

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

VPLIV TRŽNIH RAZMER NA STRUKTURO
KAPITALA PODJETIJ

Ljubljana, september 2006

VADNJAL TINA

IZJAVA

Študentka VADNJAL TINA izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom mag. ALEŠA BERKA, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, september 2006

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
2. OPREDELITEV STRUKTURE KAPITALA PODJETJA.....	2
2.1. DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA STRUKTURO KAPITALA PODJETJA	3
3. RAZVOJ TEORIJ STRUKTURE KAPITALA	6
4. SODOBEN POGLED NA STRUKTURO KAPITALA	9
4.1. TEORIJA TEMPIRANJA TRGA	9
4.1.1. Pretirani optimizem oziroma neracionalnost investitorjev	11
4.2. TESTIRANJE USPEŠNOSTI TEMPIRANJA TRGA	12
4.2.1. Načini preverjanja uspešnosti tempiranja trga	12
4.2.2. Pokazatelji priložnosti za uspešno tempiranje trga	14
4.2.2.1. <i>Kazalnik razmerja med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala</i>	14
4.2.2.2. <i>Model dohodkovnega reziduala</i>	16
4.2.2.3. <i>Premija za tveganje lastniškega kapitala</i>	17
4.2.2.4. <i>Neto prodaje vrednostnih papirjev insiderjev</i>	17
4.2.2.5. <i>Multiplikator čistega dobička</i>	18
4.2.3. Negativna povezava med vzvodom in tehtanim povprečjem preteklih razmerij med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala	19
4.2.4. Vpliv oblike delniške družbe na uspešnost tempiranja trga	20
4.2.5. Vpliv velikosti podjetja na tempiranje trga	21
4.2.6. Vpliv razvitosti in likvidnosti trga kapitala na tempiranje	23
4.2.6.1. <i>Specifičnost trga kapitala v Sloveniji</i>	24
4.2.7. Vpliv strukture lastništva na uspešnost tempiranja trga	24
4.2.8. Vpliv tempiranja trga na obstoječe in nove delničarje	26
4.2.9. Vpliv razlike med bančno in tržno usmerjenimi gospodarstvi na tempiranje trga	26
4.3. TEMPIRANJE TRGA NA PODLAGI OBRESTNIH MER	27
4.3.1. Tempiranje prihodnjih obrestnih mer	29
4.3.2. Tempiranje trga na podlagi preteklih obrestnih mer	30
4.3.3. Izdaja zamenljivih obveznic	31
4.3.4. Refinanciranje obveznic	31
4.4. ROČNOST UČINKOV TEMPIRANJA TRGA NA STRUKTURO KAPITALA	32
4.4.1. Dolgoročen učinek tempiranja trga	34
4.4.2. Kratkoročen učinek tempiranja trga	35
4.5. ALI TEMPIRANJE TRGA ZADOVOLJIVO POJASNUJE FINANČNE ODLOČITVE PODJETIJ?	36
5. SKLEP	37
LITERATURA	39
VIRI	45

1. UVOD

Eno temeljnih vprašanj v poslovnih financah je določitev optimalne kapitalske strukture podjetja oziroma razmerja med lastniškim in dolžniškim kapitalom, ki maksimira vrednost podjetja. Sredstva so lahko financirana z različnimi viri, od katerih ima vsak svoje prednosti in slabosti. Pri finančnih odločitvah podjetja tehtajo med sabo tudi različne stroške kapitala. Optimalna struktura kapitala podjetja naj bi tako za podjetje predstavljala tisto mešanico dolžniškega in lastniškega financiranja, pri kateri bi imelo podjetje minimalno tehtano povprečje stroškov kapitala. Čeprav se zdi teorija še tako preprosta, je praksa vse prej kot to.

Obstaja veliko teoretičnih razlag, ki poskušajo pojasniti, kako lahko različni viri financiranja vplivajo na tržno vrednost podjetja in s tem na zadovoljstvo lastnikov, vendar pa se še nobeni teoriji ni uspelo popolnoma približati stanju v realnosti.

Namen diplomskega dela je ugotoviti oziroma pojasniti, ali podjetja svojo strukturo kapitala določajo tudi z upoštevanjem tržnih razmer. Veliko raziskav je v zadnjem času namenjenih vprašanju, ali finančne politike podjetij res temeljijo na neki optimalni mešanici različnih virov financiranja ali pa se podjetja pri izbiri finančnih sredstev odločajo tudi spontano, na podlagi razmer na finančnih trgih. Višina cen lastniških vrednostnih papirjev in višina obrestnih mer dolžniških virov financiranja lahko pomembno vplivata na stroške kapitala ter s tem na doseganje cilja poslovanja, ki bi v večini podjetij, vsaj večjih, moral biti maksimiranje tržne vrednosti podjetja. Postavlja se torej vprašanje, ali finančniki v podjetjih izkoriščajo spreminjanje tržnih razmer v svojo prid in se odločajo za relativno cenejše vire financiranja ali pa na to ne dajejo pretiranega poudarka ter glede strukture kapitala vztrajajo pri tradicionalnih načinih razmišljanja.

