

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**KAKO JE PREHOD NA MSRP VPLIVAL NA
ODLOČITVE INVESTITORJEV**

Ljubljana, februar 2008

ROK AMBROŽIČ

IZJAVA

Študent Rok Ambrožič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Sergeje Slapničar, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 11.02.2008

Podpis: _____

KAZALO

1	TEORIJA O UČINKOVITEM TRGA KAPITALA	2
1.1	UČINKOVITOST TRGA KAPITALA	2
1.2	RAZVOJ TEORIJE UČINKOVITEGA TRGA KAPITALA	3
1.3	POSLEDICE UČINKOVITOSTI TRGA KAPITALA	5
1.4	TESTIRANJE VELJAVNOSTI HIPOTEZE UČINKOVITEGA TRGA KAPITALA	6
2	TEORIJA IZBIRE RAČUNOVODSKIH METOD	7
2.1	PROUČEVANJE ODZIVA CEN DELNIC NA SPREMEMBO RAČUNOVODSKIH METOD	7
2.1.1	<i>Odzivi trga</i>	8
2.1.2	<i>Napovedovanje učinkov sprememb računovodskih metod glede na tveganost podjetja</i>	8
2.1.3	<i>Odzivi trga na prostovoljne in obvezne spremembe računovodske metode</i>	9
2.2	TESTI IZBIRE RAČUNOVODSKIH METOD	12
3	PREHOD NA MEDNARODNE STANDARDE RAČUNOVODSKEGA POROČANJA	14
3.1	TEMELJNE RAZLIKE V RAČUNOVODSKIH IZKAZIH PO SRS IN MSRP NA PRIMERU GORENJA IN KRKE	15
3.2	GOSPODARSKE POSLEDICE UVEDBE MSRP	19
4	ŠTUDIJA DOGODKOV	21
4.1	PROBLEMI PRI ŠTUDIJAH DOGODKOV	23
4.2	OPREDELITEV DOGODKA PROUČEVANJA TER OCENJEVALNEGA IN DOGODKOVNEGA OKNA	24
4.3	IZBIRA PODJETIJ, KI JIH BOM VKLJUČIL V ANALIZO	26
4.4	MODELI ZA DOLOČITEV PRIČAKOVANE DONOSNOSTI	26
4.4.1	<i>Model konstantne povprečne donosnosti</i>	26
4.4.2	<i>Tržni model</i>	27
4.5	OPREDELITEV PREŽNE DONOSNOSTI IN TESTIRANJE STATISTIČNE ZNAČILNOSTI	27
4.5.1	<i>Oblikovanje portfelja delnic</i>	28
4.6	PREDSTAVITEV TUJE LITERATURE S PODROČJA PREHODA NA MSRP	29
5	UPORABA ŠTUDIJE DOGODKOV ZA TESTIRANJE ODZIVA INVESTITORJEV PRI PREHODU NA MSRP V SLOVENIJI	30
5.1	KLJUČNI DATUMI	31
5.2	OPREDELITEV VZORCA PODJETIJ	31
5.3	DEFINIRANJE DOGODKOVNEGA OKNA IN OCENJEVALNEGA OBDOBJA	32
5.4	PREDSTAVITEV REZULTATOV	32
5.4.1	<i>Analiza na ravni posameznega podjetja</i>	32
5.4.2	<i>Analiza na ravni portfelja z vsemi podjetji v vzorcu</i>	36
5.4.3	<i>Analiza na ravni portfelja z izbranimi podjetji v vzorcu</i>	38
5.5	PRIMERJAVA REZULTATOV Z MEDNARODNO ŠTUDIJO	40
	SKLEP	41
	LITERATURA	44
	VIRI	48

KAZALO TABEL

Tabela 1: Prilagoditev ključnih postavk po MSRP v letu 2004 za podjetji Gorenje in Krka.....	15
Tabela 2: Prikaz tridnevnega kumulativnega presežnega donosa za vsako posamezno podjetje in dogodek	33
Tabela 3: Dnevni in kumulativni presežni donos za vsakega izmed osmih dogodkov z vsemi podjetji v vzorcu.....	37
Tabela 4: Dnevni in kumulativni presežni donos za vsakega izmed osmih dogodkov za izbrana podjetja v vzorcu	40

KAZALO SLIK

Slika 1: Prikaz dobičkonosnosti kapitala in sredstev ter razmerja dolg/kapitala po SRS in MSRP za podjetji Gorenje in Krka	18
Slika 2: Časovna premica v študiji dogodkov	25
Slika 3: Odstotek podjetij s presežnim donosom za dogodke od D1 do D4	34
Slika 4: Odstotek podjetij s presežnim donosom za dogodke od D5 do D8	34
Slika 5: Presežni donos v dogodkovnem oknu za podjetji Krka in Istrabenz	35
Slika 6: Presežni donos v dogodkovnem oknu za podjetji Gorenje in Mercator	36

UVOD

Spremembe v tehnikah poročanja računovodskih rezultatov lahko zavedejo udeležence na trgu kapitala. Če bi se trg odzval učinkovito na vsakršno informacijo, sprememba računovodske metode ne bi povzročila odziva na trgu, razen če ne bi pomenila neke nove informacije glede dejanskih dejavnikov. Če pa so investitorji nepoučeni o zapletenosti računovodskega poročanja, ne znajo ločiti med dejanskimi in navideznimi spremembami. Zatorej se lahko trg na vsako spremembo odzove drugače (Ball, 1972, str. 1).

Kljub temu da je večina študij, ki so proučevale zamenjavo računovodske metode, kot dogodek vzela dejanski trenutek nastopa spremembe, bi bilo na slovenskem trgu kapitala pri proučevanju vpliva, ki ga je imel prehod na Mednarodne standarde računovodskega poročanja (v nadaljevanju MSRP), najbolje proučevati obdobje, v katerem so podjetja prvič objavljala rezultate v skladu z MSRP. To pa iz razloga neučinkovitosti slovenskega kapitalskega trga, pri katerem bi tako pričakoval večjo verjetnost odziva na trgu pri objavi poslovnih rezultatov kot pri raznih novicah, ki so govorile o sprejemanju MSRP. Vendar bi bil pri tem pristopu problem v tem, da ob objavi poslovnih rezultatov na trgu delujejo tudi normalni tržni dejavniki, ki so prisotni ob objavah rezultatov, in zato ne bi mogel izolirati tega učinka od učinka, povezanega s preходом na MSRP.

Ključno vprašanje, na katerega bom poizkušal odgovoriti v diplomski nalogi, je, ali je slovenski kapitalski trg dovolj učinkovit, da bo zaznal prehod na MSRP, oziroma ali je dovolj učinkovit, da se na prehod ne bo odzval, če le-ta ne bo prinesel nekih dejanskih, temveč zgolj kozmetične spremembe. Glede na moje razmišljanje pred začetkom pisanja diplomske naloge ter na raziskave, ki so dokazale zgolj šibko učinkovitost slovenskega kapitalskega trga in potrdile srednje močno neučinkovitost, bi dejal, da odziva ne bo. Namreč dvomim, da je slovenski kapitalski trg dovolj sofisticiran, da bo zaznal prednosti, ki jih prinašajo MSRP, saj se le-te ne odražajo v spremenjenem denarnem toku, temveč gre za učinke, ki niso tako lahko kvantitativno merljivi.

Cilj moje diplomske naloge je, da z empirično raziskavo preverim, ali so novice, ki so govorile o prehodu na MSRP, sprožile kakršenkoli odziv pri investitorjih, ki bi se odrazil v spremembi cene vrednostnega papirja. S študijo dogodkov bom proučeval, kakšno je bilo presežno gibanje cene delnice tri dni po nastanku dogodka, in iz teh rezultatov sklepal, ali je prišlo do reakcije na trgu ali ne.

Diplomska naloga je razdeljena na pet poglavij. V prvem sem se posvetil teoriji o učinkovitem trgu kapitala. Čeprav cilj moje diplomske naloge ni ugotoviti, ali je slovenski kapitalski trg učinkovit ali ne, je dejstvo, ali je trg učinkovit, izredno pomembno za izvedbo študije dogodkov. V prvem poglavju sta najprej predstavljeni teorija o učinkovitem trgu

kapitala in njen razvoj. Nato sem opisal še nekatere pomanjkljivosti in načine testiranja hipoteze o učinkovitem trgu kapitala.

V drugem poglavju sledi predstavitev teorije izbire računovodskih metod, v kateri je glavno vlogo odigrala teorija Watta in Zimmermana, ki se je uveljavila kot pozitivna računovodska teorija. V nadaljevanju sem predstavil različne odzive glede na to, ali gre za prostovoljno ali obvezno spremembo računovodske metode, ter različne teorije, ki so se ukvarjale s spremembami računovodske metode, ki imajo za posledico spremenjen denarni tok, in tistimi, ki tega vpliva nimajo.

Tretje poglavje je posvečeno prehodu na MSRP. Opisana so podjetja, ki so zavezana k poročanju v skladu z MSRP, in predstavljene posledice uvedbe novih standardov. Na primeru Gorenja in Krke sem predstavil temeljne razlike med MSRP in Slovenskimi računovodskimi standardi (v nadaljevanju SRS), ki so veljale v trenutku uvajanja. Od takrat so bili tudi SRS že prilagojeni in so v tem trenutku že bolj poenoteni z MSRP.

Četrto poglavje vsebuje teoretični vidik študije dogodkov. Predstavljeni so parametri študije dogodkov in glavni modeli za določitev pričakovane donosnosti. Sledi opredelitev presežne donosnosti in načina njenega statističnega testiranja. V tem poglavju so opisani tudi glavni problemi pri izvedbi študije dogodkov.

V zadnjem poglavju sem podal opis izbire podjetij, ki sem jih vključil v vzorec, opis dogodkov, na katerih je slonela izvedba študije dogodkov, ter način določitve dolžine dogodkovnega in ocenjevalnega obdobja. Nato sledi predstavitev rezultatov empirične raziskave ter v zadnjem podpoglavju še primerjava mojih rezultatov in rezultatov, dobljenih z raziskavo prehoda na MSRP na nekaterih razvitih evropskih trgih.

1 TEORIJA O UČINKOVITEM TRGA KAPITALA

1.1 Učinkovitost trga kapitala

Eno prvih in tudi najbolj vztrajnih vprašanj finančne ekonomije je, ali so cene finančnih sredstev napovedljive ali ne. Za tiste, ki verjamejo v koncept učinkovitosti trga kapitala, je odgovor očiten ne. Namreč, hipoteza učinkovitega trga kapitala temelji na predpostavki, da cene vrednostnih papirjev vsebujejo vse razpoložljive informacije, tako javne kot zasebne. Predpogoj za to močno obliko hipoteze je, da so informacije in stroški trgovanja, to je strošek tega, da cene vsebujejo vse relevantne informacije, vedno enaki 0 (Fama, 1991, str. 1575). Šibkejša in tudi ekonomsko sprejemljivejša verzija hipoteze pa pravi, da cene odsevajo informacije do točke, do katere mejne koristi pridobivanja informacije ne presegajo mejnih stroškov (Jensen, 1978, str. 97). Torej, če so trgi dejansko učinkoviti, bo tržna cena najboljša

ocena dejanske vrednosti. Vendar pa nasprotno od prepričanja mnogih učinkovitost ne zahteva, da so tržne cene enake pravim vrednostim v vsakem trenutku. Vse, kar zahteva, je, da so odstopanja tržnih cen nepristranska, to pa pomeni, da so lahko cene večje ali manjše od notranjih vrednosti, vse dokler so ta odstopanja naključna. Če so odstopanja naključna, pomeni, da nobena skupina investorjev ne bo mogla konstantno izkoriščati podcenjenih ali precenjenih delnic. Če pa trgi niso učinkoviti, tržna cena ne bo pravi odraz dejanske vrednosti in bodo lahko tisti investitorji, ki imajo znanje, da prepoznajo podcenjena ali precenjena podjetja, to izkoristili, da dosežejo višje donose kot ostali.

Vendar je nerealno pričakovati, da so trgi učinkoviti za vse investitorje; vsekakor je možno, da je določen trg v odnosu do ene skupine investorjev učinkovit, do druge pa ne. To je neposredna posledica različnih davčnih stopenj in transakcijskih stroškov, ki povzročajo, da imajo določeni investitorji prednost pred ostalimi.

1.2 Razvoj teorije učinkovitega trga kapitala

Koncept učinkovitega trga je bil prvič omenjen v doktorski disertaciji Louisa Bacheliera leta 1900. V njej je Louis Bachelier ugotovil, da se sedanji, pretekli in tudi diskontirani prihodnji dogodki odražajo v tržni ceni sredstev, vendar največkrat ne kažejo, kako se bodo te cene gibale (Dimson, Mussavian, 1998, str. 91).

Koncept učinkovitega trga kapitala je nato dopolnil Maurice Kendall, ki je leta 1953 analiziral gibanje cen 22 delnic na angleškem delniškem trgu in prišel do presenetljivih spoznanj. Ugotovil je, da so slučajne spremembe v gibanju cen delnic tako velike, da izničijo kakršenkoli sistematičen učinek, ki bi lahko bil prisoten (Dimson, Mussavian, 1998, str. 92). Njegova spoznanja so postala znana pod imenom slučajni hod (*angl. random walk*) ali celo teorija slučajnega hoda.

Slučajni hod so zaporedne spremembe cen posameznih vrednostnih papirjev, ki so neodvisne od preteklih sprememb. Z drugimi besedami, serije sprememb v cenah so slučajne, se ne obnašajo »kot bi imele spomin«. To pomeni, da se pretekla spoznanja o gibanju cen ne morejo uporabiti za napovedovanje prihodnjih gibanj. Čeprav hipoteza slučajnega hoda ne daje natančnega opisa gibanja cen vrednostnih papirjev, je za praktične cilje model lahko uporaben. Predpostavka modela slučajnega hoda je, da je odvisnost v gibanju cen tako majhna, da z zapletenejšimi modeli ne moremo doseči višjega donosa kot pa z enostavno strategijo kupi in drži.

Ob spremembi notranje vrednosti delnice, ki je posledica objave nove informacije, lahko izkušeni investitorji na podlagi odvisnosti v preteklih cenah določijo prihodnjo informacijo in na ta način realizirajo dobiček. Možno je tudi, da se tržna cena zaradi negotovosti novih

informacij ne spremeni takoj. Izkušeni investitorji takšne anomalije prepoznajo in na podlagi teh v prihodnosti ob pojavu nove informacije realizirajo dobiček. Če je na trgu dovolj investitorjev, ki izrabljajo omenjeno priložnost, se v povprečju tržna cena delnice v trenutku prilagodi njeni notranji vrednosti (Jenko, 2006, str. 10).

Sredina šestdesetih let prejšnjega stoletja je bila mejnik v raziskavah na področju slučajnega gibanja cen vrednostnih papirjev, v katerih je glavno vlogo odigral Eugene Fama. Fama velja za enega ključnih raziskovalcev učinkovitosti trga kapitala, saj je avtor hipoteze učinkovitega trga kapitala, ki je ta koncept tudi povezal z modelom slučajnega hoda. Leta 1965 je v svoji doktorski disertaciji proučil razdelitev in serijsko odvisnost donosov delniških trgov ter v sklepu zapisal, da je to delo močan in obsežen dokaz v podporo hipoteze slučajnega hoda (Dimson, Mussavian, 1998, str. 93).

Hipoteza učinkovitega trga kapitala se testira v treh oblikah: **šibki, srednji in močni** (Fama, 1991, str. 1576):

- **Šibka oblika** velja, če trenutna tržna vrednost vključuje vse informacije o preteklem gibanju cene vrednostnega papirja. To pomeni, da če so kapitalski trgi šibko učinkoviti, investitor ne more doseči nadpovprečnih donosov s trgovanjem, ki temelji na informacijah o preteklem gibanju cen in donosov.
- Pod **srednje močno obliko** učinkovitosti vrednostni papirji vsebujejo vse javno dostopne informacije. V tem primeru lahko nadpovprečne donose dosežejo samo tisti investitorji, ki izkoriščajo notranje informacije.
- Če pa so vse informacije, tudi poslovne skrivnosti podjetij, hitro in nepristransko vključene v trenutne cene vrednostnih papirjev, govorimo o **močni obliki** učinkovitosti.

Analize pred letom 1970 so za napovedovanje prihodnjih uporabljale pretekle donose, medtem ko so avtorji v sedemdesetih letih za napovedovanje začeli uporabljati tudi spremenljivke, kot so dividendna donosnost, koeficient E/P (dobiček na delnico/cena delnice) itd. Zgodnja dela so se ukvarjala samo z napovedovanjem dnevnih, tedenskih in mesečnih donosov, medtem ko so kasnejši testi vključevali tudi daljša časovna obdobja (Fama, 1991, str. 1577).

Ker se je s proučevanjem učinkovitosti trga kapitala ukvarjalo vedno več raziskovalcev, so se začele pojavljati tudi anomalije. Tako sta Rozeff in Kinney (1976) dokazala, da so donosi vrednostnih papirjev v januarju (*angl. january effect*) višji kot v drugih mesecih, še posebno to velja za majhna podjetja. Ritter (1988) v potrditev januarskega učinka ponudi hipotezo parkiranja iztržka (*angl. parking the proceeds hypothesis*), v kateri pojasnjuje, da individualni investitorji, ki vlagajo pretežno v manjša podjetja, konec leta prodajajo delnice, katerih vrednost je upadla, zato, da realizirajo davčno izgubo. Nato čakajo do januarja, ko določena

podjetja tudi izplačujejo letne bonuse, da ta denar znova investirajo (Haug, Hirschey, 2006, str. 78). Gibson in Hess (1981) pa sta predstavila učinek ponedeljka, saj naj bi po njihovih ugotovitvah cene delnic ob ponedeljkih povečini padale.

Leta 1999 je Rober Shiller objavil knjigo z naslovom *Irrational Exuberance*, ki je tako v širši strokovni javnosti kot tudi v akademskih in investicijskih krogih sprožila precej buren odziv. V njej je predstavil svojo tezo, da investitorji niso samo nerazumni, ampak so nerazumni na predvidljiv način. Cene delnic so preveč nestanovitne, da bi lahko bile pojasnjene samo z zaporednimi spremembami v dividendah. Shiller s svojima modeloma modnih muh (*angl. fads-models*) in mehurčkov (*angl. bubbles*) velja za enega najpomembnejših kritikov učinkovitosti trga kapitala. Ta fenomen je kasneje postal znan pod imenom pretirana spremenljivost. Lawrence Summers (1986) je pokazal, da lahko ugotovitve Shillerja nakazujejo na to, da cene vrednostnih papirjev počasi zanihajo daleč od njihove notranje vrednosti, katere zgodnji testi, ki so proučevali zgolj kratko časovno obdobje, ne bi zaznali. Shiller (1984) in Summers (1986) trdita, da se lahko deviacije cen od njihove notranje vrednosti pojavijo oziroma obstajajo zaradi modnih muh ali mehurčkov (Fama, 1991, str. 1580). Poleg omenjenih obstaja še vrsta drugih neučinkovitosti, med katerimi so med drugim učinek konca tedna, učinek donosa dividend, učinek velikosti podjetja, prva izdaja delnic itd.

1.3 Posledice učinkovitosti trga kapitala

Takojšna in neposredna posledica učinkovitosti trga je, kot sem že omenil, da nobena skupina investitorjev z uporabo investicijskih strategij ne more biti konstantno boljša od trga. Koncept učinkovitega trga pomeni negativne implikacije za številne strategije in akcije, kot na primer:

- Na učinkovitem trgu bi bile kakršnekoli raziskave o gibanju delnic izjemno drage in ne bi bile koristne. Verjetnost najdbe podcenjene delnice bi bila vedno 50-odstotna, kot posledica naključnosti oblikovanja cen. V najboljšem primeru bi koristi od zbiranja informacij in raziskav o gibanju delnic pokrile stroške tovrstnih početij.
- Na učinkovitem trgu bi bila strategija naključne diverzifikacije med vrednostnimi papirji superiorna glede na ostale strategije, ki bi vključevale več informacij in upravljaljskih stroškov.

