqvist & Yu	857	1980-2001	17.3%
Indija	Krishnamurti & Kumar	98	1992-1993	35.3%
Indonezija	Hanafi: Ljungqvist & Yu	237	1989-2001	19.7%
Izrael	Kandel, Sarig & Wohl: Amihud & Hauser	285	1990-1994	12.1%
Italija	Arosio, Giudici & Paleari: Cassia. Paleari & Redondi	181	1985-2001	21.7%
Japonska	Fukuda: Dawson & Hiraki: Hebner & Hiraki: Pettway & Kaneko: Hamao, Packer. & Ritter: Kaneko & Pettway	1.689	1970-2001	28.4%
J. Koreja	Dhatt. Kim & Lim: Ihm: Choi & Heo	477	1980-1996	74.3%
Južna Afrika	Page & Reyneke	118	1980-1991	32.7%
Kitajska	Datar & Mao: Gu and Qin (Ashares)	432	1990-2000	256.9%
Malezija	Isa: Isa & Yong	401	1980-1998	104.1%
Mehika	Aggarwal. Leal & Hernandez	37	1987-1990	33.0%
Nemčija	Ljungqvist	407	1978-1999	27.7%
Nigerija	Ikoku	63	1989-1993	19.1%
Nizozemska	Wessels Eijgenhuijsen & Buijus Jenkinson. Ljungqvist. & Wilhelm	143	1982-1999	10.2%
Norveška	Emilsen. Pedersen & Saettem	68	1984-1996	12.5%
Nova Zelandija	Vos & Chcong: Camp & Munro	201	1979-1999	23.0%
Poljska	Jelie & Briston	140	1991-1998	27.4%
Portugalska	Almeida & Duque	21	1992-1998	10.6%
Singapur	Lee. Taylor & Walter: Dawson	441	1973-2001	29.6%
Španija	Ansotegui & Fabregat	99	1986-1998	10.7%
Švedeska	Rydqvist: Schuster	332	1980-1993	30.5%
Švica	Drobetz. Kammermnn & Walchli	120	1983-2000	34.9%

Vir: <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>

Tabela P-2: Srednji donos na prvi dan in ostanek denarja na mizi² za IPO trg v ZDA od 1990-2004

Leto	Število	Donosost na prvi dan v odstotkih		Skupen znesek v milijardah dolarjev	
		Equal-weighted	Proceeds-weighted	»ostanek na mizi«	Celotni donos
1990	104	10,8	8,1	0,33	4,08
1991	273	12,1	11,2	1,38	12,28
1992	385	10,2	8,1	1,71	20,97
1993	483	12,8	11,4	3,20	28,16
1994	387	9,8	8,5	1,39	16,24
1995	432	21,5	17,8	4,34	24,46
1996	621	16,7	16,1	6,53	40,65
1997	432	13,9	14,7	4,27	28,97
1998	267	22,3	15,5	4,98	32,20
1999	457	71,7	56,8	35,63	62,69
2000	346	56,1	44,2	26,77	60,54
2001	76	14,4	8,9	2,97	33,97
2002	67	8,9	5,1	1,13	22,11
2003	62	12,1	10,5	1,01	9,58
2004	179	12,1	12,1	3,88	32,04
1990-2004	4,571	23,3	23,2	99,52	428,9

Vir: <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>.

Vzorec vključuje IPO z vrednostjo delnice najmanj 5 dolarja in ne vključuje ADR, zaprtih skladov, partnerstev, bank, S&L, podjetij, ki niso bila v bazi CRSP (večina tujih podjetij gre v javno kotacijo v ZDA brez ADR). Če so vključena tuja IPO, je ostanek denarja na mizi višji. Ostanek denarja na mizi je definiran kot razlika med ponudno ceno in ceno zaključka trgovanja na prvi dan trgovanja pomnoženo s številom delnic v ponudbi.

Tabela P-3: Srednja donosnost prvega dne (MFR-Mean First-day Returns, n-število) za IPO od 1980 do 2003, kategorizirana po velikosti prodaje podjetij

Prodaja – p v milijon dolarjih	1980-1989		1990-1998		1999-2000		2001-2003	
	MFR %	n	MFR %	n	MFRP %	n	MFR %	n
0 < p < 10	10,2	389	16,9	642	69,5	17	7,2	28
10 < p < 20	8,8	247	18,2	358	81,0	128	14,3	11
20 < p < 50	7,9	484	8,8	753	77,9	140	14,5	22
50 < p < 100	6,5	334	13,1	562	62,5	83	14,4	26
100 < p < 200	4,8	229	11,9	432	30,9	50	12,6	26
200 < p	3,6	264	8,9	603	25,0	82	11,2	96
Skupaj	7,3	1947	14,8	3350	65,1	800	11,7	209

Vir: <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>.