Številne raziskave potrjujejo, da finančniki v podjetjih upoštevajo tržne razmere pri odločanju o različnih virih financiranja. Podjetja torej tempirajo trg, kar pomeni, da časovno uskladijo izdajo vrednostnih papirjev z namenom doseči večjo uspešnost oziroma čim nižje stroške izdaje novega kapitala. Kljub temu še ni povsem jasno, ali imajo njihove odločitve dolgoročne posledice na strukturo kapitala ali je vpliv razmer na finančnih trgih v strukturi kapitala opazen samo na kratek rok. To vprašanje je podrobneje, na podlagi več empiričnih raziskav, ki so bile narejene v zadnjem času, obravnavano v diplomskem delu.

Diplomsko delo je razdeljeno na dva razdelka. V prvem je na kratko opredeljen pojem strukture kapitala podjetja, predstavljeni pa so tudi najpomembnejši dejavniki, ki vplivajo na sestavo virov financiranja. Sledi strnjen povzetek vseh najpomembnejših teorij o strukturi kapitala podjetja.

Drugi razdelek se osredotoča na sodoben pogled glede strukture kapitala s poudarkom na vplivu tržnih razmer na odločitev o virih financiranja. Baker in Wurgler sta s teorijo

tempiranja trga spodbudila veliko nadaljnjih raziskav, ki testirajo hipotezo o vplivu tržnih razmer na strukturo kapitala. Povzetih je večina najpomembnejših ugotovitev. Predstavljeni so načini, s katerimi je mogoče preverjati, ali je tempiranje trga uspešno, ter nekateri pokazatelji priložnosti za uspešno tempiranje trga. V nadaljevanju sledi razlaga, kako vrsta delniške družbe, velikost podjetja in struktura lastništva podjetja vplivajo na odločitev za tempiranje trga, opisan pa je tudi vpliv razlike med bančno in tržno usmerjenimi gospodarstvi na tempiranje ter razvitost in likvidnost trga kapitala, ki prav tako pomembno vplivata na finančne odločitve podjetij. Sledi še predstavitev tempiranja trga na podlagi preteklih in prihodnjih obrestnih mer, ki dobiva velik pomen pri finančnih odločitvah podjetja. Drugi razdelek diplomskega dela je zaključen s prikazom različnih pogledov glede ročnosti posledic, ki jih ima tempiranje trga na sestavo virov financiranja podjetja in povzetkom končnih ugotovitev. Temu sledi sklep, v katerem so povzete najpomembnejše ugotovitve diplomskega dela.

2. OPREDELITEV STRUKTURE KAPITALA PODJETJA

Pojem struktura kapitala običajno označujemo kot strukturo dolgoročnih finančnih virov podjetja, med katere štejemo tudi trajne finančne vire. Struktura dolgoročnih finančnih virov tako kaže deleže tržne vrednosti posameznih dolgoročnih vrednostnih papirjev v tržni vrednosti podjetja (Mramor, 2000, str. 83). S strukturo kapitala tako označujemo samo dolgoročne vire financiranja, kratkoročne pa le v primeru, da se ti stalno obnavljajo in v bistvu predstavljajo dolgoročne vire financiranja (Joksimović, 1996, str. 5).

Ker ima vsak vir financiranja svoje prednosti in slabosti, je razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom zelo pomembno pri finančnih odločitvah podjetja. Z določanjem optimalne strukture kapitala vplivamo na cilj poslovanja podjetja, to je maksimiranje tržne vrednosti enote lastniškega kapitala¹ (Brigham, Houston, 2004, str. 478). Pri ocenjevanju vrednosti dolga in lastniškega kapitala je najbolj pravilna uporaba tržnih vrednosti, tudi če te le ocenimo. Ker pa se tržna vrednost lastniškega kapitala stalno spreminja, veliko kazalnikov strukture kapitala v praksi prav zaradi predvidljivosti in stabilnosti upošteva knjigovodske vrednosti (Joksimović, 1996, str. 9).