In ravno zaradi teh razlogov koncept učinkovitega trga spodbuja tako močne reakcije določene skupine managerjev in analitikov, ki jim učinkovit trg predstavlja izziv za njihov obstoj.

1.4 Testiranje veljavnosti hipoteze učinkovitega trga kapitala

Testi hipoteze učinkovitega trga kapitala se ločijo glede na stopnjo učinkovitosti trga. Tako ločimo teste, ki preverjajo **šibko, srednjo in močno obliko**.

Pri testiranju **šibke oblike** učinkovitosti trga kapitala gre predvsem za dokazovanje obstoja vzorcev v gibanju cen delnic in uspešnosti trgovanja na podlagi modelov gibanja cen vrednostnih papirjev (Vahčič, 2003, str. 9). Mednje spadajo tako parametrični (test avtokorelacije, avtoregresije ...) kot tudi neparametrični testi (test potekov, test skladnosti).

Med testi **srednje močne oblike** je najpomembnejša prav gotovo študija dogodkov, ki jo bom uporabil pri testiranju odziva investitorjev pri prehodu na MSRP. Poleg študije dogodkov poznamo še študije agregatnih tržnih donosnosti ali individualnih donosnosti delnic in distribucijo donosnosti.

Kot sem že omenil, močna oblika učinkovitosti zahteva, da so tako javne kot zasebne informacije takoj vsebovane v ceni vrednostnega papirja. Torej testi **močne oblike** temeljijo na preverjanju uspešnosti poslovanja oseb z dostopom do notranjih informacij, med katere se ponavadi šteje poslovodstvo podjetja. Penman (1982) je v bližini objav napovedi o prihodnjih dobičkih proučeval, ali prihaja do trgovanja z notranjimi informacijami. Ugotovil je, da investitorji, ki imajo dostop do notranjih informacij, pred objavami kupujejo delnice in takoj po objavi le-te prodajajo. S tem je ugotovil, da obstajajo določene notranje informacije, ki v ceni delnice niso vsebovane. V eni izmed novejših študij je Garrod (2001) proučeval gibanje cene delnic pred nakupi oziroma prodajami, ki so jih opravili člani vodstva v proučevanih podjetjih, in po njih. Ugotovil je, da vodstveni delavci v povprečju dosegajo presežno donosnost z izbiro pravega trenutka nakupa ali prodaje vrednostnih papirjev svojega podjetja (Vahčič, 2003, str. 13).

Ključno za razvoj moje diplomske naloge in tudi izvedbo študije je vprašanje, ali so investitorji zavedeni zaradi uporabe alternativnih računovodskih metod in tehnik razkritja ali pa so sposobni videti skozi tančico računovodskih postopkov. Taka in podobna vprašanja begajo raziskovalce s področja teorije računovodske izbire že skoraj 40 let.

Odgovor, ki ga ponuja teorija o učinkovitem trgu kapitala, je negativen, saj investitorji ne reagirajo na nič, kar ne povečuje denarnih tokov. Vendar pa bi se na tem mestu nekoliko odmaknil od klasične teorije in pogledal, kaj pravijo nekateri modeli, razviti v kasnejšem obdobju. Po hipotezi funkcionalnega prilagajanja (*angl. functional fixation hypothesis*), ki pravi, da si investitorji dobičke razlagajo na enak način, ne glede na način, na katerega je bil le-ta izračunan, so investitorji zavedeni zaradi spremembe računovodske metode. Torej predpostavlja, da bo odziv na trgu v isti smeri, kot pa bo sprememba dobička zaradi

spremembe računovodskih postopkov (Aubert, 2006, str. 3). Ta predpostavka temelji na hipotezi naivnega investitorja, ki pravi, da si investitorji brez strokovnega znanja računovodskih metod informacij ne znajo pravilno interpretirati in zato pride do reakcije na trgu. Poleg teh dveh poznamo tudi mehanistično hipotezo, ki pravi, da so računovodske informacije edini vir informacij o podjetju, in zato predvideva mehanski odgovor trga v isti smeri, kot pa bo sprememba dobička.

Pri iskanju odgovorov na zgoraj zastavljeno vprašanje lahko odgovor poizkušamo poiskati tudi znotraj teorije, ki drugače predvideva reakcije investitorjev na spremembo računovodskih metod in s tem dobička. To je teorija izbire računovodskih metod, ki se ji bom posvetil v naslednjem poglavju.

2 TEORIJA IZBIRE RAČUNOVODSKIH METOD

Pozitivna računovodska teorija se od sredine sedemdesetih let šteje za eno najbolj inovativnih, hkrati pa tudi kontroverznih teorij v računovodstvu. Pozitivna računovodska teorija poizkuša razložiti, zakaj računovodstvo je, kar je, zakaj računovodje delajo, kar delajo, ter kakšne učinke imajo ti pojavi na ljudi in uporabo sredstev (Jensen, 1978, str. 7). Ali, če uporabim besede Wattsa in Zimmermana, namen teorije je razložiti in predvideti izbor računovodskih metod. Za testiranje teorije sta bili izvedeni dve vrsti testov (Watts, Zimmerman, 1990, str. 138):

- proučevanje odziva cen delnic na spremembo računovodskih metod;
- testiranje izbire računovodskih metod.

2.1 Proučevanje odziva cen delnic na spremembo računovodskih metod

Testi odziva cen delnic so odkrili nekaj cenovnih odzivov ob obveznih spremembah računovodskih metod, še posebno v naftni in plinski industriji. V novejšem obdobju so se pojavili zlasti testi, ki so preverjali, ali je prišlo do odziva na trgu kapitala ob prehodu na MSRP, ki se jim bom posvetil v nadaljevanju. Vendar so tovrstna testiranja po besedah Wattsa in Zimmermana relativno šibki testi teorije. Obetavnejši so testi pogodbenih dejavnikov računovodske izbire (Watts, Zimmerman, 1990, str. 138).

V splošnem temelji preverjanje na ugotavljanju spremembe cene delnice zaradi objave o spremembi računovodske metode. Ker pa se ob spremembah računovodske metode pogosto zgodijo tudi druge spremembe v poslovanju ali ponovnem opredeljevanju pogodbenih razmerij, bi morali za izmero dejanske reakcije učinek, ki ga je imela sprememba računovodske metode na dobiček, izolirati (Slapničar, 2001).

2.1.1 Odzivi trga

Ključno vprašanje pri proučevanju odziva trga na spremembo računovodske metode je, kaj je razlog za zamenjavo in kakšne učinke bo prinesla sprememba. Pri tem se moramo nekoliko oddaljiti od pogleda, da je vrednost podjetja določena samo z dobičkom, ustvarjenim denarnim tokom ali katerimi drugimi računovodskimi postavkami. To je še zlasti pomembno pri prehodu na MSRP, pri katerem je bil glavni razlog za njihovo uveljavitev večje zaupanje v kakovost računovodskih izkazov, večja transparentnost in mednarodna primerljivost. Pri tem Sunder (1973) navaja tri strani, ki so vpete v odnos med spremembo računovodske metode in obnašanjem investitorjev. Prvi so snovalci računovodskih standardov, katerih glavni cilj je točnost in kakovost informacij, da le-te kar najbolje odražajo poslovanje podjetja. Na drugi strani je prisotno tudi vodstvo podjetja, katerega cilj bi moral biti maksimiranje tržne vrednosti podjetja in zato izbira take računovodske metode, ki k temu pripomore. Zadnja stranka v tem odnosu so investitorji, katerih cilj bi morali biti taki standardi, ki kar najbolje odražajo vrednost podjetja in hkrati omogočajo primerljivost podjetja tudi s podjetji, ki poročajo v skladu z drugimi standardi.

Če ima računovodsko obravnavanje nekega dogodka davčni vpliv, potem bo imel izbor računovodske metode neposreden vpliv na denarne tokove podjetja. Vendar se na anglosaksonskih trgih kapitala, kjer je davčno poročanje strogo ločeno od računovodskega, podjetja pogostokrat razlikujejo zgolj po načinu finančnega poročanja investitorjem, medtem ko uporabljajo iste ali pa podobne metode za izračun davčne osnove. V takem primeru podjetja samo izbirajo različne načine poročanja iste informacije in zato zamenjava računovodske metode, če nima denarnih posledic, ne bi smela imeti vpliva na vrednost podjetja (Kaplan, Roll, 1973, str. 48).

Če so kapitalski trgi učinkoviti, potem bi moral biti vsak boljše izobražen investitor sposoben pravilno interpretirati izbrano računovodsko metodo. V takem primeru lahko investitorji kupujejo oziroma prodajajo delnice, dokler se njihova cena ne približa notranji vrednosti. V vsakem primeru bi morala zgolj prisotnost izobraženega investitorja odpraviti možnost, da bi podjetja z manipuliranjem računovodskih dogovorov vplivala na ceno delnice.

2.1.2 Napovedovanje učinkov sprememb računovodskih metod glede na tveganost podjetja

Gonedes (1975) je vpeljal možnost, da je odziv trga na spremembo računovodske metode odvisen od tega, kakšna je tveganost podjetja. Razlog za takšno prepričanje o medsebojni odvisnosti temelji na dveh dejstvih. Prvič: investicijske in finančne odločitve podjetja so determinante relativnega tveganja. In drugič: dogodki, kot je zamenjava računovodske

metode, razkrivajo informacije v zvezi z investicijskimi in finančnimi odločitvami podjetja (Harrison, 1977, str. 88).

Če ugotovitve Gonedesa poizkušam aplicirati na praktičen primer, lahko za manj tvegana podjetja sklepam, da je že pred spremembo veljala ocena, da so nizko tvegana, in torej sprememba, ki bo na primer zmanjšala tveganje, ne bo imela vpliva na ceno delnice. Vendar se lahko takšna sprememba razlaga tudi drugače. Investitorji lahko ocenijo, da se je podjetje odločilo za spremembo zaradi tega, ker ni bilo sposobno doseči zastavljenega dobička. Takšna sprememba torej lahko pomeni tudi večjo variabilnost dobička podjetja, v odsotnosti računovodske spremembe.

Naslednji primer se nanaša na prehod z metode vrednotenja dolgoročnih investicij po nabavni vrednosti na kapitalsko metodo. Če takšna sprememba poveča dobiček, pomeni, da so podjetja prisiljena izkazati večji dobiček, kot so ga bila predhodno pripravljena. Podjetja so torej pred spremembo izbrala konservativnejši način poročanja. Takšna konservativnost se logično lahko pripiše nizko tveganim podjetjem, katerih investicijska privlačnost leži bolj v njihovi sposobnosti generirati primerne dividende kot pa ohranjati nadpovprečno rast dobička. Če je torej to res, potem je logično sklepati, da bo takšna sprememba imela zelo majhen ali celo ničnen učinek na nizko tvegana podjetja, saj je narava spremembe skladna z ostalimi signali, ki jih podjetje oddaja. Visoko tvegana podjetja pa lahko pričakujejo povečane donose na svoje delnice, saj bo ta ista sprememba pomenila, da ta podjetja le niso tako tvegana, kot se je predpostavljalo pred spremembo (Harrison, 1977, str. 89).

2.1.3 Odzivi trga na prostovoljne in obvezne spremembe računovodske metode

Ko proučujemo odzive trga na spremembo računovodske metode, je pomembno razlikovati med obvezno in prostovoljno spremembo. Vzemimo na primer prostovoljno spremembo, ki bo povečala čisti dobiček podjetja. Taka sprememba se lahko razlaga kot morebitna negativna pričakovanja, ki jih ima vodstvo podjetja glede prihodnjega poslovanja. Ista računovodska sprememba, ki jo predlaga neodvisen organ, pa se lahko interpretira popolnoma drugače. Lahko je signal, da je vodstvo uporabljalo konservativen način poročanja dobička, s katerim je prikrojilo njegovo pravo vrednost.

Tako bosta v nadaljevanju diplomske naloge najprej predstavljena dva sklopa študij: odzivi trga na obvezne spremembe računovodskih metod in odzivi trga na prostovoljne spremembe računovodskih metod, nato pa bom predstavil še študije, ki se ukvarjajo z vplivom spremembe računovodske metode na preračun prazdelitev premoženja.

2.1.3.1 Obvezne spremembe računovodske metode

Obvezne spremembe računovodske metode so vsiljene s strani regulatorja, tako da ima vodstvo podjetja nad vsebino in časovnim okvirom sprememb manj kontrole. Zatorej bo večja možnost, da se bo signal neprostovoljne spremembe obravnaval kot signal dejanske spremembe in ne signal nekih drugih sprememb v podjetju.

Kot je ugotovila že Slapničar (2001), je večina del s področja obvezne spremembe računovodske metode narejena v naftni industriji, in sicer ob spremembah vrednotenja stroškov. Večina teh študij je ugotovila, da so podjetja, ki se jim je dobiček zaradi spremembe metode vrednotenja stroškov zmanjšal, doživela negativno reakcijo. Vendar avtorji negativne reakcije niso pripisovali neučinkovitosti trga kapitala, vzroke so iskali v višjih pogodbenih stroških, zaradi katerih je poslovodstvo tudi napovedalo drugačne investicijske odločitve.

Teorija predpostavlja, da če gre za prerazdelitev premoženja k delničarjem, ti reagirajo pozitivno, in obratno. Do obvezne spremembe računovodske metode ne pride nepričakovano, pač pa je le-ta precej časa v razpravi in sprejemanju. Ker investitorji pričakovano spremembo že pred sprejetjem standarda vgradijo v svoja pričakovanja, so lahko učinki ob sprejemu standarda izredno majhni. V glavnem gre le za prilagoditev že vgrajenih pričakovanj. To otežuje raziskave v dveh smereh. Prvič: učinki prilagajanja pričakovanj so zelo majhni in so težko zaznavni; drugič: prilagajanje pričakovanj gre lahko v obratni smeri kot učinek spremembe metode na ceno delnice, če je bil na primer ta pretirano negativen ali pretirano pozitiven (Slapničar, 2001).

2.1.3.2 Prostovoljne spremembe računovodske metode

Da se podjetje prostovoljno odloči zamenjati metodo poročanja računovodskih izkazov, mora imeti poslovodstvo podjetja motiv za zamenjavo. S tega vidika se nam lahko odpre novo vprašanje, zakaj se poslovodstvo sploh odloči zamenjati metodo. Tukaj bi se navezal na delo Harrisona (1977), ki pravi, da so prostovoljne spremembe računovodske metode ponavadi signal glede prihodnjih denarnih tokov ali investicijskih odločitev podjetja. Poleg omenjenega se uporabljajo tudi za prilagoditev morebitnim zakonskim zahtevam, želji po zgladitvi dobička v nenavadno donosnih obdobjih, ali za zaščito rasti dobička pred morebitnim padcem. Na prvi pogled je videti, kot da prostovoljne računovodske spremembe nimajo večjega vpliva na vrednost podjetja. Vendar če pogledamo spremembo metode skupaj s še drugimi dejavniki, ki ravno tako vplivajo na podjetje, lahko ugotovimo, da ima sprememba večji vpliv, kot smo sprva predvidevali. In ravno zaradi tega je proučevanje prostovoljne spremembe računovodske metode lahko včasih vprašljivo.

Cuijpers, Buijink in Maijoor (2002) so v svoji študiji proučevali razloge in značilnosti podjetij, ki so se odločila za prostovoljni prehod na računovodske standarde, ki niso njihovi domači. Pri tem so se omejili na MSRP in ameriške računovodske standarde (v nadaljevanju US-GAAP), ki veljajo za najbolj mednarodno uveljavljene. V študiji so ugotovili, da je verjetnost, da bodo podjetja, ki kotirajo samo v Evropski uniji, sprejela standarde, ki niso njihovi domači, majhna. Po drugi strani se ta verjetnost močno poveča, če so v vzorec zajeta podjetja, ki hkrati kotirajo tudi na ameriški borzi. Rezultati so popolnoma logični, saj morajo podjetja, ki kotirajo na ameriški borzi, pripravljati uskladitev z ameriškimi standardi in so torej gospodarske koristi poročanja po US-GAAP za njih večje. Hkrati so ugotovili, da je možnost sprejetja tujih standardov večja, večje kot je podjetje po tržni kapitalizaciji in bolj kot je poslovanje podjetja geografsko razpršeno, saj se s tem bolj približajo investitorjem, ki so prisotni na tujih trgih. Svojo študijo zaključijo z ugotovitvijo, da so neto koristi sprejetja tujih standardov pozitivne samo za majhno skupino podjetij iz Evropske unije. Ugotovitve so skladne tudi s kasnejšim dogajanjem pri sprejemanju MSRP, kjer so se številne države in podjetja upirale prehodu na nove standarde.

2.1.3.3 Spremembe računovodske metode, ki za posledico nimajo spremenjenega denarnega toka

Računovodske spremembe, ki ne vplivajo neposredno na denarni tok, imajo lahko vseeno gospodarske posledice v primerih, ko pogodbe temeljijo na računovodskih izkazih, spremenjenih s preходом na novo metodo. V takem primeru lahko vrednost podjetja naraste, pade ali je prerazdeljena med strankami v pogodbi. Takemu učinku rečemo t. i. pogodbeni učinek. Po drugi strani lahko s spremembo računovodske metode pride tudi do informacijskega učinka, saj so lahko z novo metodo razkrite tudi določene nove informacije. V takem primeru bi cena na trgu morala vsebovati nove informacije in bi zato prišlo do odziva v ceni delnice.

Prehod na MSRP s 1. 1. 2005 šteje v skupino tistih sprememb, ki za posledico nimajo spremenjenega denarnega toka. Namreč, podjetja so bila za leto 2005 obvezana poročati po MSRP samo za konsolidirane izkaze, medtem ko lahko za individualne izkaze, ki so v Sloveniji tudi osnova za izračun davka, še naprej uporabljajo domače standarde. Leto kasneje so bili nato tudi SRS prilagojeni do te mere, da so pomenili praktično isto za izračun davka. Vendar več o prehodu na MSRP v nadaljevanju diplomske naloge.

2.1.3.4 Spremembe računovodske metode, ki imajo za posledico spremenjen denarni tok

Neposreden učinek na denarni tok je navadno posledica davčnih učinkov računovodske spremembe. Avtorji so povečini proučevali zamenjave vrednotenja zalog s FIFO na LIFO.

Prehod na LIFO metodo vrednotenja je povzročil manjši dobiček in posledično prihranek na račun nižjega davka na dobiček. Po hipotezi naivnega investitorja oziroma mehanistični hipotezi ima zmanjšanje dobička za posledico zmanjšanje cene delnice. Po alternativni hipotezi pa povečanje sedanje vrednosti denarnih tokov vodi do povečanja cene delnice (Slapničar, 2001).

Pincus in Wasley (1994) sta v obdobju od 1970 do 1988 proučevala podjetja, ki so bodisi prostovoljno bodisi obvezno zamenjala računovodsko metodo, ki je zmanjšala ali povečala čisti dobiček. Podjetja, ki so prostovoljno zamenjala računovodsko metodo, ki je povečala čisti dobiček, so v treh letih pred zamenjavo metode v povprečju zabeležila tako nižjo rast prodaje (11,2 % v primerjavi s 13,1 %) kot tudi nižjo rast čistega dobička (11,5 % proti 15,8 %) kot primerljiva podjetja, ki metode niso zamenjala. Hkrati so imela višje razmerje dolga do kapitala, ki je bilo višje za 11 odstotnih točk.