Prodaja v milijonih se nanaša na zadnjih 12 mesecev pred IPO. Vsa prodaja je pretvorjena v dolarje za nakupno moč za leto 2003 z uporabo CPI-Consumers Price Index. Vključenih je 6306 IPO brez IPO z vrednostjo delnice manj kot 5 dolarjev, REIT, ADR, zaprtih skladov, bank, S&L, podjetij, ki niso bila v bazi CRSP vsaj 6 mesecev in 85 podjetij brez prodaje. Povprečna donosnost prvega dne je 18,7odstotka.

SLOVAR

adverse selection – napačna izbira

analyst coverage – spremljanje analitikov

anchor – sidro

anchoring and adjustment – sidranje in prilagajanje

anchoring and valuation – sidranje in vrednotenje

aversion to ambiguity – odpor do neznanega

availability heuristic – pristranskost razpoložljivosti

bandwagon hypothesis – hipoteza pridružitve večini

base rate neglect – neupoštevanje osnovnega deleža

beat the market – doseči višje donose od trga

biases – pristranskost

biases of judgement – pristranskost odločanja

book building – izdelava knjige potencialnih kupcev

book-to-market value – knjižna vrednost proti tržni

certainty effect – učinek gotovosti

cognitive dissonance – neskladnost prepričanja

confirmation bias – pristranskost okrepiteve

conservatism bias – pristranskost po ohranitvi
corporate governance – vladanje podjetjem
dividend discount model – dividendni model s konstantno diskontno stopnjo
earnings announcement drift – zamik najave dobičkov
equity premium puzzle – uganke za premijo na kapital
excess volatility puzzle – prekomerna nestanovitnost
expected utility theory – teorija pričakovane koristnosti
framing – okvirjanje, odvisnost od okvirjanja
hot marketes – vroči trgi
gambler's fallacy – igralčeva zmeta
goodwill – dobro ime
growth stocks – visoko rastoče delnice
high growth ventures – podjetje z visokim potencialom rasti
house money effect – učinek hišnega denarja
incentive effect – učink motivacije
information acquisition – zbiranje informacij
Initial Public Offering – prva javna ponudba delnic podjetja
ipo lockup expiration – določilo poteka obdobja vezave
law of small numbers – zakon malih števil
lock-up period – obdobje vezave
long-run underperformance – dolgoročna slabša učinkovitost
loss aversion – nenaklonjenosti izgubi
market feedback – tržna povratna zveza
market timing theory – teorija tempiranja trga
mental accounting – miselno razvrščanje
money illusion – denarna iluzija
moral hazard – moralno tveganje
myopic loss aversion – kratkovidne nenaklonjenosti izgubi
narrow framing – ozko okvirjanje
noise trader risk – trgovci na podlagi nepomembnih informacij
outside view zunanji pogled
overreaction – premočno reakcija
over-confidence – pretirana samozavest
payout – izplačila
pecking order theory capital structure – teorija vrstnega reda strukture kapitala
preference reversal – popolna sprememba preferenc
price equal values – enakost cen
price predictability – napovedljivost cene
price-to-earnings – cena delnice proti dobičku
prospect theory – teorija izgledov
regret – obžalovanje
research, development, test and evaluation – raziskave, razvoj, test in evalvacija

retail investors – manjši investitorji
returns to scale – donos na količino
sample size neglect – neupoštevanje velikosti vzorca
self-control – samoobvladovanje
side payments to CEOs – postranska plačila CEO
size-effect – učinek velikosti podjetja
small-firm effect – učinek malega podjetja
smaller high-profit ventures – manjše donosno podjetje
stock price momentum – moment cene delnic
take-off – vzlet
trade-off theory capital structure – teorija tehtanja strukture kapitala
tunnel vision – ozek kot gledanja
two-color problem – problem »dveh barv«
underreaction – prešibka reakcija
value stocks – visoko cenjene delnice
venture Capital – tvegani kapital
venture Capitalists – tvegani kapitalisti
wandering series – naključne vrste
winner's curse – smer zmagovalca

SEZNAM OZNAK

ADR	American Depositary Receipts
AMEX	American Stock Exchange
APT	Arbitrage Pricing Theory
B/M	Book-to-Market value
CAPM	Capital Asset pricing Model
CPI	Consumers Price Index
CRSP	Center for Research in Security Prices
DDM	dividend discount model
EMH	Efficient Market Hipotesis
EUT	Expected Utility theory
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GDP	Gross domestic product
IOC	Initial Operational Capability
IPO	Initial public Offering
M/B	Market-to-Book value
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYSE	New York Stock Exchange
P/E	Price-to-Earnings
PT	Prospect theory

REIT	Real Estate Investment Trust
RDT&E	research, development, test and evaluation
SDC	Securities Data Company's database
VC	Venture Capital, tvegani kapital
VCs	Venture Capitalists, tvegani kapitalisti