Podjetje se lahko financira z notranjimi ali zunanjimi viri financiranja. Notranji kapital je lahko v obliki zadržanih dobičkov, amortizacije ali drugih virov financiranja, zunanji kapital pa v obliki kapitalskih vložkov, posojil, subvencij in posebnih oblik zunanjih virov financiranja (Filipič, Markovič-Hribernik, 1998, str. 173, 174). Ko v podjetju pride do razlike

¹ Management je v preteklosti zasledoval različne cilje poslovanja podjetja. Cilji interesnih skupin se namreč zelo razlikujejo med sabo. Ker pa so lastniki ključne osebe v podjetju in nosijo tudi največje tveganje (poslovno in finančno), se je v zadnjem času uveljavilo skorajda enotno mnenje, da je primarni cilj poslovanja podjetja maksimiziranje tržne vrednosti enote lastniškega kapitala (Berk et al., 2004, str. 6). Kljub temu so cilji za nekatera podjetja (družinska, tranzicijska in nekatera druga) še danes drugačni.

med količino denarja, ki ga podjetje potrebuje za poslovanje in obsegom notranjega kapitala, nastane finančni deficit, ki ga mora podjetje pokriti z izdajo lastniškega kapitala ali z novo zadolžitvijo. Lastniški kapital je predvsem v obliki navadnih delnic (podjetja se lahko odločijo tudi za izdajo prednostnih delnic), dolžniški kapital pa je veliko bolj raznolik.

Če se podjetje odloči za dolžniške vire financiranja, se zaveže, da bo plačevalo redna plačila obresti in glavnice. Uporaba dolga za financiranje poslovanja podjetja sicer povečuje tveganje lastnikov podjetja, vendar pa ima ta način financiranja tudi svoje prednosti. Dolg kot cenejši vir financiranja ob večanju uspešnosti poslovanja poveča donosnost bolj, kot če bi poslovanje financirali samo z lastniškim kapitalom. Če donosnost upada, pa dolg zaradi obveznega plačevanja obresti lahko celo ogrozi poslovanje podjetja (Berk et al., 2004, str. 156). Odločitev za dolžniško financiranje tako vpliva na nastanek finančnega tveganja. Ko se odločamo za različna razmerja med dolgom in lastniškim kapitalom, zato tehtamo med tveganjem in donosnostjo. Več dolga prinaša višjo pričakovano stopnjo donosnosti kapitala in hkrati večje tveganje, kar pomeni, da je optimalna struktura kapitala tista mešanica lastniškega in dolžniškega financiranja, ki vzpostavi ravnovesje med povečanim tveganjem zaradi večjega deleža dolga in višjo pričakovano donosnostjo (Brigham, Houston, 2004, str. 478).

2.1. DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA STRUKTURO KAPITALA PODJETJA

Struktura kapitala je rezultat več dejavnikov: značilnosti podjetja, strukture kapitala konkurentov, življenjskega cikla podjetja, preferenc delničarjev, tržnih priložnosti in omejitev, politike signaliziranja in mnogih drugih (Vernimmen, 2005, str. 723). Nekaj raziskav je celo pokazalo, da je najmočnejši dejavnik kapitalske strukture podjetja povprečni delež dolga v industriji, v kateri podjetje deluje (Ariff, Arsiraphongphisit, 2005, str. 10). Tako so deleži dolga zelo nizki v hitro rastočih podjetjih z velikimi priložnostmi za nove investicije (farmacevtska industrija). Podjetja z malo investicijskimi priložnostmi in nizkimi stopnjami rasti pa se odločajo za največ dolžniškega kapitala (kovinska industrija) (Jaffee et al., 2002, str. 451). Sestava virov financiranja se razlikuje tudi med državami. V Veliki Britaniji podjetja skoraj 97% sredstev financirajo z notranjimi viri, na Japonskem, kjer je dobičkonosnost podjetij nizka, pa se močneje zanašajo na zunanje vire financiranja, predvsem na bančna posojila (Balbier, Shapiro, 2000, str. 404).

Na dolgoročno zadolžitev podjetja torej vpliva več faktorjev, v nadaljevanju je naštetih le nekaj najpomembnejših (Mramor, 1993, str. 263, 264).

Vrsta podjetja in stabilnost prodaje: če ima podjetje stabilne prihodke od prodaje in stroške (takšna so npr. javna podjetja: pošta, železnica, proizvodnja elektrike), se lahko odloči za

večji delež dolga v svoji strukturi kapitala. Obratno velja za podjetja z visokim poslovnim vzvodom in visokim deležem stalnih stroškov (nekatero storitvene dejavnosti).

Poslovno tveganje: je tveganje, ki je tesno povezano s poslovanjem podjetja, ko to ni zadolženo. Je tveganje, ki izvira iz narave poslovanja. Na poslovno tveganje vplivajo različni faktorji: variabilnost povpraševanja po proizvodih podjetja, variabilnost cen inputov in končnih proizvodov, možnost prilagajanja cen končnih izdelkov spremembam v stroških inputov, sposobnost razvoja novih izdelkov ter obseg stalnih stroškov. Ob ostalih pogojih nespremenjenih velja, da nižje kot je poslovno tveganje, višji je delež dolga v strukturi kapitala (Besley, Brigham, 2003, str. 561).