2.2 Testi izbire računovodskih metod

Večina testov računovodske izbire poizkuša pojasniti izbiro posamezne računovodske metode ali celoten učinek izbora kombinacije računovodskih metod. Prvemu pristopu pravimo pristop predstavnika. Prednost pristopa predstavnika pred portfeljskim pristopom, je v tem, da avtorji podrobno proučijo vse okoliščine uporabe metode in izključijo druge možne vplive (Slapničar, 2001). Vendar je s tem, ko se osredotočimo na posamezno računovodsko metodo, moč testa zmanjšana, saj vodstvo podjetja zanima, kako kombinacija računovodskih metod vpliva na dobiček, in ne kakšen vpliv ima vsaka posamezna metoda (Watts, Zimmerman, 1990, str. 138). Pri portfeljskem pristopu, pa se neto učinek vseh računovodskih metod agregira, kar nam omogoča, da z vsemi metodami naenkrat odkrivamo tehnike vplivanja na dobiček.

Teorija o računovodski izbiri sloni na treh hipotezah: **hipotezi o nagrajevanju posloводства, hipotezi o dolžniških zavezah in hipotezi o političnih stroških.**

Hipoteza o nagrajevanju posloводства

Bistvo hipoteze o nagrajevanju posloводства je v tem, da bo vodstvo podjetja, katerega nagrada temelji na dobičku ali drugih računovodskih rezultatih (bonusi in dolgoročne spodbude), najverjetneje uporabilo računovodsko metodo, ki poveča trenutni dobiček. Če nadzorni svet ne bo izvedel prilagoditve novi metodi, bo taka izbira povečala sedanjo vrednost bonusov. Hipotezo o nagrajevanju posloводства so preverjale številne študije, ki so bile povečini s hipotezo tudi skladne.

Vendar hipoteza ne predvideva, da bo poslovodstvo povečevalo dobiček v vsakem primeru. Tudi če obstaja variabilno nagrajevanje poslovodstva, to še ne pomeni, da si bo prizadevalo povečati dobiček. Če je v odsotnosti računovodskih sprememb dobiček pod minimalno ravniyo, potrebno za izplačilo bonusov, si bo poslovodstvo prizadevalo za znižanje dobička, ker nagrade tako ali tako ne bodo izplačane (Watts, Zimmerman, 1990, str. 139). V tem primeru ga bodo raje odložili in prikazali v prihodnjih obdobjih. Nasprotno pa, če bo dobiček nad zgornjim pragom za izplačilo, je poslovodstvo že doseglo maksimalno nagrado in bo dobiček zopet odložilo v prihodnja obdobja.

Hipoteza o dolžniških zavezah

Hipoteza o dolžniških zavezah predpostavlja, da višji kot je finančni vzvod, večja je možnost, da bo poslovodstvo uporabilo metodo, ki poveča dobiček. Višji kot je vzvod, bližje je podjetje omejitvam v dolžniških pogodbah. In večje kot so omejitve v pogodbah, večja je verjetnost njihove kršitve in posledično stroškov, ki nastanejo zaradi njihove kršitve. Poslovodstvo, ki povečuje dobiček s spremembo metode, sprošča omejitve v sporazumih in zmanjšuje stroške kršitve pogodbenih zavez (Watts, Zimmerman, 1990, str. 139). Dolžniške zaveze lahko omejujejo poslovodstvo podjetja pri sprejemanju poslovnih odločitev, saj bo na primer raje sprejelo takšne računovodske spremembe, ki podjetje odmikajo od kršenja teh sporazumov.

V svoji študiji je Gopalakrishnan (1994) proučeval zamenjavo amortizacijske metode in metode vrednotenja zalog pri podjetjih brez dolgoročnega dolga. To je pomembno z vidika, da so pomembnejše študije, ki so proučevale hipotezo o dolžniških zavezah in hipotezo političnih stroškov, vsebovale velika in zadolžena podjetja. Ugotovil je, da so rezultati tako pri prehodu na enakomerno časovno amortizacijo (v nasprotju s pospešeno amortizacijo) kot tudi pri prehodu na FIFO metodo vrednotenja zalog (v nasprotju z LIFO) skladni s hipotezo o dolžniških zavezah. To pomeni, da višji kot je kratkoročni dolg, večja je verjetnost, da bo podjetje uporabilo metodo, ki poveča trenutni dobiček. Po drugi strani rezultati niso bili skladni s hipotezo političnih stroškov in Gopalakrishnan ni ugotovil, da večje kot je podjetje, večja je verjetnost, da bo uporabilo metodo, ki prenese dobiček v prihodnja obdobja. V odsotnosti dolgoročnega dolga je razmerje kratkoročni dolg/kapital ključni dejavnik pri izbiri računovodske metode, kar je skladno s hipotezo o dolžniških zavezah.

Beatty, Rameshb in Weber (2002) so proučevali pomembnost računovodskih sprememb za dolžniške pogodbe. Ugotovili so, da so posojilojemalci pripravljani plačati bistveno višje obrestne mere, da ohranijo računovodsko fleksibilnost in se izognejo kršitvi dolžniških sporazumov. Če so prostovoljne računovodske spremembe izključene iz tovrstnih pogodb, so posojilojemalci v povprečju pripravljani plačati za 84 bazičnih točk višjo obrestno mero, medtem ko je ta razlika pri obveznih računovodskih spremembah znašala 71 bazičnih točk. Njihove ugotovitve so ravno tako skladne s hipotezo Watta in Zimmermana, da

računovodske spremembe bistveno vplivajo na proces dajanja posojil in da posojilodajalci pred podpisom pogodbe morebitne računovodske spremembe štejejo za dejavnik tveganja.

Hipoteza političnih stroškov

Hipoteza političnih stroškov predvideva, da bo poslovodstvo tistih podjetij, ki so podvržena t. i. političnim stroškom, sprejelo ukrepe, ki minimizirajo pričakovano vrednost teh stroškov, zmanjšujejo verjetnost njihovega nastanka ali pa oboje (Cahan, 1992, str. 79). Politiki oziroma različne interesne skupine imajo namreč v določenih primerih željo prerazporejati bogastvo od podjetja k določenim drugim subjektom in zato poizkušajo s podjetniškimi davki ali regulatornimi spremembami to tudi doseči. Večjo spodbudo za takšne spremembe bodo imela večja podjetja, saj velikost odraža, kakšen bo nadzor države in javnosti.

3 PREHOD NA MEDNARODNE STANDARDE RAČUNOVODSKEGA POROČANJA

S 1. 1. 2005 so vsa borzna podjetja v Evropski uniji, ki sestavljajo konsolidirane računovodske izkaze, zavezana poročati v skladu z MSRP. MSRP je do sedaj bodisi prostovoljno bodisi obvezno sprejelo že skoraj 100 držav. V Sloveniji je bilo ob prehodu takih podjetij 62. MSRP so računovodska pravila (standardi), ki jih je izdal Odbor za mednarodne računovodske standarde (v nadaljevanju IASB). IASB si je kot glavni cilj zastavil razviti visoko kakovostne, razumljive in globalne računovodske standarde, ki zahtevajo kakovostne, transparentne in primerljive informacije.

V primerjavi z zakonskimi, političnimi in davčno vplivnimi standardi, ki so bili zgodovinsko tipični za celinsko Evropo, so MSRP sestavljeni, da (Ball, 2006, str. 9):

- odrazijo gospodarsko realnost bolj kot pravni predpisi;
- odrazijo dobiček in izgubo bolj pravočasno;
- zagotovijo večjo informacijsko vrednost dobička;
- zagotovijo bolj uporabno bilanco stanja;
- zmanjšajo možnost poslovodstva za manipuliranje z zalogami, ustvarjanje skritih rezerv, »glajenje« dobičkov in skrivanje gospodarskih izgub pred javnostjo.

MSRP bi lahko uvrstili v skupino obveznih računovodskih sprememb, ki za posledico nimajo spremenjenega denarnega toka, ne vplivajo na delitev dobička, niti ne spreminjajo davčne osnove. Osnova za tovrstne spremembe so individualni izkazi, ki pa so se v času proučevanja reakcije investorjev v Sloveniji še vedno pripravljali v skladu s SRS. In zato s teoretičnega vidika prehod na MSRP, ob učinkovitem trgu kapitala, ne bi smel vplivati na vrednost podjetij.

Vendar se je treba zavedati, da je večina današnjega analitičnega vrednotenja podjetij, ki je tudi osnova za tržno vrednost podjetij, osnovana na kazalnikih, ki ne temeljijo zgolj na tržni kapitalizaciji (zmnožek števila delnic in cene delnice podjetja), temveč vključujejo tudi neto dolg podjetja. Vrednost podjetja izračunamo tako, da tržni kapitalizaciji prištejemo neto dolg podjetja. To je pomembno zaradi tega, ker se na primer po standardu MRS 32 prednostne delnice lahko vrednotijo kot finančni dolg, in ne več kot postavka kapitala. Kljub temu da MRS 32 ne spreminja denarnega toka podjetja, bi omenjena sprememba pomenila višji neto dolg podjetja in posledično nižjo vrednost podjetja. Tako so Jong, Rosellon in Verwijmeren (2006) v raziskavi, ki je proučevala vpliv MRS 32 na prednostne delnice na Nizozemskem, ugotovili, da se je pri tistih podjetjih, ki so imela izdane prednostne delnice, razmerje dolga povečalo v povprečju za 35 %. Zaradi dolžniških sporazumov se je spremenila tudi kapitalska struktura, saj so se določena podjetja zaradi ohranitve kapitalske strukture odločila odkupiti prednostne delnice. Sicer ta primer ni tako pomemben za slovenski kapitalski trg, saj imajo redko katera podjetja v Sloveniji izdane prednostne delnice. Kaže pa na to, da se tržna vrednost podjetij lahko spremeni, tudi če ostane denarni tok nespremenjen.

V nadaljevanju 3. poglavja bodo na praktičnem primeru predstavljene glavne spremembe, ki so jih podjetja doživela ob prehodu na MSRP, nato pa še prednosti in slabosti, ki bi jih po teoriji morali občutiti investitorji.

3.1 Temeljne razlike v računovodskih izkazih po SRS in MSRP na primeru Gorenja in Krke

Za prikaz sprememb v bilanci stanja in poslovnem izidu sem izbral dve podjetji iz prve borzne kotacije, in sicer Gorenje in Krka. Izbral sem ju zaradi tega, ker sta obe sestavili konsolidirane izkaze tudi po SRS, poleg tega je eno podjetje doživelo pozitivne, drugo pa negativne spremembe pri čistem dobičku. Ključne spremembe so prikazane v spodnji preglednici. Pri tem bi rad opozoril, da sem pri pojasnjevanju učinka prehoda na MRSP upošteval SRS, ki so veljali v tistem trenutku, in ne SRS, ki so bili sprejeti v letu 2006.

Tabela 1: Prilagoditev ključnih postavk po MSRP v letu 2004 za podjetji Gorenje in Krka

v 000 EUR	Gorenje			Krka		
	SRS	MSRP	%	SRS	MSRP	%
Dobiček iz poslovanja	15.356	13.761	-10,4%	72.569	74.904	3,2%
Čisti dobiček	11.294	8.981	-20,5%	61.177	65.352	6,8%
Sredstva	559.328	525.007	-6,1%	643.524	649.288	0,9%
Kapital	259.140	223.403	-13,8%	444.064	405.298	-8,7%

Vir: Letni poročili podjetij Gorenje in Krka, 2005.

Bilanca stanja

Kakšen učinek ima sprememba standardov na bilanco posamičnega podjetja, je odvisno od strukture bilance stanja, izkaza poslovnega izida in panoge. Pri sredstvih so MSRP in SRS razmeroma usklajeni, vseeno pa prihaja do določenih odstopanj. Tako lahko vidimo, da so se sredstva Gorenja zmanjšala za nekaj več kot 34 milijonov EUR, medtem ko so se ta pri Krki celo malenkost povečala. Razlog za tako občutno zmanjšanje sredstev Gorenja je v tem, da se po MSRP kapitalске naložbe matičnega podjetja v odvisna in pridružena podjetja vrednotijo po naložbeni metodi, kar pomeni, da se letno ne povečujejo za tisti del čistega dobička, ki jim pripada. V Gorenju pa so po SRS odvisna in pridružena podjetja vrednotili po kapitalski metodi, zato so morali izločiti pripisane dobičke, kar se je odrazilo kot znižanje postavke prenesenih dobičkov oziroma kot znižanje prevrednotovalnega popravka kapitala in kot zmanjšanje vrednosti naložb. V nasprotju pa ima Krka občutno manj finančnih naložb, zato so le-te ostale skorajda nespremenjene. Se je pa za skoraj 20 milijonov EUR povečala vrednost zemljišč, zgradb in opreme. Namreč: podjetje, ki prvič poroča po MSRP, mora preveriti, ali so amortizacijske stopnje in metode skladne z MSRP. Zato je Krka preverila pričakovane življenjske dobe ter zaradi nižjega zneska amortizacije povečala sedanjo vrednost zgradb in opreme. S tem je povečala vrednost sredstev in kapitala. Učinek povečanja na strani kapitala pa je bil izničen z odštetjem lastnih delnic, ki so po MSRP odbitna postavka kapitala in so se zato ostala dolgoročna sredstva zmanjšala za dobrih 16 milijonov EUR.

Do večjih razlik v primerjavi s SRS je prihajalo pri kapitalu obeh podjetij. Kapital Gorenja se je znižal za slabih 14 %, medtem ko je bilo znižanje pri Krki 8,7-odstotno. Skupno obema podjetjema so lastne delnice. Po SRS so naložbe v lastne delnice izkazane kot dolgoročne naložbe, po MSRP pa neposredno zmanjšujejo postavko kapitala. Tako so bile pri obeh podjetjih na strani aktive izločene naložbe v lastne delnice, na strani pasive pa oblikovane lastne delnice kot odbitna postavka kapitala.

Naslednja novost, ki jo uvajajo MSRP, je oblikovanje rezervacij za jubilejne nagrade in odpravnine, ki so izkazane med dolgoročnimi obveznostmi v postavki rezervacije. Tako so v Krki oblikovali obveznosti do zaposlencev v višini 43 milijonov EUR, medtem ko so jih pri Gorenju oblikovali samo za dobra 2 milijona EUR. To je tudi ključni razlog za povečanje obveznosti Krke v višini 44,5 milijona EUR, medtem ko je bilo povečanje obveznosti pri Gorenju v višini 1,4 milijona EUR.

Izkaz poslovnega izida

MSRP prinašajo nekatere spremembe, ki v končni fazi pomenijo samo prerazvrstitev nekaterih postavk in nimajo vpliva na prihodke ali odhodke. Tako MSRP v izkazu poslovnega izida ne poznajo izrednih postavk, zato so izredni prihodki in odhodki prerazvrščeni med

druge poslovne prihodke in odhodke. Prav tako MSRP ne dopuščajo nekaterih usredstvenih proizvodov in se le-ta prepoznajo neposredno kot sredstva podjetja.

Ključni razlogi za 10-odstotno znižanje dobička iz poslovanja podjetja Gorenje so:

- Nižji drugi poslovni prihodki v višini pol milijona EUR. MSRP namreč ne dopuščajo sproščanja rezervacij za velika popravila. Za znesek oblikovanja rezervacij za velika popravila so popravili znesek prenesenih dobičkov.
- Višji stroški dela kot posledica oblikovanja rezervacij za odpravnine in za izplačilo jubilejnih nagrad.

Gorenje je zaradi valutnega in obrestnega tveganja, ki je določeno v MRS 32, povečalo odhodke iz financiranja v višini 240 tisoč EUR. Vse omenjene spremembe so v končni fazi pomenile za dobrih pol milijona EUR oziroma 20 % nižji čisti dobiček.

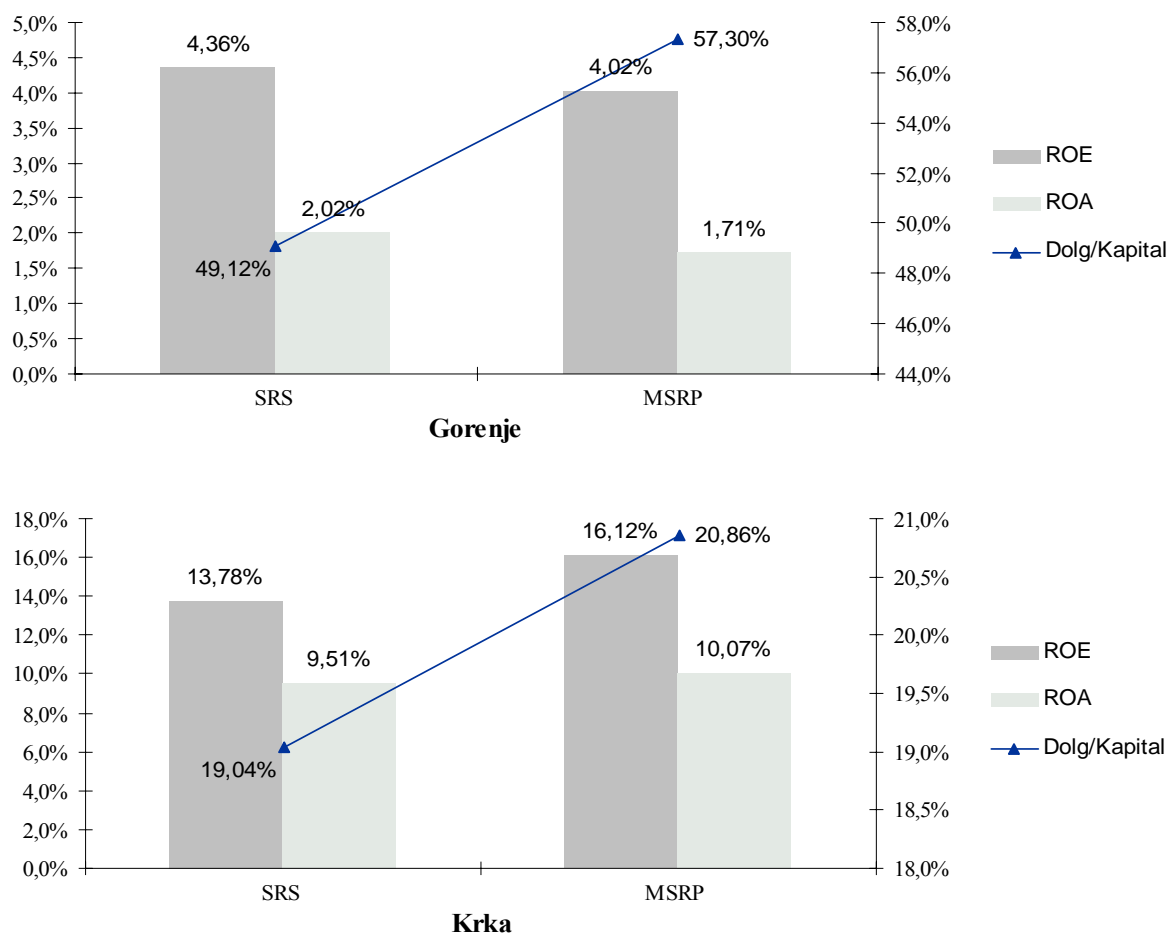
V nasprotju z Gorenjem se je Krki dobiček iz poslovanja povišal za nekaj več kot pol milijona EUR. Razlog je v ponovnem ovrednotenju in preverbi pričakovane življenjske dobe zemljišč, zgradb in opreme, kar je vodilo do bistveno nižje amortizacije in posledično višje sedanje vrednosti teh sredstev. Ker je v skladu z MRS 32 in 39 vse finančne inštrumente treba vrednotiti po pošteni vrednosti, je Krka naložbe v delnice in izvedene finančne inštrumente prevrednotila na pošteno vrednost in za razliko tudi povečala finančne prihodke. Zaradi prehoda na MSRP je izkazala tudi nižji davek od dobička v višini 1 milijon EUR. Vse omenjene spremembe so pomenile za 6,8 % oziroma 4,2 milijona EUR višji čisti dobiček.