Dobičkonosnost: bolj dobičkonosno podjetje se lahko odloči za več dolga, saj lahko prenese večje breme plačevanja fiksnih obveznosti v obliki obresti. Vendar pa v praksi pogosto velja, da so podjetja z visokimi stopnjami donosa na investicije v splošnem manj zadolžena. Ena od možnih razlag za to je, da visoko dobičkonosna podjetja ne potrebujejo veliko dolga za financiranje poslovanja, saj imajo dovolj notranjih virov financiranja (Brigham, Houston, 2004, str. 505). To je v skladu s teorijo vrstnega reda in v nasprotju s teorijo glavnega toka, ki sta opisani v nadaljevanju.

Sredstva podjetja: če ima podjetje na svoji aktivni bilanci stanja veliko opredmetenih, likvidnih sredstev, ki jih lahko hitro proda, in se jih da uporabiti kot jamstvo, ima lahko več dolga v svoji strukturi kapitala, ker je večja verjetnost, da bo lahko poravnalo fiksne obveznosti iz naslova dolga. Visokotehnološka podjetja, katerih aktivno bilanco sestavljajo večinoma neopredmetena sredstva, imajo tako manjši delež dolga v strukturi kapitala. Več dolžniškega kapitala imajo na primer letalske družbe, kjer prevladujejo opredmetena sredstva, za katere se hitro najde kupca na dobro delujočem sekundarnem trgu (Brealey, Myers, 2003, str. 509). Za slovenska podjetja sicer velja negativna povezava med opredmetenostjo sredstev in zadolženostjo podjetja, kar ni običajno. Mramor in Valentinčič (2001, str. 64-93) to razlagata z dejstvom, da do tega pride zato, ker sledijo post-Keynesianski teoriji. To pomeni, da so manj tvegane operacije (manj tvegane operacije so domnevane kot tiste, ki so podprte z več opredmetenimi sredstvi) financirane v manjši meri z dolgom.

Spremembe davčnih stopenj: spremembe davčnih stopenj podjetniških davkov ali osebnih davkov imajo tudi vpliv na strukturo kapitala. Če se povečajo davčne stopnje podjetniških davkov, se poveča davčni ščit, kar bo verjetno vodilo podjetja k povečanju deleža dolžniških vrednostnih papirjev v strukturi kapitala. Če pa se povečajo davčne stopnje osebnih davkov, to vpliva na zmanjšanje dolga v strukturi kapitala. Mejni davčni prihranki podjetij bi bili namreč manjši od mejnih davčnih stroškov imetnikov vrednostnih papirjev pri danem deležu dolžniških vrednostnih papirjev podjetja v strukturi kapitala (Mramor, 2000, str. 153).

Večja ponudba dolžniških vrednostnih papirjev: če se poveča ponudba obdavčenih obveznic nepodjetniškega sektorja, bo to vplivalo na zmanjšanje obsega dolžniških vrednostnih

papirjev v strukturi kapitala podjetij, saj povečan obseg teh obveznic zviša tržno obrestno mero. Če pa se poveča ponudba neobdavčenih obveznic podjetij, bo podjetje povečalo obseg dolžniških vrednostnih papirjev v sestavi kapitala. Mejni davčni prihranki pri izdaji obveznic bodo namreč večji od mejnih osebnih davčnih stroškov investorjev (Mramor, 2000, str. 154).

Višina nadomestnih davčnih ščitov: nadomestni davčni ščiti oziroma nedolžniške davčne olajšave zmanjšujejo dejansko plačane davke od dobička podjetja in niso posledica zadolževanja. Lahko so posledica novih investicij, oblikovanja investicijskih rezerv, pokrivanja preteklih izgub, zaposlovanja invalidov, novih delavcev in pripravnikov (Južnič, 2002, str. 8). Povezava med nadomestnimi davčnimi ščiti in zadolžitvijo podjetja je negativna. Več kot ima podjetje nadomestnih davčnih ščitov, manj bo izkoriščalo davčni ščit, ki je posledica zadolžitve.

Velikost prodaje: z večanjem prodaje podjetja se povečuje obseg dolžniškega financiranja, saj so večja podjetja sposobna hitreje pokrivati potencialne stroške finančne stiske. Tudi njihova sredstva so bolj diverzificirana, kar pomeni boljše jamstvo za upnike.

Finančna fleksibilnost: na strukturo kapitala vpliva tudi finančna fleksibilnost, ki podjetje potiska proti ciljni strukturi kapitala. Ta ponavadi ni enaka optimalni strukturi, temveč je bolj dolgoročno usmerjena. Ko se odločamo o strukturi financiranja podjetja, je treba upoštevati, da nobena pomembna investicija ne sme propasti zaradi pomanjkanja finančnih sredstev. Podjetje ima lahko finančne rezerve v obliki denarja in ostalih likvidnih finančnih naložb ali v obliki neizkoriščenih možnosti zadolževanja pod sprejemljivimi pogoji tudi, ko je v krizi oziroma, ko so pogoji na trgu kapitala slabi. Na dolgi rok je tako bolje, da podjetje ne izkoristi v celoti kapacitete zadolževanja, za primer, ko pride do neke obetavne investicije. V nasprotnem primeru mu ob hkratni podcenjenosti delnice na trgu kapitala ne bo uspelo zbrati zadostnih virov za financiranje obetavnega projekta (Joksimović, 1996, str. 28, 29). Ko gre gospodarstvu slabo ali ko se podjetje sooča s težavami, je običajno težko pridobiti sredstva od ponudnikov kapitala. Zato je včasih za podjetje smotrno, da izda nov kapital, ko so pogoji za to ugodni in si tako utrdi kapitalsko osnovo ter doseže finančno fleksibilnost (Besley, Brigham, 2003, str. 527). Tudi Bancel in Mittoo (2003) sta ugotovila, da podjetja povečujejo finančno fleksibilnost tako z izdajami dolga kot lastniškega kapitala ob upoštevanju strategije tempiranja trga.

Tržne razmere: tržne razmere lahko pomembno vplivajo na stroške različnih virov financiranja in s tem na finančne odločitve podjetja. Vplivi tržnih razmer na strukturo kapitala so lahko kratkoročni, saj se podjetje po tem, ko izkoristi ugodne tržne pogoje oziroma tempira trg kapitala, lahko spet prilagodi svoji ciljni strukturi kapitala. Nekateri pa so mnenja, da imajo tržne razmere dolgoročneje vplive na strukturo kapitala. Pomemben pokazatelj priložnosti za tempiranje trga je predvsem razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala, ki ga lahko interpretiramo na dva načina: kot pokazatelja priložnosti za rast (kar običajno zahteva več dolga v strukturi kapitala) ali kot kazalnik vrednotenja vrednostnih

papirjev podjetja (kar motivira podjetja k novim izdajam lastniškega kapitala). Ta kazalnik je v središču obravnave v nadaljevanju.

Avtorja teorije tempiranja trga, ki je predstavljena v nadaljevanju trdita, da struktura kapitala družbe, ki se odloči, da bo javno kotirala, na začetku odseva večje število dejavnikov, vključno z razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala, opredmetenostjo sredstev, velikostjo podjetja in velikostjo izdatkov za raziskave in razvoj (Baker, Wurgler, 2002, str. 15). Ko pa se podjetje začne starati, so medsektorske razlike v finančnem vzvodu vse bolj pojasnjene s preteklimi priložnostmi za zunanje financiranje (določenimi z razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala) ter preteklimi priložnostmi za akumuliranje zadržanih dobičkov (določenimi z dobičkonosnostjo).

Novejše raziskave iščejo še dodatne dejavnike, ki vplivajo na strukturo kapitala. Razlog za to je konstantno spreminjanje deleža dolga v strukturi kapitala. Na to so opozorili Kayhan in Titman (2005), Fama in French (2002), Fischer, Heinkel in Zechner (1989) ter Titman in Tsyplakov (2002), ki so pokazali, da ob razumni višini transakcijskih stroškov skupaj z običajnimi prednostmi in slabostmi dolžniškega financiranja, koeficienti dolga variirajo na relativno širokem območju. Poleg že opisanih dejavnikov naj bi na spreminjanje deleža dolga v strukturi kapitala vplivale predvsem asimetričnost informacij in tržne nepopolnosti, ki lahko pojasnijo, zakaj denarni tokovi podjetja, investicijski izdatki in zgodovina cen delnic vodijo do odklonov od optimalne strukture kapitala. To nam daje vtis, da je zgodovina podjetja pomembnejša determinanta kapitalske strukture kot same značilnosti podjetja (Kayhan, Titman, 2005, str. 1).