Računovodski kazalniki

Zaradi boljšega razumevanja, kako je prehod na MSRP vplival na ključne finančne kazalnike, sem iz računovodskih podatkov Gorenja in Krke izračunal dobičkonosnost kapitala, dobičkonosnost sredstev ter razmerje med finančnim dolgom in kapitalom. V spodnjem grafikonu je za leto 2004 prikazana primerjava med omenjenimi kazalci, izračunanimi iz podatkov, skladnih s SRS in MSRP.

Iz prikazanih dveh grafikonov sta razvidna dva nasprotna učinka. In sicer se je podjetju Gorenje znižala tako dobičkonosnost kapitala (-7,8 %) kot sredstev (-15,3 %), hkrati pa se je močno povečalo razmerje dolga do kapitala (dobrih 8 odstotnih točk). Ravno tako sta padli tako marža iz poslovanja kot tudi čista dobičkovna marža, ki pa nista prikazani. Podjetju Krka pa se je povečala tako dobičkonosnost kapitala kot sredstev, pri čemer se je razmerje dolga do kapitala povišalo samo za 1,8 odstotne točke. Takšni rezultati so pričakovani in skladni s tistim, kar je bilo obrazloženo pod ključnimi spremembami v izkazu poslovnega izida in bilanci stanja obeh podjetij.

Slika 1: Prikaz dobičkonosnosti kapitala in sredstev ter razmerja dolg/kapitala po SRS in MSRP za podjetji Gorenje in Krka



Vir: Lasten izračun, 2007.

Kakšne posledice pa so imele prikazane spremembe za podjetje Gorenje s teoretičnega vidika in vidika, ki bi ga lahko občutili investitorji na trgu?

Prikazane spremembe bi za Gorenje lahko imele več posledic. Hipoteza o dolžniških zavezah predpostavlja, da višji kot je finančni vzvod, večja je možnost, da bo poslovodstvo uporabilo metodo, ki poveča dobiček, in višji kot je vzvod, bližje je podjetje omejitvam v dolžniških pogodbah. Čeprav se zadolženost Gorenja dejansko ni povišala, se je zaradi precej nižjega kapitala in sredstev povišal finančni vzvod. To bi za Gorenje lahko pomenilo kršitev določenih dolžniških pogodb, s katerimi bi bili povezani tudi dodatni stroški. Hkrati bi se lahko poslabšala tudi bonitetna merila in s tem povezani stroški zadolževanja.

Po drugi strani analitiki pri vrednotenju podjetij upoštevajo tudi postavke, kot sta dobičkonosnost in zadolženost. S tem ko je dobičkonosnost Gorenju padla, finančni vzvod pa

narasel, bi lahko analitik na dobljeno vrednost podjetja dodal določen diskont, ki bi odražal spremenjeno stanje. To bi pomenilo nižjo vrednost podjetja na trgu in padec cene delnice.

Čisti dobiček je povezan s še eno hipotezo, in sicer o nagrajevanju posloводства. Vendar ker ta hipoteza obravnava predvsem prostovoljne spremembe računovodske metode, ne bom poizkušal izpeljevati nadaljnjih sklepov.

3.2 Gospodarske posledice uvedbe MSRP

Gospodarske posledice zamenjave računovodske metode lahko definiramo kot vpliv računovodskih poročil na proces odločanja lastnikov podjetij, vlad, sindikatov, investitorjev in upnikov (Zeff, 1978, str. 56).

Največja korist, ki bi jo pridobili s harmonizacijo mednarodnih računovodskih standardov, je prav gotovo primerljivost računovodskih informacij. Izločena bi bila nerazumevanja glede zanesljivosti tujih računovodskih informacij, poleg tega bi bila odpravljena glavna ovira pri pretoku mednarodnih investicij. Podjetja bi lažje prišla do tujega kapitala, saj bi tuji posojilodajalci in finančni analitiki lažje razumeli računovodske izkaze tujih podjetij, izboljšala pa bi se tudi učinkovitost investiranja, saj bi lahko podjetje lažje primerjalo investicijske priložnosti. Vendar je do popolne harmonizacije še daleč, saj so trenutni MSRP samo en korak do tega.

MSRP ponujajo investitorjem številne prednosti, in sicer (Ball, 2006, str. 11):

- MSRP obljublajo bolj natančne, obsežne in pravočasne finančne izkaze. Če finančni izkazi niso poznani iz nobenega drugega vira, bi to moralo voditi k večji informacijski vrednosti vrednotenja podjetij in posledično manjšemu tveganju za investitorje.
- S tem ko odstranimo večino mednarodnih razlik v računovodskih standardih in načinih njihovega poročanja, MSRP odstranijo večino prilagoditev analitikov, s katerimi so le-ti poizkušali narediti finančne izkaze bolj primerljive. Sprejem MSRP bi na ta način lahko zmanjšal stroške investitorjev zaradi obdelovanja finančnih informacij. Največje koristi bi imele institucije, ki ustvarjajo velike, standardizirane baze finančnih podatkov.
- Nagrada za zmanjšanje stroškov obdelovanja finančnih informacij bi lahko bila povečana učinkovitost, s katero bi delniški trgi vgrajevali informacije v cene vrednostnih papirjev.
- Zmanjševanje razlik v računovodskih standardih med različnimi državami lahko do neke mere vodi do večje aktivnosti pri mednarodnih prevzemih, kar bi po teoriji vodilo do višjih prevzemnih premij za investitorje.

Ena izmed pomembnejših prednosti podjetij, ki so prešla na MSRP, naj bi bila tudi v nižjih stroških kapitala. Daske (2006) je v svoji študiji, ki je zajemala obdobje od 1993 do 2002, proučeval nemška podjetja, ki so že predhodno prešla na MSRP ali US-GAAP, in njihove stroške kapitala. Vendar nasprotno s splošnim prepričanjem ni našel nobenih trdnejših dokazov, ki bi potrjevali omenjeno trditev. Daske (2006) navaja dva razloga za omenjene rezultate. Prvič, težave pri ocenjevanju stroškov kapitala in možna nenatančnost upoštevanih ocen, še posebno pri uporabi več računovodskih standardov. Drugič, že sam proces prehoda v Nemčiji, je vodil v raznolikost standardov, kar je zmanjšalo primerljivost znotraj Nemčije. To in hitrost prehoda bi lahko povzročila negotovost med investitorji, kar se kaže tudi v zmanjšani natančnosti analitičnih napovedi po prehodu bodisi na MSRP bodisi na US-GAAP. Kot sem že dejal, je glavna prednost MSRP v primerljivosti finančnih izkazov, kar bi posledično moralo voditi do večjega zanimanja s strani tujih investitorjev. Tako sta Karamanou in Nishiotis (2005) v nasprotju z Daskejem (2006) ugotovila, da je večje razkritje informacij, ki je sledilo iz MSRP, imelo za posledico nižje stroške kapitala v dveh letih po sprejetju MSRP. Poleg tega sta ugotovila, da se je povečalo zanimanje s strani analitikov, saj se je število analitikov, ki so spremljali podjetje, v poprečju povečalo za 1,26, hkrati pa so ti v povprečju tudi dvignili priporočila glede podjetja.

Naslednja korist, ki so jo prinesli MSRP, je tudi večja transparentnost. Le-ta bi morala zmanjšati tveganje in stroške investitorjev pri iskanju in uresničevanju investicijskih priložnosti na globalnih trgih. Večja transparentnost, s hkratnim hitrejšim izkazovanjem izgub, pa tudi pomeni, da bo poslovodstvo podjetja delovalo bolj v imenu delničarjev. Zainteresirano bo, da prevzema čim manj investicij z negativno neto sedanjo vrednostjo (v nadaljevanju NSV), saj bi se izgube zelo hitro pokazale v računovodskih izkazih, ki bolj poudarjeno zahtevajo priznavanje poštenih vrednosti, poleg tega pa bi se tudi hitreje posvetilo obstoječim strategijam in investicijam, ki niso dovolj donosne.

Tudi Bushman in Piotroski (2006) ponujata dokaz, da podjetja v državah z bolj pravočasnim izkazovanjem izgub v finančnih izkazih manj pogosto prevzemajo investicije z negativno NSV. Povečana transparentnost in bolj pravočasno izkazovanje izgub, kar obljublja MSRP, bi na ta način lahko povečala učinkovitost pogodbenih zavez med podjetjem in poslovodstvom ter zmanjšala stroške posrednikov med poslovodstvom in delničarji. Učinek povečane kakovosti finančnega poročanja bi lahko imel precej večji vpliv na vrednost podjetij kot pa učinek zmanjšanja stroškov kapitala. Vendar je precej težko razlikovati med obema učinkoma (Ball, 2006, str. 11).

Z uvajanjem MSRP so povezani tudi številne ovire in problemi. Glavna ovira uspešnemu uvajanju MSRP so razlike v računovodskih postopkih, političnih in ekonomskih sistemih ter kulturi okolja. Vse to onemogoča celo najbolj enostavne interpretacije števil, dobljenih z enakimi računovodskimi postopki.

Naslednji problem izhaja iz koncepta poštene vrednosti, ki je zelo pomemben del MSRP. Ko ne obstajajo likvidni trgi za določene finančne instrumente, mora podjetje oceniti njihove tržne cene, kar pa uvede trgovanje na osnovi »motenj« kot posledice nepopolnosti modela določanja cen in ocen njegovih parametrov. Ob nelikvidnih trgih se pojavljajo tudi manipulacije posloводства, saj lahko s trgovanjem vpliva tako na tržno ceno in s tem tudi na pošteno vrednost. Torej računovodstvo poštene vrednosti »deluje«, če obstajajo likvidni trgi, saj v takem primeru zmanjšuje oportunistično vedenje posloводства. V nasprotnem primeru lahko posloводство z vplivanjem na izbiro modela določanja cen in ocen parametrov povečuje manipuliranje. Po eni strani filozofija poštene vrednosti vgrajuje večje količine informacij, kot je to veljalo doslej. Po drugi strani pa ni nujno, da bodo investitorji dejansko na boljšem, in tudi njena uporabnost v določenih kontekstih še ni bila jasno dokazana (Ball, 2006, str. 14).

Naslednja slabost, ki ravno tako vpliva na investitorje, je neenakomernost pri uvajanju MSRP. Obstajajo obsežni politični in ekonomski razlogi, da uveljavljanje MSRP po svetu, vključno z Evropo, ne bo oziroma ni bilo enakomerno in je tudi neizogibno, da obstajajo bistvene razlike v načinu in kakovosti finančnega poročanja. To pa zato, ker določeni politični in ekonomski vplivi na finančno poročanje še vedno ostajajo v pristojnosti nacionalnih oblasti. To seveda povzroča skrb, ki se pojavlja ob vse večji uporabi MSRP, da bodo investitorji zavedeni, da obstaja večja enotnost v načinih poročanja, kot dejansko je. Poleg tega neenakomerna implementacija zmanjša zmožnost, da bi enotni standardi zmanjšali informacijske stroške in tveganje, kar sem zgoraj navedel kot prednost MSRP.

Kljub vsem teoretičnim ozadjem in popularnim trditvam, da sprejem MSRP zmanjšuje stroške kapitala podjetja, je še vedno zelo malo empiričnih dokazov, ki bi to tezo podpirali.

4 ŠTUDIJA DOGODKOV

Študija dogodkov je empirična raziskava, ki išče povezave med cenami vrednostnih papirjev in ekonomskimi dogodki. Vsaka študija dogodkov se začne s hipotezo, kako posamezen dogodek vpliva na vrednost podjetja. Če se vrednost podjetja spremeni, se bo to odrazilo v ceni delnice kot presežni donos. Posebej pomembno pri študiji dogodkov je opazovanje dejavnikov, ki v vsakem trenutku vplivajo na podjetje. Namreč, podjetje je stalno pod vplivi različnih dejavnikov in zato moramo za pravilno oceno vpliva točno določenega dejavnika izločiti ostale, ki niso relevantni za našo raziskavo.

Sama zasnova in izvedba študije dogodkov se v zadnjih 30 letih nista veliko spreminjali, vendar bi lahko vseeno izpostavil dve poglavitni spremembi. Prvič, namesto mesečnih je začela prevladovati uporaba dnevniških donosov, ki dopušča bolj natančne meritve presežniških donosov, poleg tega pa študija dogodkov pridobi večji informativni pomen. In drugič, metode

za oceno presežnih donosov in preverjanje njihove statistične pomembnosti so postale bolj zapletene. Druga sprememba je še posebej pomembna za študije z dolgim dogodkovnim oknom (Kothari, Warner, 2004, str. 8).

Kljub temu da so se metode študij z dolgim dogodkovnim oknom izboljšale, so se pojavile tudi omejitve, ki so ostale vse do danes. Po drugi strani pa so metode s kratkim dogodkovnim oknom veliko bolj enostavne in manj problematične, kar vodi v večjo zanesljivost njihovih rezultatov.

Henderson (1990) razvršča študije dogodkov v štiri skupine. Prve so študije učinkovitosti trga (*angl. market efficiency studies*), s katerimi se analizirata hitrost in pravilnost odziva trga na novo informacijo. V drugo skupino spadajo študije vrednosti informacij (*angl. information value studies*), katerih namen je ugotoviti, v kolikšnem obsegu se dogodek odraža v ceni delnice. Zgled takšne študije je delo Balla in Browna (1968), medtem ko sta se Bole (2001) in Kralj (2001) lotila take študije za slovenski trg kapitala. Tretjo skupino študij dogodkov sestavljajo metrične študije (*angl. metric exploration studies*), v katerih je študija dogodka le začetni korak. V takih študijah je presežna donosnost opredeljena tako, da se vzorec razdeli na dva ali več podvzorcev glede na neko značilnost podjetij in ugotovi, ali je presežna donosnost navzoča le v nekaterih podskupinah, kot sta to storila Kabir (2001) in Cotter (1997). Novejše študije uporabljajo izračunano presežno donosnost v presečnih regresijah (*angl. cross-section regression*), da bi pojasnile izvor presežne donosnosti. Četrta skupina so metodološke študije, katerih glavni namen je opredeliti oziroma proučiti, katera metoda je najučinkovitejša in najprimernejša za uporabo pri različnih vrstah podatkov oziroma dogodkov. (Vahčič, 2003, str. 18).

Študija dogodkov je sestavljena iz naslednjih korakov:

1. opredelitev dogodka proučevanja in dogodkovnega okna;
2. izbira podjetij, ki jih bomo vključili v analizo;
3. ob odsotnosti dogodka proučevanja napovedati pričakovano donosnost v dogodkovnem oknu;
4. izračun presežne donosnosti v dogodkovnem oknu, kjer je presežna donosnost opredeljena kot razlika med dejanskim in pričakovanim donosom;
5. testiranje statistične značilnosti presežne donosnosti.

Najpomembnejše odločitve, ki jih moramo sprejeti pri študiji dogodkov, so (Krivin et al., 2003, str. 2):

- določiti opazovalno obdobje, znotraj katerega bomo merili pričakovan donos vrednostnega papirja in korelacijo z indeksom;
- indeks, s pomočjo katerega bomo ocenili pričakovan donos v ocenjevalnem obdobju;

- določitev dogodkovnega okna, v katerem bomo izračunali presežni donos vrednostnega papirja.

Izmed zgoraj naštetih treh odločitev je najtežja določitev dolžine dogodkovnega okna, ki se ji bom posvetil v naslednjem poglavju. Pri ocenjevalnem obdobju ni toliko pomembno, ali opazujemo 60 dni ali pol leta, saj se v odnosu med vrednostnim papirjem in indeksom ne bo veliko spremenilo. Ta trditev drži, če podjetje ni bilo izpostavljeno nekim večjim spremembam, medtem ko je dolžina dogodkovnega okna ključnega pomena zato, da pravilno zajamemo vpliv dogodka.

Ob izbranem ocenjevalnem oknu je indeks z največjo pojasnjevalno močjo očitna izbira. To pomeni, da izberemo tisti indeks, ki bo najbolje odražal gibanje podjetij v vzorcu. Le če izvajamo študijo z velikim številom delnic, bi bila primernejša izbira nekega splošnega indeksa, in ne izbira posameznih indeksov za vsak posamezen primer (Krivin et al., 2003, str. 3).

4.1 Problemi pri študijah dogodkov

Tržni model temelji na oceni bete za vsako delnico, ki predstavlja mero variabilnosti v prihodnosti. Ponavadi se beta oceni za obdobje 12 mesecev pred nastankom dogodka oziroma takoj po njem in se uporablja za izračun donosa v obdobju okoli dogodka. Problem nastane zaradi predpostavke, da je beta konstantna in da lahko na podlagi preteklosti ocenimo prihodnost. Empirični testi kažejo, da beta ni konstantna skozi čas ter da lahko vpliv določenega dogodka spremeni razmerje med ceno delnice podjetja in indeksom tržnega dogajanja, kar bi pomenilo, da bi se spremenila tudi beta. Ker beta meri medsebojno soodvisnost med donosi delnice podjetja in donosom trga, se lahko ob makroekonomskih spremembah spremeni tudi beta (Wells, 2004, str. 66).

Naslednji in eden izmed največjih problemov pri izvajanju študije dogodkov, ki je prisoten tudi v moji diplomski nalogi, so t. i. dogodkovne skupinice (*angl. event clustering*). Poznamo jih več vrst. Koledarske skupinice (*angl. calendar clustering*) se pojavijo, ko je dogodkovno okno več vrednostnih papirjev zelo blizu skupaj ali se celo prekriva. Predpostavka, ko agregiramo presežne donosnosti, je, da se dogodkovna okna posameznih vrednostnih papirjev ne prekrivajo. To nam omogoča, da izračunamo varianco agregiranih kumulativnih presežnih donosov, ne da bi skrbeli za pojav kovariance med presežno donosnostjo posameznih vrednostnih papirjev. Posledično uporaba t-testa, ki smatra neodvisnost presežnih donosnosti, vodi do tega, da je ničelna hipoteza prevečkrat zavrnjena. Študije so pokazale, da dokler so podjetja panožno dovolj diverzificirana in dogodkovno okno ni razpotegnjeno čez predolgo obdobje, analiziranje na neagregatni ravni ne predstavlja problema (Lee, Varela, 1997, str. 212).

Poleg analiziranja na neagregatni ravni MacKinley (1997) in Henderson (1990) navajata dva načina za rešitev problema pojava dogodkovnih skupinic. Tradicionalna rešitev je t. i. metoda portfelja, ki jo je zasnoval Jaffe leta 1974 in je podrobneje opisana v nadaljevanju diplomske naloge. V tem primeru se donosi podjetij v vzorcu agregirajo v enakovredno obtežen portfelj ter nato izračunamo presežno donosnost in t-test na ravni portfelja. V zadnjem času se vse bolj uporabljajo regresijski modeli. Avtorji uporabljajo za to metodo različna imena, bistvo pa je uporaba multivariatne regresije z umetnimi spremenljivkami (*ang. dummy variable*) na dan dogodka. Umetne spremenljivke nakazujejo na odsotnost ali prisotnost določenih učinkov pomembnih za izid raziskave.