3. RAZVOJ TEORIJ STRUKTURE KAPITALA

V literaturi obstaja veliko teoretičnih razlag, ki skušajo pojasniti, kako lahko s spreminjanjem sestave virov financiranja vplivamo na doseganje cilja poslovanja podjetja. Pretekle teorije so tehtale na eni strani prednosti, ki jih prinaša dolžniško financiranje, kot je npr. davčni ščit, na drugi strani pa slabosti v obliki stroškov finančne stiske in stroškov agentov. S tem so hotele doseči čim večji izkoristek denarnih tokov za dolgoročne vlagatelje. Ker ti teoretični koncepti v praksi niso zdržali, saj je struktura kapitala odvisna tudi od značilnosti posameznega podjetja, tržnih razmer, likvidnosti samega trga kapitala in ostalih dejavnikov, se novejše teorije usmerjajo predvsem na dejavnike, ki jih podjetja tudi v praksi uporabljajo pri svojih finančnih odločitvah. Ob tem podjetja težijo k dosegu cilja zelenega poslovanja ob čim nižjih transakcijskih stroških, zmerni stopnji tveganja poslovanja in ob upoštevanju, da vlagatelji nimajo enakih informacij o podjetju kot managerji (asimetričnost informacij). To opazimo že pri teoriji vrstnega reda ter pri novejših teorijah, ki se osredotočajo predvsem na pogoje na trgu.

Pregled teorij lahko začnemo s tradicionalno teorijo, ki jo zasledimo v literaturi že od začetka šestdesetih let 20. stoletja. Teorija trdi, da optimalna struktura kapitala podjetja obstaja, in sicer je to tista sestava virov financiranja, ki maksimira tržno vrednost delnice podjetja in obenem minimizira tehtano povprečje stroškov kapitala. Podjetje lahko z razumnim deležem cenejšega dolžniškega kapitala prispeva k doseganju cilja poslovanja podjetja. Tradicionalna razlaga je dandanes deležna veliko kritik, tudi Modigliani in Miller sta že leta 1958 opozorila na nerealno predpostavko neracionalnega obnašanja investorjev, ki so pri nizkem deležu dolga neelastični na spremembo finančnega tveganja. Novejša finančna teorija v glavnem temelji na racionalnosti obnašanja ekonomskih subjektov (Mramor, 1991, str. 72).

Nobelova nagrajenca Modigliani in Miller sta s člankom »The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment« leta 1958 dala pomemben prispevek k razvoju teorije o optimalni strukturi kapitala podjetja. V svojem delu sta dokazala, da struktura kapitala ob zelo omejevalnih predpostavkah ne vpliva na tržno vrednost podjetja. Z arbitražnim postopkom sta dokazala, da lahko investor z lastno zadolžitvijo in nakupom vrednostnih papirjev podjetja, ki se financira samo z lastniškim kapitalom, ustvari osebni finančni vzvod in s tem nadomesti finančni vzvod, ki sicer nastane zaradi financiranja podjetja tudi z dolžniškim kapitalom. Na učinkovitih trgih torej investitorji nimajo razloga, da bi plačali za dolžniško financiranje, če se lahko zadolžijo tudi sami (Vernimmen, 2005, str. 660). Avtorja pa sta pozabila na državo in davke. Če podjetje lahko zmanjša plačilo davkov (davčni ščit), potem to pomeni, da več ostane delničarjem. Modigliani in Miller sta tako v naslednji študiji leta 1963 (»Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction«) vključila v svojo prvotno teorijo še podjetniške davke, kar ju je pripeljalo do povsem drugačnega zaključka, in sicer da je dolg v strukturi kapitala še kako pomemben. Obresti od dolžniškega financiranja in dividende se namreč po zakonu drugače obravnavajo. Obresti so po davčni zakonodaji odbitna postavka in znižujejo davčno osnovo, plačane dividende delničarjem pa niso deležne te ugodnosti in so izplačane delničarjem po obdavčitvi. To spodbuja podjetja, da se odločajo za večji delež dolga v njihovi strukturi kapitala, saj se z dolžniškim kapitalom ustvari tako imenovani davčni ščit. Tem večji kot bo delež dolga, manjša bo davčna osnova, manj davkov bo podjetje plačalo, višji bodo davčni prihranki. Modigliani in Miller sta pokazala, da v primeru, če vse njune ostale predpostavke držijo, zakonodaja, naklonjena dolžniškemu financiranju, vodi do optimalnega skoraj 100 % financiranja z dolžniškim kapitalom, ker je takrat vrednost podjetja najvišja. Tudi ta njuna rešitev ni v skladu s finančno prakso podjetij, saj je nerealno pričakovati, da se bodo podjetja zadolžila v taki meri. Ugotovitve Modigliani-Millerjeve teorije je nekaj let kasneje (1977) spremenil sam Miller, ko je v analizo vključil še osebne davke, s katerimi so obdavčeni donosi vrednostnih papirjev finančnih investorjev. Imetniki lastniških vrednostnih papirjev plačujejo davek na dividende in davek od kapitalskega dobička, imetniki dolžniških vrednostnih papirjev pa plačujejo davek na obresti. Osebni davki, ki jih plačujejo investitorji, lahko zmanjšajo ali celo izničijo prednosti davčnega ščita. Miller je prišel do sklepa, da optimalna struktura kapitala obstaja samo za podjetniški sektor kot celoto, na vrednost posameznega podjetja pa struktura kapitala nima vpliva. Tudi njegova razlaga je doživela veliko kritik.

Teorije, ki sta jih razvila Modigliani in Miller, imajo dve osnovni pomanjkljivosti, saj ne upoštevajo stroškov finančne stiske in stroškov agentov, ki naraščajo z večanjem zadolženosti. Tako je prišlo do razvoja teorije glavnega toka (*ang. »trade-off theory«*²), ki pravi, da naj podjetja pri odločanju o strukturi kapitala tehtajo med prednostmi, ki jih nudi dolžniško financiranje (davčni ščit), in slabostmi (stroški finančne stiske³ in stroški agentov⁴). Obstaja torej neko ravnovesje med obema viroma financiranja glede na tveganje, ki so ga lastniki še pripravljene sprejeti. Novejše verzije te teorije poskušajo vključiti tudi argument Michaela Jensena, da prosti denarni tokovi spodbujajo managerje, da preveč investirajo in porabljajo denarna sredstva za stvari, ki ne pripomorejo k uspešnemu poslovanju podjetja (Graham, Harvey, 2002, str. 13). Povečan delež dolga ali višje izplačane dividende lahko pomagajo podjetjem omejiti nepotrebno zapravljjanje denarja s strani managerjev, saj gre del prostih denarnih tokov za odplačevanje obresti in glavnice, pa tudi banke imajo večji nadzor nad poslovanjem podjetja. Titman (2002) trdi, da teorija glavnega toka premalo upošteva delovanje finančnih trgov, na katerih se razmere neprestano spreminjajo. Ob nenehnem upoštevanju tržnih razmer bi namreč postalo določanje optimalne strukture kapitala praktično nemogoče. Po njegovem mnenju bi prava teorija morala upoštevati tudi odnos med tveganjem in ceno posameznih virov financiranja.

Teorije, ki smo jih do sedaj omenjali, so gledale na strukturo kapitala statično, pod predpostavko dane investicijske politike, dividendne politike in konstantnih bodočih donosov. Dinamičen pogled na strukturo kapitala pa je razvil Myers (1984) s teorijo vrstnega reda finančnih virov (*ang. »pecking order theory«*). Ta pravi, da je investicije optimalno financirati najprej z notranjimi viri, to je z zadržanimi dobički, nadalje z novim dolgom, potem s prednostnimi delnicami in šele na koncu z izdajo novih navadnih delnic. Takšen način financiranja zagotavlja podjetju nižje transakcijske stroške. Ta teorija ne določa optimalne strukture kapitala. Za vsako podjetje struktura kapitala odraža kumulativno potrebo podjetja po zunanjem financiranju. Možno je celo, da so zadržani dobički sami zadosten vir financiranja za podjetje in tako zunanji kapital sploh ni potreben. Šele ko podjetje v celoti izkoristi notranje vire financiranja, preide na zunanji kapital. Osnova te teorije je v

² Trade-off theory nekateri prevajajo kot teorija glavnega toka (Joksimović, 1996, str. 12), drugi pa kot teorija izključevanja (Berk, 2005, str. 2).

³ Finančna stiska nastopi, ko ima podjetje težave pri plačevanju svojih pogodbenih obveznosti. Stroški finančne stiske so opredeljeni kot zmnožek verjetnosti nastopa finančne stiske in dejanskih stroškov, ki bi pri tej stiski nastali (Joksimović, 1996, str. 21). Če podjetje postane nesolventno, imetniki dolžniških vrednostnih papirjev lahko zahtevajo, da gre podjetje v postopek stečaja (Mramor, 1991, str. 102).

⁴ Jensen in Meckling (1976) sta postavila izhodišča za razlago optimalne strukture kapitala s pomočjo stroškov agentov. Stroški agentov nastanejo v povezavi z nasprotujočimi si interesi imetnikov dolžniških vrednostnih papirjev, imetnikov lastniških vrednostnih papirjev in managerji (Mramor, 1991, str. 103). Agentski odnosi nastanejo, ko ena skupina ljudi (principali) najame drugo skupino ljudi (agenti) za opravljanje nekega dela in jih pooblasti za odločanje. Vsaka interesna skupina poskuša uveljaviti svoje interese na račun drugih interesnih skupin. S poskusom zmanjševanja takšnega ravnanja prihaja do agentskih stroškov. Poznamo dve vrsti konfliktov: med lastniki in managerji (stroški agentov lastniškega kapitala) ter med lastniki in upniki (stroški agentov dolžniškega kapitala). Stroški agentov lastniškega kapitala padajo s povečano uporabo dolga, agentski stroški dolžniškega kapitala pa z večjim zadolževanjem naraščajo.