Če je študija osredotočena na specifično industrijo, lahko pride do industrijskih skupinic (*angl. industry clustering*), kar pomeni, da večji odstotek podjetij v vzorcu prihaja iz iste industrije. Finančne institucije so še posebej občutljive na spremembe v makroekonomskih spremenljivkah, kot so inflacija, obrestne mere, ponudba denarja itd. Če se dogodek zgodi v bližini kakšne druge spremembe, kot je sprememba obrestne mere, lahko dobimo begajoče rezultate, in je statistična moč študije zmanjšana.

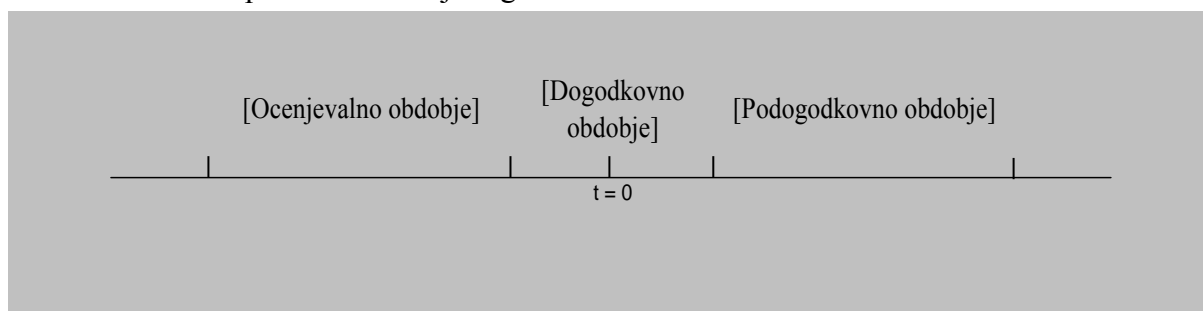
Skupinice tveganja (*angl. risk clustering*) se pojavijo, če imajo podjetja v vzorcu podobne bete.

Ker v mojem primeru prihaja do koledarskih skupinic, sem se odločil, da bom analizo izvedel na dva načina. V prvem primeru bom izvedel študijo na neagregatni ravni, kar pomeni, da bom pregledal presežne donose za vsako podjetje posebej in rezultate nato predstavil tudi grafično. V drugem bom uporabil metodo, ki jo je zasnoval Jaffe (1974). Pri tem bom najprej v portfelj vključil vse delnice in predstavil rezultate, nato pa bom v portfelj vključil samo nekaj izbranih podjetij in primerjal rezultate, ki jih dobim v primeru obeh portfeljev.

4.2 Opredelitev dogodka proučevanja ter ocenjevalnega in dogodkovnega okna

Pri študiji dogodkov je pomembno ločevati med dvema obdobjema. In sicer, ocenjevalnim obdobjem, iz katerega izpeljemo ocene, ki jih nato uporabimo za definiranje pričakovanega donosa v dogodkovnem oknu. Dogodkovno okno pa je tisto obdobje, v katerem bomo poizkušali zajeti učinek dogodka, ki ga proučujemo. Poleg tega poznamo tudi pododgovno obdobje, kot prikazuje Slika 2 na naslednji strani.

Slika 2: Časovna premica v študiji dogodkov



Vir: MacKinlay, 1997, str. 20.

Prvi korak pri študiji dogodkov je identificirati dogodek in čas dogodka, znotraj katerega bomo ocenjevali donos delnice (dogodkovno okno). Pri tem ni toliko pomembno, kdaj se je dogodek zgodil, temveč, kdaj je trg z veliko verjetnostjo lahko napovedal dogodek. Nato ta čas določimo kot $t = 0$ oziroma datum nastanka dogodka. Ta korak je na primer pri proučevanju združitvev in prevzemov pogostokrat najtežji, saj določene informacije pricurljajo na trg že pred nastopom dogodka, tako da cena delnice že vsebuje del informacij o nastanku dogodka.

Pri določanju dolžine dogodkovnega okna je ponavadi le-to razpotegnjeno na več dni, vključujoč vsaj dan nastanka dogodka in dan po nastanku dogodka. To nam omogoča, da zajamemo tudi učinek dogodka po tem, ko se borzni trgi na dan nastanka dogodka zaprejo. Predmet našega proučevanja je lahko tudi obdobje pred nastankom dogodka in po njem, saj lahko na primer ob objavi dobička trg pride do podatka že pred objavo in bi bilo zato pravilno, da v našo raziskavo zajamemo tudi to obdobje (Mackinley, 1997, str. 14).

Če ne moremo natančno opredeliti časa nastanka dogodka, bomo morali dogodkovno okno razširiti in vključiti več dni, da bi zajeli učinek nastanek dogodka. Vendar pa več dni kot bomo zajeli, manjša bo moč našega testa.

Kravin et al. (2003) predlagajo tri načine za pravilno ocenitev dolžine dogodkovnega okna: uporaba fiksnega obdobja, »ad hoc« pristop ali upoštevanje pravila, osnovanega na podlagi obnašanja vrednostnega papirja v opazovalnem obdobju.

V večini študij dogodkov se uporablja pristop z vnaprej določenim številom dni za opazovanje odziva v ceni vrednostnega papirja. Ta pristop se pogosto uporablja v študijah, ki proučujejo večje število podjetij, in ne bi bilo praktično določati dogodkovno okno za vsako podjetje posebej. Nadalje: če se odziv velikega števila podjetij agregira, je verjetno, da se bodo, tudi če se je trg pri posameznih podjetjih odzval napačno, ta neskladja medsebojno kompenzirala (Kravin et al., 2003, str. 6).

Fiksno določeno dogodkovno okno je manj primerno ob manjšem številu podjetij, saj manjši vzorec pomeni manjšo verjetnost, da se bo prvoten napačen odziv pri enem podjetju kompenziral z napačnim odzivom pri drugem podjetju, ker zakon velikih števil ne bo veljal. Poleg tega pri manjšem vzorcu postane možno določiti dogodkovno okno za vsako podjetje posebej. Torej je v takem primeru »ad hoc« način določanja dolžine dogodkovnega okna najprimernejši način. Tako lahko, recimo, da je bil v prvih treh trgovalnih dneh po nastanku dogodka donos negativen, četrti dan pa blizu nič, sklepamo, da je odziv na dogodek trajal tri dni. Pomanjkljivost »ad hoc« pristopa je, da lahko dva raziskovalca prideta do drugačnih zaključkov, saj sta dolžino dogodkovnega okna določila drugače (Krivin et al., 2003, str. 6).

Zadnji pristop je določitev pravila za dolžino dogodkovnega okna. V tem primeru reakcija na določen dogodek obstaja tako dolgo, dokler je določen kriterij, kot sta na primer sprememba v ceni ali pa volumen trgovanja, izpolnjen.

4.3 Izbira podjetij, ki jih bom vključil v analizo

Potem ko opredelimo dogodek, je treba določiti podjetja, ki jih bomo zajeli v vzorec. Kriterij je lahko na primer kotacija na določeni borzi ali pripadnost določeni industriji. Čas nastanka dogodka je lahko za vsa podjetja enak ali pa tudi ne. Ob zakonodajnih spremembah so prizadeta vsa podjetja hkrati, medtem ko je ob združitvah čas nastanka dogodka za podjetja različen.

4.4 Modeli za določitev pričakovane donosnosti

Preden bomo definirali presežni donos, moramo opredeliti pričakovani donos. MacKinley (1997) razdeli modele v dve skupini, in sicer statistične in ekonomske. Statistični modeli temeljijo na statističnih predpostavkah in se ne zanašajo na ekonomske argumente, medtem ko ekonomski modeli temeljijo na ekonomskih predpostavkah. Glavna statistična modela sta model konstantne povprečne donosnosti (*angl. constant mean return model*) in tržni model (*angl. market model*).

4.4.1 Model konstantne povprečne donosnosti

Model konstantne povprečne donosnosti lahko zapišemo kot:

$$R_{it} = \mu_i + \xi_{it} \quad (1)$$

kjer je R_{it} donosnost delnice i v obdobju t , μ_i povprečna donosnost delnice, ζ_{it} pa znak za odstopanje. Pri omenjenem modelu se pričakuje, da bo podjetje dosegalo enake donose, kot je bilo povprečje v ocenjevalnem obdobju. Čeprav je ta model najbolj enostaven, ne vodi do bistveno slabših rezultatov kot pa bolj zapleteni modeli. Razlog je v tem, da varianca presežnega donosa ni bistveno zmanjšana zaradi uporabe bolj zapletenih modelov (MacKinley, 1997, str. 17).

4.4.2 Tržni model

Drugi in tudi najbolj razširjen iz skupine statističnih modelov je tržni model. Tržni model povezuje donos delnice z donosom tržnega portfelja, pri čemer kot tržni portfelj uporabimo indeks, v katerem so delnice, zajete v vzorcu, vsebovane. V tem primeru sta α_i in β izračunana iz ocenjevalnega obdobja z uporabo metode najmanjših kvadratov.

Tržni model lahko zapišemo kot:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

R_{it} – donos delnice i v obdobju t

R_{mt} – donos tržnega portfelja m v obdobju t

ε_{it} – naključna napaka z normalno porazdelitvijo

α_i, β – parametra tržnega portfelja, ocenjena z regresijo

4.5 Opredelitev presežne donosnosti in testiranje statistične značilnosti

Potem ko smo izbrali model, lahko opredelimo presežno donosnost (v nadaljevanju AR iz angl. *abnormal return*), ki je razlika med dejanskim in pričakovanim donosom vrednostnega papirja:

$$\hat{AR}_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (3)$$

Pričakovana vrednost naključne napake je enaka 0, zato bodo kakršnekoli vrednosti, različne od 0, pomenile presežni donos.

4.5.1 Oblikovanje portfelja delnic

Pri standardni študiji dogodkov bi v naslednjem koraku sledilo agregiranje presežnih donosnosti, in sicer najprej po podjetjih in nato še v času. Tej spremenljivki pravimo kumulativna presežna donosnost (v nadaljevanju CAR iz angl. *cumulative abnormal return*). Če se dogodkovna okna podjetij v vzorcu prekrivajo, kovarianca presežnih donosov v dogodkovnem oknu ne bo enaka nič, in zato agregacija ne bo ponudila zadovoljivih rezultatov (MacKinley, 1997, str. 27). Zato bom uporabil rešitev, ki sta jo prvič uporabila Jaffe (1974) in Mandelker (1974), podrobneje pa je razložena v delu Collinsa in Denta (1984).

Brown in Warner (1985) sta v svoji raziskavi proučevala, kakšen je odstotek zavrnitve ničelne hipoteze, če je presežni donos enak nič in je dogodkovno okno za vsa podjetja v vzorcu enako. Presenetljivo sta ugotovila, da je, ko sta uporabila prilagojeni tržni model za izračun presežne donosnosti, odstotek zavrnitve ničelne hipoteze ob pojavu dogodkovnih skupinic enak tistemu, ko se dogodkovne skupinice ne pojavijo. Ob uporabi tržnega modela je bilo odstopanje zavrnitve ničelne hipoteze 0,4 odstotne točke v korist dogodka, kjer se dogodkovne skupinice ne pojavijo. Kljub njuni ugotovitvi, da klasični pristop k študiji dogodkov ne ponuja bistveno slabšega rezultata tudi pri dogodkovnih skupinicah, sem se odločil, da bom uporabil prilagojeno obliko študije dogodkov.

V tem primeru za vsak dogodek oblikujemo enakovredno obtežen portfelj, sestavljen iz tistih delnic, ki so podvržene dogodku. To storimo na način, da donosnosti vsakega posameznega vrednostnega papirja v dogodkovnem oknu združimo v portfelj po sledeči formuli:

$$R_{pt} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n R_{it} \quad (4)$$

R_{pt} – donos enakovredno obteženega portfelja n podjetij v obdobju t

R_{it} – donos delnice i v obdobju t

n – število podjetij v vzorcu

V naslednjem koraku nato za vsako obdobje t dogodkovnega okna izračunamo povprečno presežno donosnost portfelja AR_{pt} po formuli 3, pri čemer od dejanskega donosa portfelja odštejemo pričakovan donos portfelja. To pomeni, da donosnosti vrednostnih papirjev v ocenjevalnem obdobju ravno tako združimo po formuli 4 in nato z regresijo na ravni portfelja ocenimo α in β . Kot donos tržnega portfelja vzamemo indeks SBI20.

Nato izračunamo standardni odklon presežnih donosnosti v ocenjevalnem obdobju za enakovredno obtežen portfelj na način:

$$SE(AR_{pt}) = \frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (R_{pt} - \alpha - \beta R_{mt})^2 \quad (5)$$

R_{pt} – donos enakovredno obteženega portfelja n podjetij

R_{mt} – donos indeksa SBI20

α , β – parametra tržnega modela

$SE(AR_{pt})$ – standardni odklon portfelja

kjer R_{pt} izračunamo po formuli 4.

Za testiranje statistične značilnosti nato za vsak dogodek uporabimo Jaffejev (1974) t-test:

$$t_{pt} = \frac{AR_{pt}}{SE(AR_{pt})} \quad (6)$$

Na koncu naredimo sklepe tudi na ravni vseh dogodkov skupaj, pri čemer tridnevne presežne donose portfeljev vseh dogodkov agregiramo in nato izračunamo t-test na način, ki sem ga zasledil v delu Pincusa (1997), in sicer po formuli:

$$t_{pt} = \frac{\sum_{t=1}^D AR_{pt}}{\sqrt{\sum_{t=1}^D SE^2(AR_{pt})}} \quad (7)$$

4.6 Predstavitev tuje literature s področja prehoda na MSRP

Armstrong et al. (2007) so proučevali odziv trga ob prehodu na MSRP v Evropi. V svoji raziskavi so zajeli 3.265 evropskih podjetij, ki so bila od 1. 1. 2005 zavezana k poročanju v skladu z MSRP, in proučevali vpliv na ceno delnice. Dogodkovno okno je zajemalo tridnevno obdobje okoli raznih objav, ki so bodisi potrjevale sprejem MSRP bodisi ga zavračale. Ob objavah, ki so pozitivno vplivale na sprejem MSRP, so ugotovili pozitiven in statistično značilen odziv (CAR = 0,23%, t-test = 3,866), medtem ko so pri objavah, ki so negativno vplivale na sprejem MSRP, ugotovili negativen in statistično značilen vpliv (CAR = -0,46%, t-test = -7,997). Ti rezultati kažejo na to, da so evropski investitorji možne gospodarske koristi MSRP zaznali bolj kot pa stroške in morebitne druge težave, ki se lahko pojavijo z uvedbo MSRP. Zanimivo je, da so pri analizi podjetij, ki kotirajo tudi na ameriški borzi in so

podvržena tudi njihovi zakonski regulativi, ravno tako ugotovili statistično značilen odziv, s tem da je vsota presežne donosnosti znašala 0,1 %, kar je občutno nižje, kot pa je znašala pri vseh podjetjih skupaj. Iz tega lahko sklepam, da so investitorji US-GAAP obravnavali kot standarde, ki so bolj primerljivi z MSRP kot pa standardi posameznih držav, ter so bili zato učinki in posledično koristi pri podjetjih, ki so že poročala po ameriških standardih, manjši kot pa pri podjetjih, ki so poročala zgolj po domačih standardih.

Horton in Serafeim (2007) sta med drugim proučevala odziv angleškega trga na objavo večjega ali manjšega dobička po MSRP za 182 podjetij. Njune ugotovitve ravno tako potrjujejo tezo, da se investitorji odzovejo na spremembo računovodske metode, saj je pri podjetjih, ki se jim je po MSRP dobiček zmanjšal, CAR znašal -0,37 %. Pri podjetjih, ki se jim je dobiček povečal, sta sicer ravno tako ugotovila pozitivni dnevni presežni donos, vendar je bil le-ta statistično neznačilen.

Karamanou in Nishiotis (2005) sta raziskovala povezavo med povečanim razkritjem, ki izhaja iz MSRP, in vrednostjo podjetij. V vzorec sta zajela 171 podjetij, ki so se v obdobju med 1989 in 2000 prostovoljno odločila za prehod na MSRP. Ugotovila sta, da je CAR v dvodnevem dogodkovnem oknu znašal 0,95 %, statistično značilen pri 2 %. Poleg tega sta ugotovila, da so se pozitivni donosi ohranili tudi 150 dni po nastanku dogodka, saj je znašal CAR 1,1 %.

5 UPORABA ŠTUDIJE DOGODKOV ZA TESTIRANJE ODZIVA INVESTITORJEV PRI PREHODU NA MSRP V SLOVENIJI

V diplomski nalogi me zanima, ali so se investitorji kakorkoli odzvali na dogodke ali novice, ki so omenjale prehod na MSRP. Ker slovenski trg kapitala ni učinkovit, kar pomeni, da trg ne vključuje vseh razpoložljivih informacij, ne pričakujem, da bi trg lahko zaznal novice, ki omenjajo prehod na MSRP. Poleg tega sem pri svoji študiji soočen s številnimi omejitvami, povezanimi z nelikvidnostjo in majhnostjo slovenskega kapitalskega trga, na katerem je sorazmerno majhno število tujih investitorjev, kar problem neučinkovitosti samo povečuje. Vse to povzroča, da je likvidnih delnic malo, medtem ko je gibanje cene pri ostalih bolj izrazito, kar bi lahko vodilo do napačnih sklepov.

Po drugi strani imajo lahko investitorji domače standarde za primernejše in bolj kakovostne kot mednarodne, hkrati pa lahko investitorji pričakujejo zaplete oziroma pomanjkljivo uvajanje standardov, kar bi lahko povzročilo tudi negativno reakcijo na trgu.

5.1 Ključni datumi

Pri izbiri dogodkov sem poizkušal izbrati take dogodke, ki bi jih zasledila čim širša investicijska javnost, saj bi bila tako verjetnost odziva na kapitalskem trgu večja. Kriterij pri izbiri slovenskih medijev je bil, da le-ta izhaja čim bolj pogosto in da ga bere širša finančna javnost. Tako sem v obdobju od začetka leta 2004 do konca leta 2005 izbral šest člankov iz *Financ in enega* iz *Gospodarskega vestnika*, iz katerih je razvidno, da bodo podjetja, ki konsolidirajo rezultate, zavezana poročati v skladu z MSRP.

V analizo sem vključil tudi novico, ki sicer ne govori neposredno o sprejemanju MSRP, govori pa o dobičku na podlagi novih SRS, ki so bili usklajeni z MSRP. Ravno zaradi tega, ker naj bi bili v večjem delu usklajeni z MSRP, sem to novico tudi vključil v analizo.

Poleg teh člankov sem zaradi informativnega pomena izbral tudi dva dogodka, za katera menim, da sta pomembneje prispevala k sprejetju MSRP, in ki sta se dogodila izven Slovenije. Prvi dogodek se je zgodil 8. 7. 2004, ko je Evropska svetovalna skupina za računovodsko poročanje (*EFRAG*) odobrila sprejetje standardov MRS 32 in MRS 39, ki sta do tistega trenutka povzročala največ polemik. Drugi dogodek pa se je zgodil 16. 6. 2005, ko je IASB izdal spremenjeno različico standarda MRS 39, ki je vsebovala prilagojeno obliko poštene vrednosti. Razlog za izbiro omenjenih dogodkov je tudi v študiji, ki so jo izvedli Armstrong et al. (2007), v kateri so na omenjena datuma ugotovili največji povprečni CAR, s statistično značilnostjo, večjo od 4,952.

V Tabeli 1 v prilogi so navedeni vsi dogodki, ki sem jih vključil v analizo.

5.2 Opredelitev vzorca podjetij

Ob prehodu na MSRP je bilo po poročanju medijev 62 takih podjetij, ki so bila zavezana poročati v skladu z MSRP. Vendar ker je slovenski kapitalski trg izredno majhen in je zelo malo delnic, s katerimi se trguje dnevno, je bila izvedba študije otežena. Namreč za študijo je izredno pomembno, da je delnica dovolj likvidna, kar pomeni, da se njena vrednost prilagaja pomembnejšim dogodkom na trgu. Tako sem opredelil dva kriterija, ki jih mora podjetje izpolnjevati, da je vključeno v vzorec:

1. Povprečni letni dnevni promet mora znašati vsaj 1.500 EUR. Vsa podjetja, ki niso izpolnjevala omenjenega kriterija, so bila izločena iz proučevanja pri vseh dogodkih.

2. Kljub prvemu kriteriju lahko pride do tega, da se s posamezno delnico znotraj dogodkovnega okna ni trgovalo. V tem primeru je bila delnica pri tistem dogodku izločena, medtem ko sem jo pri ostalih dogodkih upošteval.

Skladno s prvim kriterijem sem izločil 29 podjetij, medtem ko je končno število podjetij, zajetih v vzorcu, pri posameznem dogodku malenkostno variiralo glede na drugi kriterij. Pri vsakem dogodku sem za tridnevno dogodkovno okno za vsako podjetje v vzorcu pregledal, ali so morda nastopili kakšni drugi dogodki oziroma novice, ki bi ravno tako lahko vplivali na ceno delnice. Če se je zgodil tak dogodek, je bilo podjetje pri tistem dogodku izločeno.

5.3 Definiranje dogodkovnega okna in ocenjevalnega obdobja

Kot datum $t = 0$ sem določil kar datum nastanka dogodka, torej tisti dan, ko je bila novica objavljena. Ob učinkovitem trgu kapitala bi bila novica, ki bi bila objavljena med trgovanjem, tudi isti dan že vgrajena v ceno delnice. Ker pa so za slovenski trg kapitala študije dokazale, da je srednje oziroma celo šibko učinkovit, sem dogodkovno okno razširil še na dva dni po objavi novice. Ocenjujem, da bi v tem času, če bi novica sprožila odziv na trgu, le-ta morala biti absorbirana. Pri izbiri daljšega dogodkovnega okna bi bila moč statističnega testa zmanjšana.

Ocenjevalno obdobje traja 160 trgovalnih dni in se zaključi en dan pred objavo novice. Dolžina ocenjevalnega obdobja je dovolj dolga, da omogoča uporabo metode najmanjših kvadratov za testiranje povprečja vsote presežne donosnosti (Vahčić, 2003, str. 28).

5.4 Predstavitev rezultatov

5.4.1 *Analiza na ravni posameznega podjetja*

Pri analizi na ravni posameznega podjetja sem za vsak dan v dogodkovnem oknu in za vsako podjetje v vzorcu izračunal presežni donos po formuli 3. Pri tem sem parametra tržnega modela α in β ocenil z uporabo formule 2 in 160-dnevnega ocenjevalnega obdobja. Kot donos tržnega portfelja sem uporabil indeks SBI20. Nato sem dnevne presežne donose za vsak dogodek seštel, da sem dobil kumulativni presežni donos pri posameznem dogodku za vsako podjetje v vzorcu. Pri tem gre zgolj za agregacijo znotraj dogodkovnega okna za vsako posamezno podjetje, kar pomeni, da ni prišlo do agregacije po posameznih podjetjih, kjer bi bila kovarianca presežnih donosnosti različna od 0. Rezultati so predstavljeni v Tabeli 2 na naslednji strani.

Tabela 2: Prikaz tridnevnega kumulativnega presežnega donosa za vsako posamezno podjetje in dogodek

Vrednostni papir	CARD1	CARD2	CARD3	CARD4	CARD5	CARD6	CARD7	CARD8
Aerodrom Ljubljana	0,0549	-0,0370	-0,0027	-0,0412	0,0140	0,0260	-0,0182	-0,0010
Belinka	-0,0019	-0,0863	-0,0353	0,0025	-0,0139	0,0245	n.t.*	n.t.*
Delo	0,0082	0,0005	0,0057	0,0012	-0,0128	-0,0364	-0,0188	0,0025
Droga	-0,0046	-0,0079	-0,0002	0,0051	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
Etol	0,0070	-0,0033	0,0372	-0,0065	0,0110	-0,0559	0,0371	-0,0097
Gorenje	-0,0050	0,0164	-0,0111	0,0134	-0,0012	-0,0183	-0,0055	-0,0038
Helios	0,0069	0,0045	-0,0104	0,0164	-0,0088	-0,0006	0,0004	0,0230
Iskra Avtoelektrika	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.	0,0001	0,0002
Intereuropa	0,0100	-0,0008	-0,0072	0,0004	0,0166	-0,0027	0,0017	-0,0055
Istrabenz	0,0029	0,0143	0,0365	0,0104	0,0149	-0,0251	0,0013	0,0264
Juteks	-0,0089	0,0068	0,0120	0,0158	0,0067	0,1903	0,0185	0,0023
Kd Holding	-0,0043	0,0024	-0,0140	0,0128	0,0129	-0,0173	0,0032	0,0007
Kd Holding	-0,0199	0,0039	-0,0249	0,0215	0,0079	-0,0103	-0,0070	0,0150
Kolinska	-0,0344	-0,0367	0,0133	-0,0020	n.p.	n.p.	n.p.	n.p.
Krka	-0,0013	-0,0015	0,0016	-0,0055	0,0054	-0,0070	-0,0112	-0,0165
Luka Koper	0,0317	0,0128	-0,0136	-0,0021	-0,0018	-0,0057	0,0103	0,0039
Mercator	-0,0135	-0,0011	-0,0080	-0,0120	0,0018	0,0332	0,0032	0,0047
Merkur	0,0263	0,0004	-0,0005	-0,0250	-0,0298	0,0124	0,0074	0,0120
Lesnina	-0,0237	-0,0124	0,0076	0,0231	-0,0061	-0,0654	0,0014	-0,0109
Modra Linija Holding	0,0021	-0,0066	n.t.*	n.t.*	n.t.*	-0,0193	n.t.*	n.t.*
Kompas MTS	0,0000	0,0557	-0,0057	-0,0004	n.t.*	n.t.*	n.t.*	n.t.*
NFD Holding	-0,0006	0,0244	-0,0131	-0,0026	n.t.*	-0,0092	n.t.*	-0,0009
Petrol	-0,0087	-0,0029	0,0022	-0,0021	-0,0080	-0,0055	0,0147	-0,0213
Pivovarna Laško	-0,0050	-0,0131	0,0078	0,0300	-0,0052	0,0454	-0,0083	0,0078
Sava	-0,0063	0,0032	-0,0037	-0,0167	0,0054	-0,0118	0,0002	-0,0026
Kd Group	-0,0648	-0,0042	-0,0559	0,0008	-0,0430	-0,1332	-0,0847	0,0271
Slovenijales	-0,0117	0,0063	0,0817	0,0038	0,0001	0,0015	n.t.*	0,0003
Terme Čatež	0,0061	-0,0229	-0,0028	0,0228	0,0047	-0,0410	0,0127	0,0494
Tosama	-0,0008	-0,0264	-0,0014	0,0411	0,0049	-0,0101	0,0307	-0,0237
Žito	-0,0026	-0,0102	-0,0079	-0,0003	-0,0101	-0,0189	-0,0244	0,0302
Zvon Dva Holding	n.t.*	0,0102	0,0127	n.t.*	0,0266	-0,0116	0,0156	0,0085
Zvon Ena Holding	-0,0006	-0,0305	0,0035	0,0034	-0,0042	-0,0448	-0,0664	0,0689

* s to delnico znotraj tri-dnevnega dogodkovnega okna ni bilo trgovanja

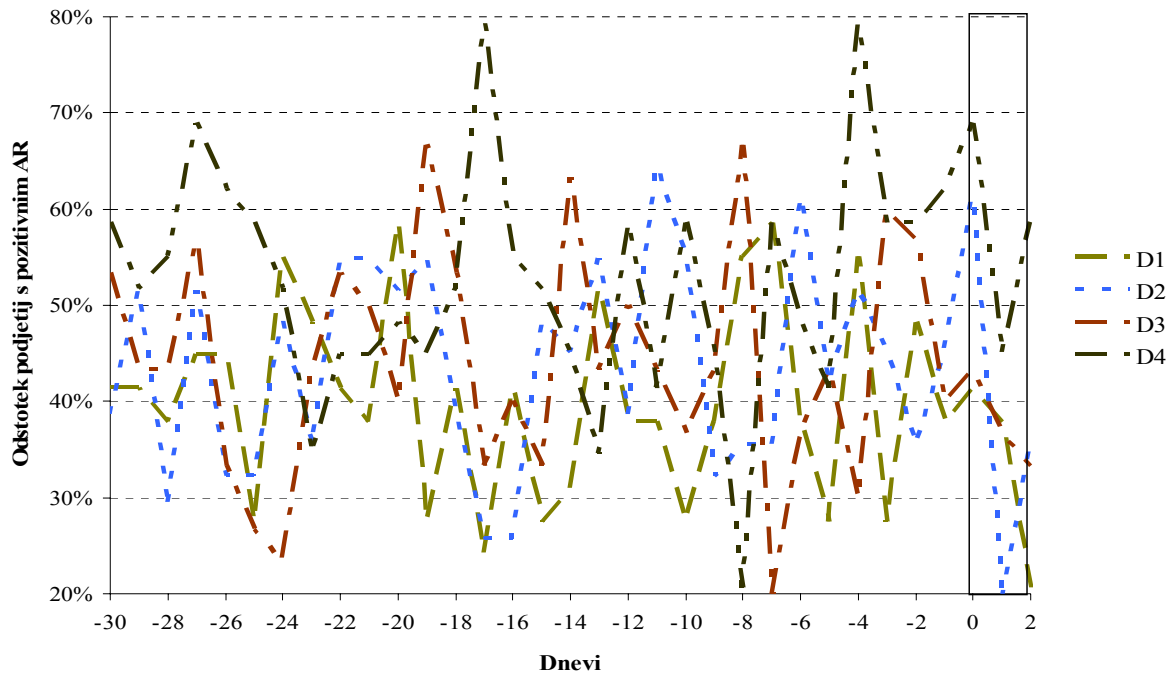
Vir: Lasten izračun, 2007.

Ker presežnih donosnosti ni mogoče agregirati po posameznih podjetjih, je iz prikazanega izredno težko sklepati o učinkih, ki jih je imela posamezna novica na slovenski kapitalski trg. O učinkih ne morem sklepati niti na ravni posameznega podjetja niti na ravni posameznega dogodka. Zato bom rešitev poizkušal poiskati grafično.

Sliki 3 in 4 na strani 34 prikazujeta odstotek podjetij, ki so imela pozitiven presežni donos 30 dni pred dogodkom in v tridnevem dogodkovnem oknu. Če bi se kapitalski trg na dogodek odzval pozitivno, bi pričakoval, da bo odstotek podjetij s pozitivnim presežnim donosom v

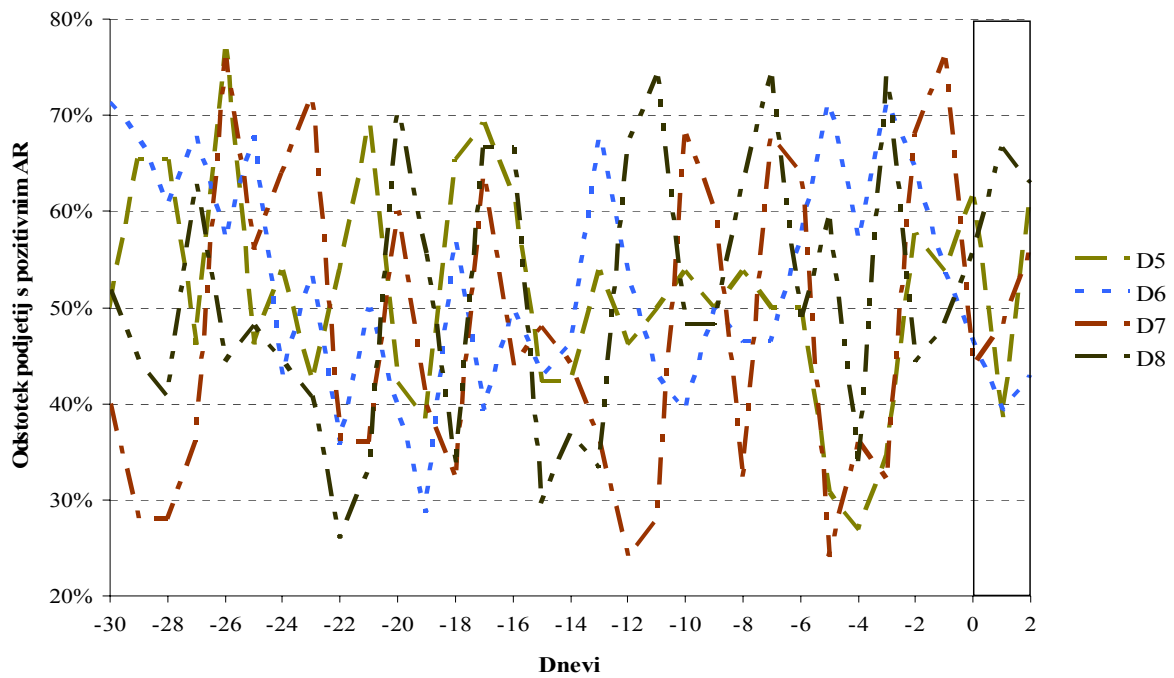
dogodkovnem oknu višji kot pa v predhodnih dnevih. Za boljšo predstavo je dogodkovno okno prikazano v posebnem liku.

Slika 3: Odstotek podjetij s presežnim donosom za dogodke od D1 do D4



Vir: Lasten izračun, 2007.

Slika 4: Odstotek podjetij s presežnim donosom za dogodke od D5 do D8

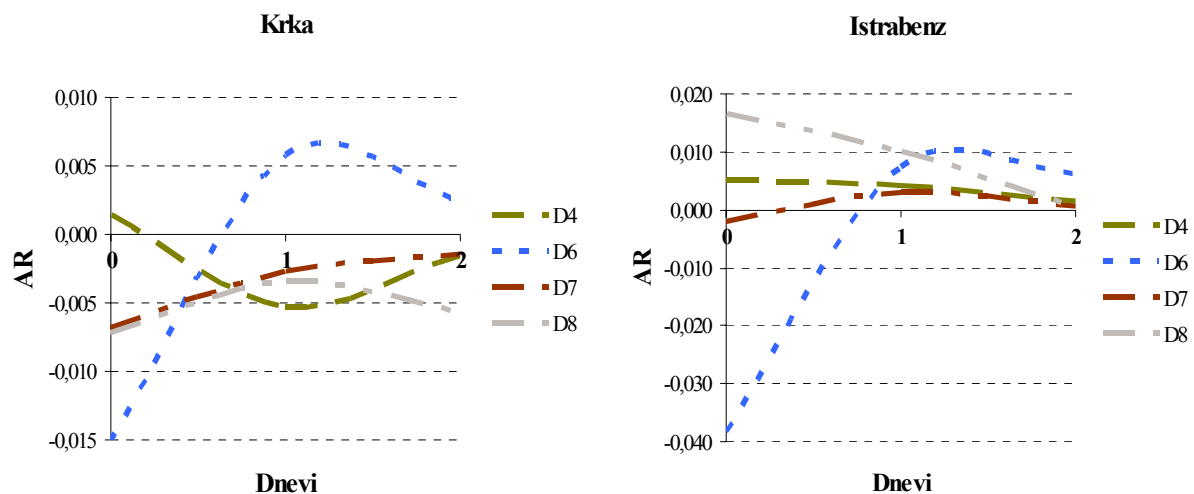


Vir: Lasten izračun, 2007.

Iz obeh prikazanih grafov lahko torej sklepam, da se niti pri enem samem dogodku odstotek podjetij, ki so imela pozitiven presežni donos v dogodkovnem oknu, ni povzpел nad povprečje predhodnih 30 dni. Edino odstopanje je bilo pri dogodkih D1 in D2, kjer je bil v nasprotju s pričakovani odstotek podjetij s presežnim donosom v dogodkovnem oknu celo nižji, in bi iz tega lahko sklepal, da je dogodek v povprečju negativno vplival na ceno delnic. Pri tem bi rad še enkrat opozoril, da so izračuni narejeni na ravni posameznega podjetja in zato ne morem sklepati o učinkih na agregatni ravni.

V naslednjih štirih grafih je prikazano gibanje presežnih donosnosti za štiri podjetja, in sicer dve, ki se jima je ob prehodu na MSRP čisti dobiček povečal, in dve, ki se jima je dobiček zmanjšal. Za vsako podjetje je prikazan presežni donos za štiri dogodke, in sicer tiste, ki so omenjali gibanje dobička ob prehodu na MSRP, ali pa tiste, ki jih imam za pomembnejše.

Slika 5: Presežni donos v dogodkovnem oknu za podjetji Krka in Istrabenz



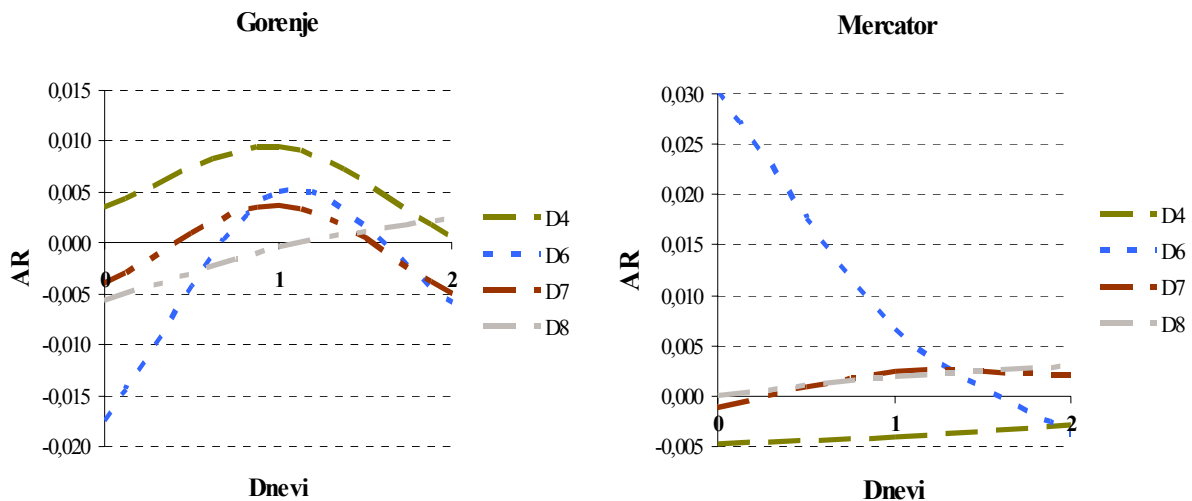
Vir: Lasten izračun, 2007.

Tako Krka kot Istrabenz sta zaradi prehoda na MSRP izkazala višji čisti dobiček, in sicer Krka za slabih 7 %, medtem ko je Istrabenz izkazal za 8 % višji čisti dobiček. Iz prikazanih grafov lahko opazimo izrazit skok ob dogodku D6, ki govori o dobičku ob prehodu na MSRP. Krka je prvi dan po dogodku D6 zabeležila AR v višini dobrih 0,5 %, pri Istrabenzu pa je AR znašal celo 1 %. Seveda gre pri dogodku D6 lahko tudi za rast cene delnice izključno iz špekulativnih namenov, saj sta obe podjetji na dan objave novice zabeležili oster padec v ceni delnice in je zato rast naslednji dan lahko posledica korekcije v ceni, ki je sledila padcu. Ob ostalih dogodkih odziv ni bil tako izrazit, je pa Istrabenz tako ob dogodku D4 in D8 na dan objave novice zabeležil visok AR, ki pa se je nato znotraj dogodkovnega okna znižal proti 0.

Pri naslednjih dveh podjetjih so rezultati nekoliko presenetljivi za Gorenje, saj je po MSRP izkazalo za 20 % nižji čisti dobiček, medtem ko je AR prvi dan po objavi novice pri vseh

štirih dogodkih porasel. Mercator, ki je po MSRP izkazal za 70 % nižji čisti dobiček, je izrazito reakcijo doživel zlasti ob dogodku D6, vendar sem mnenja, da je AR v $t = 1$ in $t = 2$ bolj posledica korekcije na trgu, ki je sledila 3-odstotnemu AR na dan objave novice.

Slika 6: Presežni donos v dogodkovnem oknu za podjetji Gorenje in Mercator



Vir: Lasten izračun, 2007.

5.4.2 Analiza na ravni portfelja z vsemi podjetji v vzorcu

Tabela 3 na naslednji strani prikazuje presežni donos portfelja za vsakega od treh dni v dogodkovnem oknu in v zadnjem stolpcu tudi presežni donos za vse tri dni skupaj. V spodnji vrstici so rezultati t-statističnega testa. Vsi izračuni so bili opravljeni na način opisan na straneh 28 in 29, v portfelj pa so bila vključena vsa podjetja, ki so zadovoljila kriterijema na strani 31.

Za dogodek »MSRP spreminjajo primerjalno vrednotenje« (D8) lahko ugotovim presežni donos v višini 0,72 %, ki je statistično značilen ($t = 2,584$), ob stopnji značilnosti $\alpha = 0,05$. Tudi znotraj dogodkovnega okna lahko v vseh treh dneh ugotovim pozitivni presežni donos, pri čemer je ta značilen samo za tretji dan.

Ob novicah, ki sta nastopili na isti dan, in sicer »Prehod na nove mednarodne standarde računovodskega poročanja v Sloveniji« (D4) in »Novi mednarodni standardi primerni za večino družb« (D4), lahko ravno tako ugotovim pozitivni presežni donos v višini 0,37 %, pri čemer znaša vrednost t-preizkusa 1,090, kar ni statistično značilno. Ravno tako so znotraj dogodkovnega okna vsi presežni donosi pozitivni.

Izmed ostalih dogodkov lahko edino še pri novici »EFRAG izda končno priporočilo za sprejem standardov IAS 32 in IAS 39« (D3) ugotovim pozitivni presežni donos v višini 0,01 %, ki pa je zanemarljivo majhen in statistično neznačilen ($t = 0,042$).

Pri ostalih dogodkih je presežni donos negativen, kar bi lahko namigovalo, da so se investitorji na novico odzvali negativno. Tako je pri novici »Novi SRS bodo vplivali na dobiček podjetij« (D6) znašal presežni donos -0,77 % ob vrednosti t-preizkusa -3,527. Zmerno statistično značilnost lahko ugotovim še pri novicah »Mednarodni standardi za računovodsko poročanje kmalu tudi v Sloveniji« ($t = -1,843$) in »Bodo mednarodni računovodski standardi vplivali na cene delnic?« ($t = -1,141$), kjer lahko pri obeh ugotovim negativen presežni donos v višini -0,46 % oziroma -0,34 %. Pri dogodkih »Prehod na MSRP ne bo delo za pet minut« (D1) in »IASB izda prilagojeno obliko standarda IAS 39« (D5) sem sicer ugotovil majhen negativen presežni donos, ki pa je statistično neznačilen in zato ne morem sklepati o učinkih, ki sta jih imeli omenjeni novici na kapitalski trg.

Tabela 3: Dnevni in kumulativni presežni donos za vsakega izmed osmih dogodkov z vsemi podjetji v vzorcu

Datum dogodka	Dogodek	$AR_{t=0}$ (t-stat)	$AR_{t=1}$ (t-stat)	$AR_{t=2}$ (t-stat)	$AR_{t=0-2}$ (t-stat)
9.4.2004	Prehod na MSRP ne bo delo za pet minut	0,0012 <i>0,478</i>	-0,0021 <i>-0,859</i>	-0,0012 <i>-0,486</i>	-0,0022 <i>-0,867</i>
28.6.2004	Mednarodni standardi za računovodsko poročanje kmalu tudi v Sloveniji	0,0027 <i>1,072</i>	-0,0060 <i>-2,431</i>	-0,0012 <i>-0,484</i>	-0,0046 <i>-1,843</i>
8.7.2004	EFRAG izda končno priporočilo za sprejem standardov IAS 32 in IAS 39	0,0024 <i>0,933</i>	-0,0005 <i>-0,182</i>	-0,0018 <i>-0,709</i>	0,0001 <i>0,042</i>
18.10.2004	Prehod na nove mednarodne standarde računovodskega poročanja v Sloveniji	0,0007 <i>0,191</i>	0,0017 <i>0,490</i>	0,0014 <i>0,409</i>	0,0037 <i>1,090</i>
18.10.2004	Novi mednarodni standardi primerni za večino družb	0,0007 <i>0,191</i>	0,0017 <i>0,490</i>	0,0014 <i>0,409</i>	0,0037 <i>1,090</i>
16.6.2005	IASB izda prilagojeno obliko standarda IAS 39	0,0040 <i>1,874</i>	-0,0054 <i>-2,535</i>	0,0009 <i>0,440</i>	-0,0005 <i>-0,221</i>
27.9.2005	Novi SRS bodo vplivali na dobiček podjetij	0,0002 <i>0,114</i>	-0,0104 <i>-4,727</i>	0,0024 <i>1,086</i>	-0,0077 <i>-3,527</i>
30.11.2005	Bodo mednarodni računovodski standardi vplivali na cene delnic?	-0,0011 <i>-0,361</i>	-0,0033 <i>-1,100</i>	0,0010 <i>0,319</i>	-0,0034 <i>-1,141</i>
14.12.2005	MSRP spreminjajo primerjalno vrednotenje	0,0015 <i>0,551</i>	0,0003 <i>0,110</i>	0,0053 <i>1,923</i>	0,0072 <i>2,584</i>
Skupen učinek vseh 8 dogodkov					
AR = -0,0076					
t - stat = -1,013					

Vir: Lasten izračun, 2007.

Rezultati, ki sem jih dobil z analizo na ravni portfelja, so v večini skladni s tistimi, ki sem jih dobil z grafično analizo na ravni posameznega podjetja. Tako lahko za novico D8, ki je imela najvišji presežni donos na ravni portfelja, ugotovim, da je bil odstotek podjetij s pozitivnim presežnim donosom najvišji, in sicer je prvi dan po nastanku dogodka znašal 67 %.

Ravno tako lahko tudi pri novici D4 iz Slike 3 na strani 34 razberem, da se je presežni donos znotraj dogodkovnega okna gibal med 67 in 45 %, kar je skladno z ugotovitvami, ki sem jih pridobil na ravni portfelja, kjer so bili vsi trije presežni donosi znotraj dogodkovnega okna pozitivni.

Nekoliko neskladni so rezultati pri negativnih presežnih donosih. Iz analize na ravni portfelja bi pričakoval, da bo odstotek podjetij s presežnim donosom najmanjši pri dogodku D6 ($AR_{t=0-2} = -0,77\%$), vendar ni tako, saj se je ta odstotek gibal med 40 in 50 %. Odstotek podjetij, ki so zabeležila pozitiven presežni donos, je bil najnižji pri dogodkih D1 in D2, vendar analiza na ravni portfelja tega ni v popolnosti potrdila. Sicer sem pri obeh novicah zabeležil negativen presežni donos, ki pa je bil pri obeh dogodkih statistično neznačilen.

Dobljeni rezultati me niso presenetili, saj nisem pričakoval, da bi se slovenski borzni trg pozitivno odzval na dogodke, ki bi omenjali prehod na MSRP. Tako sem samo pri treh od osmih dogodkov dobil pozitivni presežni donos, od tega pa je bil samo v enem primeru statistično značilen. Vse to potrjuje moje prepričanje, da slovenski kapitalski trg poganjajo številni drugi dejavniki (špekulacije, majhnost trga, politični dejavniki), ki konec koncev nimajo nobene povezave s poslovanjem podjetja. To sicer ne pomeni, da bi se investitorji morali odzvati na članke, ki govorijo o višjem dobičku na podlagi MSRP, saj gre v tem primeru zgolj za računovodsko kategorijo, ki ni povezana s poslovanjem podjetja. Menim pa, da bi investitorji lahko zaznali prednosti, ki jih prinašajo MSRP; predvsem se mi s tega vidika zdi pomemben dejavnik mednarodne primerljivosti.

Glede na vse omenjeno, ne morem potrditi hipoteze, da je prehod na MSRP pozitivno vplival na odločitve investitorjev. Vendar sem prepričan, da investitorji niso negativno zaznali teh dogodkov in je takšen rezultat posledica določenih drugih dejavnikov ali omejitev, s katerimi sem se srečeval pri analizi.

5.4.3 Analiza na ravni portfelja z izbranimi podjetji v vzorcu

Ker z vsemi podjetji v vzorcu nisem mogel narediti nobenih pomembnejših zaključkov, sem se odločil, da bom v enakovredno obtežen portfelj vključil samo osem najbolj likvidnih delnic z Ljubljanske borze vrednostnih papirjev. S tem sem sicer izgubil na statistični moči testa, ker je vzorec majhen, sem pa po drugi strani pridobil, ker se s temi delnicami trguje dnevno, kar pomeni, da če bi prišlo do odziva na novico, bi se le-ta pri teh delnicah pokazal. Poleg tega so

ta podjetja s svojim poslovanjem prisotna tudi v tujini in bi morebitna primerljivost standardov pomenila večjo utež kot pri tistih podjetjih, ki so izpostavljena zgolj domačemu poslovanju. V vzorec so vključena naslednja podjetja: Gorenje, Intereuropa, Krka, Luka Koper, Mercator, Merkur, Petrol in Pivovarna Laško.

Rezultati, ki so prikazani v Tabeli 4 na strani 40 so bili presenetljivi. Na podlagi primerjave z rezultati, dobljenimi z vsemi podjetji v vzorcu, bi lahko sklepal o naslednjem:

- Rezultati so si popolnoma nasprotujoči. Tam, kjer sem z vsemi podjetji v vzorcu ugotovil pozitiven presežni donos, sem pri izbranih podjetjih v vzorcu ugotovil negativen presežni donos, in obratno. Izjema je samo novica D5.
- Statistična moč testov je višja, poleg tega pa je presežni donos statistično značilen pri štirih dogodkih, medtem ko so pri vseh podjetjih v vzorcu rezultati statistično značilni zgolj v dveh primerih.
- Skupni presežni donos z izbranimi podjetji v vzorcu je pozitiven, medtem ko je pri vseh podjetjih v vzorcu negativen.

Kaj je razlog za tako različne rezultate, je težko reči. Morda so rezultati z vsemi podjetji v vzorcu popačeni zaradi vključitve določenih manj likvidnih delnic, pri katerih so premiki na trgu izrazitejši. Ali pa so dejansko investitorji koristi pri teh osmih podjetjih zaznali bolj, saj gre za podjetja, ki so prisotna na tujih trgih, gre za delnice močnih in stabilnih podjetij (*angl. blue-chip*), in so zaradi teh dveh razlogov tudi zanimivejša za morebitne tuje investitorje, pri katerih pa je način poročanja veliko večjega pomena. Presenetila me je tudi moč statističnih testov, saj naj bi bila ta po teoriji višja ob večjem številu podjetij v vzorcu, medtem ko je bila v mojem primeru statistična moč testov z manj podjetji v vzorcu višja.

Pri dveh novicah, in sicer »Prehod na MSRP ne bo delo za pet minut« in »Novi SRS bodo vplivali na dobiček podjetij«, znaša kumulativni presežni donos 0,43 % oziroma 0,65 % z vrednostjo t-preizkusa 3,082 in 5,109. V teh dveh primerih lahko torej sprejem domnevo, da so se investitorji odzvali pozitivno, saj so rezultati v obeh primerih statistično značilni. Pri obeh novicah, ki sta se dogodili izven Slovenije, pa je presežni donos negativen in v obeh primerih statistično značilen.

Torej lahko na podlagi teh rezultatov za dva dogodka trdim, da sta sprožila pozitiven odziv na trgu, medtem ko znaša skupen agregatni presežni donos vseh osmih dogodkov 0,45 % z vrednostjo t-preizkusa 1,127, kar je statistično neznačilno.

Tabela 4: Dnevni in kumulativni presežni donos za vsakega izmed osmih dogodkov za izbrana podjetja v vzorcu

Datum dogodka	Dogodek	AR _{t=0} (t-stat)	AR _{t=1} (t-stat)	AR _{t=2} (t-stat)	AR _{t=0-2} (t-stat)
9.4.2004	Prehod na MSRP ne bo delo za pet minut	0,0023 1,620	0,0017 1,180	0,0004 0,283	0,0043 3,082
28.6.2004	Mednarodni standardi za računovodsko poročanje kmalu tudi v Sloveniji	0,0003 0,235	0,0005 0,336	0,0004 0,294	0,0013 0,866
8.7.2004	EFRAG izda končno priporočilo za sprejem standardov IAS 32 in IAS 39	0,0011 0,765	-0,0022 -1,476	-0,0026 -1,740	-0,0036 -2,451
18.10.2004	Prehod na nove mednarodne standarde računovodskega poročanja v Sloveniji	-0,0004 -0,278	-0,0003 -0,229	0,0004 0,258	-0,0004 -0,249
18.10.2004	Novi mednarodni standardi primerni za večino družb	-0,0004 -0,278	-0,0003 -0,229	0,0004 0,258	-0,0004 -0,249
16.6.2005	IASB izda prilagojeno obliko standarda IAS 39	-0,0016 -1,202	-0,0012 -0,929	0,0001 0,044	-0,0028 -2,087
27.9.2005	Novi SRS bodo vplivali na dobiček podjetij	0,0057 4,465	0,0034 2,675	-0,0026 -2,032	0,0065 5,109
30.11.2005	Bodo mednarodni računovodski standardi vplivali na cene delnic?	0,0014 1,020	0,0010 0,672	-0,0009 -0,602	0,0015 1,090
14.12.2005	MSRP spreminjajo primerjalno vrednotenje	-0,0007 -0,500	-0,0011 -0,788	-0,0006 -0,413	-0,0023 -1,701
Skupen učinek vseh 8 dogodkov					
AR = 0,0045					
t - stat = 1,127					

Vir: Lasten izračun, 2007.

5.5 Primerjava rezultatov z mednarodno študijo

V zadnjem delu diplomske naloge primerjam rezultate svoje analize ter analize Armstronga et al. (2007), ki so ravno tako proučevali odziv trga ob prehodu na MSRP v Evropi. Sicer obstajajo med mojo in njihovo študijo razlike, kot so metodologija, velikost vzorca ter razvitost trgov, na katerih se je študija izvajala. Glavna pomanjkljivost moje študije je namreč velikost, nerazvitost in nelikvidnost slovenskega trga kapitala, zaradi česar cene vrednostnih papirjev pogostokrat rastejo zaradi špekulacij ali drugih informacij, kar je bilo nemogoče izolirati. Vse to pomeni, da so v moj vzorec zajeti tudi manj likvidni vrednostni papirji, pri katerih že majhna sprememba v povpraševanju in ponudbi povzroči večji odziv v ceni, in lahko zaradi tega posledično ugotovim premajhen ali previsok presežni donos. Kot sem že omenil, sem za rešitev problema uvedel določene omejitve, ki tveganje omenjenega problema zmanjšujejo.

Dogodka D3 in D5 v moji študiji sta identična dogodkoma v študiji Armstronga et al. (2007). V moji študiji je odziv enkrat pozitiven in drugič negativen, vendar v obeh primerih statistično neznačilen. Medtem, ko so v mednarodni študiji s presežnima donosoma v višini 0,59 % in 0,39 % v obeh primerih ugotovili pozitiven in statistično značilen odziv. Rezultat me ni presenetil, saj sta oba dogodka širši slovenski finančni javnosti po mojem mnenju ostala nepoznana in zatorej ni moglo priti do odziva na trgu. Mednarodna študija pa je z osredotočenostjo na Nemčijo, Francijo in Veliko Britanijo zaradi prepletenosti omenjenih trgov, na katerih je primerljivost računovodskih standardov veliko večjega pomena kot na slovenskem sorazmerno zaprtem trgu, ugotovila odziv.

Ob dogodkih, ki so povečevali verjetnost sprejema MSRP, so razen v 4 od 13 dogodkov ugotovili pozitiven presežni donos, medtem ko so ob dogodkih, ki so zmanjševali verjetnost sprejema MSRP, v vseh treh primerih ugotovili negativno reakcijo trga. V svojem primeru pa sem v kar petih od osmih dogodkov zaznal negativno reakcijo trga, pri čemer so vsi dogodki govorili o sprejemu MSRP v Sloveniji.

Na podlagi primerjave med obema študijama lahko strnem naslednje misli:

- Slovenski kapitalski trg je na MSRP reagiral drugače kot zahodni trgi, saj iz novic, ki so govorile o sprejemu MSRP v Sloveniji, ne morem zaključiti, da se je trg nanje odzval pozitivno, medtem ko je študija, izvedena na zahodnih trgih, le-to dokazala.
- Na slovenskem kapitalskem trgu je sorazmerno majhno število tujih investitorjev, hkrati pa je povezanost slovenskega kapitalskega trga s tujimi majhna. Namreč, v današnjem globalnem svetu in prepletenosti finančnih trgov bi moral dogodek, ki pomeni večjo primerljivost in transparentnost različnih sistemov, sprožiti odziv na trgu.

SKLEP

Namen moje diplomske naloge je bil preveriti, ali so se investitorji kakorkoli odzvali na dogodke, povezane s preходом na MSRP. Prvotno je bil moj namen preveriti, kaj se je dogajalo ob objavah poslovnih rezultatov za leto 2005, ko so podjetja morala prvič prilagoditi konsolidirane izkaze tudi MSRP. Ker z metodološkega vidika to ni bilo izvedljivo, sem se odločil za drugačen pristop. Spremljal sem dogajanje na trgu ob različnih novicah, ki so bodisi omenjale prehod na MSRP bodisi govorile o vplivu, ki ga bo imel prehod na MSRP na podjetja. Sicer iz omenjenih novic investitor za večino podjetij ne more sklepati o računovodskih učinkih, ki jih bo imel prehod na MSRP. Vendar to po mojem mnenju niti ni pomanjkljivost, saj gre pri spremembi čistega dobička oziroma katere druge kategorije zgolj za računovodsko spremembo, ki ne vpliva na spremembo denarnega toka in nima nekih realnih posledic za poslovanje podjetja.

V poglavju, v katerem sem na primeru Gorenja in Krke opisoval spremembe med SRS in MSRP, sem nakazal tudi določene realne implikacije, povezane predvsem z višjim finančnim vzvodom, vendar bi se moral za dajanje tovrstnih sklepov podrobno spustiti v analizo posameznega podjetja, kar pa ni bil cilj moje diplomske naloge. Lahko pa bi se s prehodom na MSRP spremenila analitična vrednost podjetja, to je tista vrednost, ki je pomembna za investitorje in naj bi bila ponavadi enaka tisti na kapitalskem trgu. S tega vidika pa so kategorije, kot so primerljivost izkazov, dobičkonosnost, finančni vzvod in neto dolg podjetja, izredno pomembni dejavniki in za vsako od teh kategorij sem na primeru Gorenja in Krke pokazal, da so se spremenile. Zato bi analitik pri vrednotenju podjetij, ki so prešla na MSRP, lahko dobljeni vrednosti posameznega podjetja dodal diskont ali premijo (odvisno, ali so koristi presegle pomanjkljivosti, povezane s prehodom na MSRP), ki bi verjetno v končni fazi pomenila spremembo v ceni delnice.

Zaradi omejitev, s katerimi sem se srečeval med izvajanjem študije, sem študijo dogodkov izvedel na tri različne načine. Po prvem sem izvedel študijo na ravni posameznega podjetja, v ostalih dveh primerih pa sem podjetja združil v portfelj, pri čemer sem v prvem primeru v portfelj vključil vsa podjetja, v drugem pa samo izbrana.

Ker gre v prvem primeru za analizo na ravni posameznega podjetja, je izredno težko sklepati o učinkih. Zato sem izračunal odstotek podjetij, ki so imela pri posameznem dogodku pozitivni presežni donos, in rezultate predstavil na grafu. Vendar tudi na podlagi grafične analize ne bi mogel dejati, da je bil odstotek podjetij s pozitivnim presežnim donosom znotraj dogodkovnega okna višji kot pa v predhodnih 30 dnevih. Kvečjemu bi lahko dejal, da je bil pri dogodkih D1 in D2 ta odstotek nižji.

Naslednji pristop je bil, da sem donose posameznih podjetij združil v portfelj in nato opravil analizo na ravni portfelja. V prvem primeru sem zajel vsa podjetja v vzorcu, pri čemer je bil agregatni presežni donos vseh osmih dogodkov rahlo negativen in statistično neznačilen. Izmed osmih dogodkov sem kar pri petih odkril negativen presežni donos, vendar je bila večina teh donosov statistično neznačilna. Na podlagi teh rezultatov bi lahko dejal, da so novice o prehodu na MSRP sprožile negativen odziv na trgu, vendar bi se takega sklepa vzdržal. Namreč, v vzorec sem kljub omejitvam zajel določena manj likvidna podjetja, pri katerih večja nihanja v tečajih niso nič nenavadnega. Le-ta pa lahko zameglijo rezultate in vodijo do napačnih zaključkov.

V zadnjem primeru sem v portfelj vključil samo najbolj likvidna podjetja z Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, pri čemer so ta podjetja v večji meri izpostavljena mednarodnemu poslovanju in bi jih lahko tudi šteli za močna in stabilna slovenska podjetja (*angl. blue-chip*), ki pa so zanimivejša za tuje vlagatelje. V tem primeru pa primerljivost računovodskih izkazov odigra pomembnejšo vlogo kot pri ostalih podjetjih. Rezultati so ravno obratni kot pri vseh podjetjih v vzorcu. Skupen agregatni presežni donos je pozitiven, hkrati pa je statistična moč

testov višja. Za najbolj verodostojne bi štel ravno rezultate, dobljene na zadnji način, saj sem z vključitvijo najbolj trgovanih delnic izločil ključno pomanjkljivost pri izvedbi študije dogodkov, to je nizek obseg trgovanja in z njo povezane špekulacije.

Ključno vprašanje, ki se mi zastavlja ob zaključku diplomske naloge, je, ali je cilj izpolnjen ali ne. Dejal bi, da deloma da, deloma pa tudi ne. Že ob začetku sem se zavedal, da bo izvedba diplomske naloge zaradi specifičnosti slovenskega kapitalskega trga otežena, te pomanjkljivosti pa so se med izvajanjem študije izkazale še za hujše, kot sem sprva domneval. Vseeno bi diplomsko nalogo zaključil z ugotovitvijo, da je pri izbranih podjetjih v portfelju prišlo do pozitivnega presežnega donosa, ki pa ni statistično značilen, in zato na agregatni ravni ne bi mogel potrditi hipoteze, da so se investitorji odzvali na prehod na MSRP. Lahko pa pri dveh dogodkih ugotovim pozitiven in statistično značilen rezultat, kar pomeni, da so se investitorji pri teh dveh dogodkih odzvali pozitivno. Pri vseh podjetjih v vzorcu bi bila ugotovitev ravno obratna, vendar pa imam te rezultate zaradi že naštetih dejstev za manj pomembne.

LITERATURA

1. Armstrong Christopher et al.: Market Reaction to Events Surrounding the Adoption of IFRS in Europe. Working paper. Stanford: Stanford GSB and Harvard Business School, 2006. 41 str.
2. Aubert François: The informative content of changes in accounting procedures. Clermont: ESC Clermont Graduate School of Management. AFFI Annual meeting, 2006. 25 str.
3. Ball Ray: Changes in Accounting Techniques and Stock Prices. *Journal of Accounting Research*, Chicago, 10(1972), str. 1-38.
4. Ball Ray: International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors. *Accounting and Business Research*, London, 36(2006), str. 5-27.
5. Ball Ray, Philip Brown: An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, Chicago, 6(1968), 2, str. 159-178.
6. Balsam Steven, Haw In-Mu, Lilien Steven B.: Mandated accounting changes and managerial discretion. *Journal of Accounting and Economics*, Amsterdam, 20(1995), 1, str. 3-29.
7. Beatty Anne, Ramesh K., Weber Joseph: The importance of accounting changes in debt contracts: the cost of flexibility in covenant calculations. *Journal of Accounting and Economics*, Amsterdam, 33(2002), 2, str. 205-227.
8. Binder John J.: The Event Study Methodology Since 1969. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Boston, 11(1998), 2, str. 111-137.
9. Brown Stephen J., Warner Jerold B.: Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 14(1985), 1, str. 3-31.
10. Bushee Brian J., Leuz Christian: Economic consequences of SEC disclosure regulation: Evidence from the OTC bulletin board. *Journal of Accounting and Economics*, Amsterdam, 39(2005), str. 233-264.
11. Bushman R., Piotroski J.: Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions. *Journal of Accounting and Economics*, Amsterdam, 42(2006), 2, str. 107-148.
12. Cahan Steven F.: The Effect of Antitrust Investigations on Discretionary Accruals: A Refined Test of the Political-Cost Hypothesis. *The Accounting Review*, Saratoga, 67(1992), 1, str 77-95.
13. Collins Daniel W., Dent Warren T.: A Comparison of Alternative Testing Methodologies Used in Capital Market Research. *Journal of Accounting Research*, Chicago, 22(1984), 1, str. 48-84.
14. Cuijpers Rick, Buijink Willem, Maijoor Steven: Voluntary adoption of non-local GAAP in the European Union: a study of determinants. Maastricht: Maastricht Research School of Economics of Technology and Organization, 2002. 36 str.

15. Daske Holger et al.: Heterogeneity in the Economic Consequences of IFRS Adoptions. Working paper. Philadelphia, 2007. 40 str.
16. Daske Holger: Economic Benefits of Adopting IFRS or US-GAAP - Has the Expected Cost of Equity Capital Really Decreased?. *Journal of Business Finance&Accounting*, Oxford, 33(2006), 4, str. 329-373.
17. Dimson Elroy, Mussavian Massoud: A brief history of market efficiency. *European Financial Management*, Oxford, 4(1998), 1, str. 91-193.
18. Dyckman Thomas, Philbrick Donna, Stephan Jens: A Comparison of Event Study Methodologies Using Daily Stock Returns: A Simulation Approach. *Journal of Accounting Research*, Chicago, 22(1984), str. 1-30.
19. Fama Eugene F.: Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance*, New York, 46(1991), 5, str. 1575-1617.
20. Ferrell Allen: Mandated disclosure and stock returns: evidence from the over-the-counter market. Discussion Paper No. 453. Cambridge: Harvard Law School, 2003. 45 str.
21. Gassen Joachim, Sellhorn Thorsten: Applying IFRS in Germany: Determinants and Consequences. Working Paper. Berlin: Humboldt University of Berlin, 2006. 38 str.
22. Gibbons Michael R., Patrick Hess: Day of the Week Effects and Asset Returns. *Journal of Business*, Chicago, 54(1981), 4, str. 579-596.
23. Nicholas Gonedes J.: Risk, Information, and the Effects of Special Accounting Items on Capital Market Equilibrium. *Journal of Accounting Research*, Chicago, 13(1975), 2, str. 220-256.
24. Gopalakrishnan V.: Accounting choice decisions and unlevered firms: further evidence on debt/equity hypothesis. *Journal Of Financial And Strategic Decisions*, B.k., 7(1994), 3, str. 33-47.
25. Harrison Tom: Different Market Reactions to Discretionary and Nondiscretionary Accounting Changes. *Journal of Accounting Research*, Chicago, 15(1977), 1, str. 84-107.
26. Haug Mark, Hirschey Mark: The January Effect. *Financial Analysts Journal*, Charlottesville, 62(2006), 5, str. 78-88.
27. Henderson Glenn V.: Problems and Solutions in Conducting Event Studies. *The Journal of Risk and Insurance*, Malvern, 57(1990), 2, str. 282-306.
28. Horton Joanne, Serafeim George: Market reaction and valuation of IFRS reconciliation adjustments: first evidence from the UK. Working paper. London: London School of Economics, 2007. 55 str.
29. Horvat Tatjana: Novi mednarodni standardi bodo vplivali na dobičke slovenskih podjetij. *Finance*, Ljubljana, 27. 9. 2005.
30. Horvat Tatjana: Novi mednarodni standardi primerni za večino družb. *Finance*, Ljubljana, 18. 10. 2004.
31. Horvat Tatjana: Prehod na MSRP ne bo delo za pet minut. *Finance*, Ljubljana, 9. 4. 2004.

32. Jaffe Jeffrey F.: The Effect of Regulation Changes on Insider Trading. *Bell Journal of Economics*, Santa Monica, 5(1974), 1, str. 93-121.
33. Jenko Maja: Preverjanje šibke in srednje močne učinkovitosti na slovenskem trgu kapitala. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2006. 124 str.
34. Jensen Michael C.: Some anomalous evidence regarding market efficiency. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 6(1978), 3, str. 95-101.
35. Jong de Abe, Rosellon Miguel, Verwijmeren Patrick: The Economic Consequences of IFRS: The Impact of IAS 32 on Preference Shares in the Netherlands. Research Paper ERS-2006-021-F&A. Rotterdam: Erasmus University Rotterdam, 2006. 27 str.
36. Kallunki Juha-Pekka: Stock market response to IFRS/IAS cash flows. Department of Accounting and Finance, B.k.: University of Oulu, 2005. 29 str.
37. Kaplan Robert S., Roll Richard: Accounting Changes and Stock Prices. *Financial Analysts Journal*, Charlottesville, 29(1973), 1, str. 48-53.
38. Karamanou Irene, Nishiotis George: The Valuation Effects of Firm Voluntary Adoption of International Accounting Standards. Department of Public and Business Administration, Nikozija: University of Cyprus, 2005. 45 str.
39. Kothari S.P.: Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, Amsterdam, 31(2001), 3, str. 105-231.
40. Kothari S.P., Warner Jerold B.: *Econometrics of Event Studies*. Center for corporate governance, Hanover: Tuck school of business at Dartmouth, 2004. 51 str.
41. Kramer Lisa A.: *Alternative Methods for Robust Analysis in Event Study Applications*. *Advances in Investment Analysis and Portfolio Management*, Hardbound, 8(2001), str. 109-132.
42. Krivin Dmitry et al.: Determination of the Appropriate Event Window Length in Individual Stock Event Studies. Working Paper. New York: National Economic Research Associates, 2003. 24 str.
43. Lee Sang H., Varela Oscar: An Investigation of Event Study Methodologies with Clustered Events and Event Day Uncertainty. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Dordrecht, 8(1997), 3, str. 211-228.
44. MacKinlay Craig A.: *Event Studies in Economics and Finance*. *Journal of Economic Literature*, Pittsburgh, 35(1997), str. 13-39.
45. Penman Stephen H.: Insider Trading and the Dissemination of Firms' Forecast Information. *Journal of Business*, Chicago, 55(1982), 4, str. 479-503.
46. Petrič Tine: MSRP spreminjajo primerjalno vrednotenje. *Finance*, Ljubljana, 14. 12. 2005.
47. Pincus Morton: Stock Price Effects of the Allowance of LIFO for Tax Purposes. *Journal of Accounting and Economics*, Amsterdam, 23(1997), 3, str. 283-308.
48. Pincus Morton, Wasley Charles: The Incidence of Accounting Changes and Characteristics of Firms Malting Accounting Changes. *Accounting Horizons*, Saratoga, 8(1994), 2, str. 1-24.

49. Ritter Jay R.: The Buying and Selling Behavior of Individual Investors at the Turn of the Year. *Journal of Finance*, New York, 43(1988), 3, str. 701-719.
50. Rozeff Michael S., William Kinney R.: Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 3(1976), 4, str. 379-402.
51. Schipper Katherine: The Introduction of International Accounting Standards in Europe: Implications for International Convergence. *European Accounting Review*, London, 14(2005), 1, str. 101-126.
52. Serra Ana P.: Event Study Tests: A brief Survey. FEP Working Papers 117. Porto: Universidade do Porto, 2002. 40 str.
53. Shiller Robert J.: *Irrational Exuberance*. New Jersey: Princeton University Press, 296 str.
54. Shiller Robert J.: Stock prices and social dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, 2(1984), str. 457-510.
55. Stachurski Jason: Mednarodni standardi za računovodsko poročanje kmalu tudi v Sloveniji. *Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 28. 6. 2004.
56. Summers, Lawrence H.: Does the stock market rationally reflect fundamental values?. *Journal of Finance*, New York, 41(1986), str. 591-601.
57. Slapničar Sergeja: Bodo mednarodni računovodski standardi vplivali na cene delnic?. *Finance*, Ljubljana, 30. 11. 2005.
58. Slapničar Sergeja: Diskrecijska izbira pri računovodskem poročanju : empirična preverba konceptualnega modela za Slovenijo. Doktorska naloga. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 240 str.
59. Strong Norman: Modelling abnormal returns: A review article. *Journal of Business Finance&Accounting*, Oxford, 19(1992), 4, str. 533-553.
60. Sunder Shyam: Relationship between Accounting Changes and Stock Prices: Problems of Measurement and Some Empirical Evidence. *Journal of Accounting Research*, Chicago, 11(1973), str. 1-45.
61. Štendler Mitja: Prehod na nove mednarodne standarde računovodskega poročanja v Sloveniji. *Finance*, Ljubljana, 18. 10. 2004.
62. Vahčič Tilen: Učinkovitost trga kapitala in testiranje srednje močne oblike s študijo dogodka. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 53 str.
63. Watts Ross L., Zimmerman Jerold L.: Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The accounting review*, Saratoga, 65(1990), 1, str. 131-156.
64. Watts Ross L., Zimmerman Jerold L.: Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *The Accounting Review*, Saratoga, 53(1978), 1, str. 112-134.
65. Wells William: A beginner's guide to event studies. *Journal of Insurance Regulation National Association of Insurance Commissioners*, Missouri, 22(2004), 4, str. 61-70.
66. Zeff Stephan: The rise of economic consequences. *The Journal of Accountancy*, New York, 146(1978), 6, str. 56-63.

VIRI

1. Podatki Ljubljanske borze vrednostnih papirjev o dnevni enotni tečajih delnic. (URL: <http://www.ljse.si>), 13. 6. 2007.
2. Garrod Niel: Zapiski predavanj. University of Glasgow, 2001.
3. Letno poročilo 2005, družba Gorenje, 31. 12. 2005. str. 1-199.
4. Letno poročilo 2005, družba Krka, 31. 12. 2005. str. 1-192.
5. Letno poročilo 2005, družba Istrabenz, 31. 12. 2005. str. 1-240.
6. Letno poročilo 2005, družba Mercator, 31. 12. 2005. str. 1-145.

PRILOGE

Priloga A: Dogodki, ki sem jih vključil v analizo.....	2
Priloga B: Vrednostni papirji, ki so bili zajeti v vzorec.....	3
Priloga C: Slovar tujih izrazov in odgovorjajoči slovenski prevod	4

Priloga A: Dogodki, ki sem jih vključil v analizo

Medij	Opis	Datum dogodka	Avtor	Oznaka
Finance	Prehod na MSRP ne bo delo za pet minut	9.4.2004	Tatjana Horvat	D1
Gospodarski vestnik	Mednarodni standardi za računovodsko poročanje kmalu tudi v Sloveniji	28.6.2004	Jason Stachurski	D2
Študija ¹	EFRAG izda končno priporočilo za sprejem standardov IAS 32 in IAS 39	8.7.2004	EFRAG	D3
Finance	Prehod na nove mednarodne standarde računovodskega poročanja v Sloveniji	18.10.2004	Mitja Štendler	D4
Finance	Novi mednarodni standardi primerni za večino družb	18.10.2004	Tatjana Horvat	D4
Študija ¹	IASB izda prilagojeno obliko standarda IAS 39	16.6.2005	IASB	D5
Finance	Novi SRS bodo vplivali na dobiček podjetij	27.9.2005	Tatjana Horvat	D6
Finance	Bodo mednarodni računovodski standardi vplivali na cene delnic?	30.11.2005	Sergeja Slapničar	D7
Finance	MSRP spreminjajo primerjalno vrednotenje	14.12.2005	Tine Petrič	D8

¹ Študija Armstrong, Barth, Jagolinzer in Riedl (2007)

Vir: Lasten, 2007.

Priloga B: Vrednostni papirji, ki so bili zajeti v vzorec

Oznaka vrednostnega papirja	Vrednostni papir
AELG	Aerodrom Ljubljana
BELG	Belinka
DELR	Delo
DRPG	Droga
ETOG	Etol
GRVG	Gorenje
HDOG	Helios
IALG	Iskra Avtoelektrika
IEKG	Intereuropa
ITBG	Istrabenz
JTKG	Juteks
KDHP	Kd Holding
KDHP	Kd Holding
KOLR	Kolinska
KRKG	Krka
LKPG	Luka Koper
MELR	Mercator
MER	Merkur
MILG	Lesnina
MLHR	Modra Linija Holding
MTSG	Kompas MTS
NF2R	NFD Holding
PETG	Petrol
PILR	Pivovarna Laško
SAVA	Sava
SKDR	Kd Group
SLLG	Slovenijales
TCRG	Terme Čatež
TODG	Tosama
ZTOG	Žito
ZV2R	Zvon Dva Holding
ZVHR	Zvon Ena Holding

Vir: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2007.

Priloga C: Slovar tujih izrazov in odgovorjajoči slovenski prevod

Abnormal return (AR)	presežna donosnost
Blue-chip companies	delnice močnih in stabilnih podjetij
Bubbles	borzni mehurčki
Calendar clustering	koledarske skupinice
Constant mean return model	model konstantnih povprečnih donosov
Cross-section regression	presečna regresija
Cumulative abnormal return (CAR)	vsota presežne donosnosti
Dummy variable	umetna spremenljivka
Earnings before interest and taxes (EBIT)	dobiček iz poslovanja
EFRAG	Evropska svetovalna skupina za računovodsko poročanje
Event clustering	dogodkovne skupinice
Fads-models	modeli modnih muh
Functional fixation hypothesis	hipoteza finkcionalnega prilagajanja
IASB	Odbor za mednarodne računovodske standarde
Industry clustering	industrijske skupinice
Information value studies	študije vrednosti informacij
January effect	učinek januarja
Market efficiency studies	študije učinkovitosti trga
Market model	tržni model
Metric exploration studies	metrične študije
IFRS	mednarodni standardi računovodskega poročanja
Parking the proceeds hypothesis	hipoteza parkiranja iztržka
Random walk	slučajni hod
Risk clustering	skupinice tveganja
Return on assets (ROA)	dobičkonosnost sredstev
Return on equity (ROE)	dobičkonosnost kapitala