transakcijskih stroških in asimetričnosti informacij, kar pomeni, da imajo managerji drugačne (boljše) informacije o prihodnjih obetih podjetja kot zunanji investitorji (Brigham, Houston, 2004, str. 502). Z načinom financiranja tako managerji sporočajo investitorjem, kakšni so obeti podjetja⁵. Prav zato, ker nova izdaja delnic pomeni negativen signal investitorjem, četudi je prihodnost podjetja svetla, bi podjetja morala vzdrževati neko finančno fleksibilnost oziroma možnost pridobitve dolžniškega kapitala pod sprejemljivimi pogoji, ki bi ga lahko uporabila v primeru, ko je na vidiku obetaven investicijski projekt. Tako jim ne bi bilo treba izdati delnic po nizkih cenah oziroma celo izpustiti obetavnega projekta.

4. SODOBEN POGLED NA STRUKTURO KAPITALA

Če opazujemo dosedanje teorije strukture kapitala, lahko opazimo, da vse manj pozornosti namenjajo dejavnikom znotraj podjetja (agentski odnosi, finančna stiska), vse več pa zunanjim dejavnikom, ki se pojavljajo v povezavi s finančnimi trgi in podjetjem (asimetričnost informacij).

Titman (2002, str. 101-115) tako pravi, da podjetja porabijo veliko časa, ko razmišljajo o spreminjanju tržnih razmer in njihovem vplivu na strukturo kapitala. Po njegovem mnenju so managerji postali pozorni na trenutna dogajanja na finančnih in kapitalskih trgih, saj poskušajo ob upoštevanju tržnih pogojev najti najcenejše vire financiranja. Sicer se zdi malo verjetno, da bi podjetja osnovala celotno finančno politiko podjetja na nizu priložnosti, ki so nepredvidljive. Kljub temu podjetja, ki konstantno potrebujejo svež kapital, pogosto iščejo okna priložnosti (*ang. »windows of opportunity«*). Različne vrste kapitala se namreč razlikujejo v ceni in tveganju zaradi nepopolnosti finančnih trgov⁶ in neenotnosti trgov posameznih instrumentov. To pomeni, da investitorjem prinašajo različne stopnje donosa za iste stopnje tveganja.

Čeprav je sodobnih teorij o strukturi kapitala več, in se osredotočajo na različne dejavnike, je v diplomskem delu v nadaljevanju predstavljen izključno vidik, ki razlaga vpliv pogojev na trgu na sestavo virov financiranja.

4.1. TEORIJA TEMPIRANJA TRGA

Podjetja običajno najraje izdajo navadne delnice, ko je njihova tržna vrednost visoka (v primerjavi s knjigovodsko in preteklo vrednostjo delnice), in odkupujejo delnice, ko je

⁵ Običajno je uporaba dolga večja, ko so obeti za prihodnje poslovanje podjetja dobri, v primeru, ko podjetju ne kaže tako dobro, pa se finančniki raje odločijo za izdajo delnic.

⁶ Nepopolnosti finančnih trgov se kažejo predvsem v transakcijskih stroških in specifičnih omejitvah, kot je npr. slabo razvit trg ob uvajanju novih instrumentov. To vpliva na visoke stroške izdaje, nizko povpraševanje, nizko ponudbo in posledično slabo likvidnost trga.

njihova relativna vrednost nizka. Temu v svetu poslovnih financ pravijo tudi tempiranje trga lastniškega kapitala (*ang. »equity market timing«*). Namen tempiranja trga je izkoristiti trenutne razmere na trgu kapitala oziroma spremembe v razmerju med stroški lastniškega kapitala in stroški dolžniškega kapitala in tako čim ceneje pridobiti nov kapital (Baker, Wurgler, 2002, str. 1).

Michael Milken, profesor na ameriški univerzi UCLA (University of California, Los Angeles), tako trdi, da bi v zgodnjih osemdesetih letih podjetje ustvarilo vrednost s povečevanjem zadolžitve, v poznih osemdesetih pa z izdajo lastniškega kapitala in odplačevanjem dolga. Stroški dolga so bili namreč v zgodnjih osemdesetih letih relativno nizki, enako je veljalo za stroške lastniškega kapitala v poznih osemdesetih, ko so bile cene delnic na visokih nivojih (Titman, 2002, str. 101-115).

V novejši literaturi se tako pogosto zastavlja vprašanje, če ni struktura kapitala podjetja samo rezultat vrste finančnih odločitev, sprejetih v preteklosti podjetja, ki so bile osnovane na trenutnih odločitvah o financiranju podjetja na podlagi tržnih razmer (Vernimmen, 2005, str. 722).

Malcolm Baker in Jeffrey Wurgler (2002) sta na podlagi raziskave prišla do zaključka, da imajo izdaje in odkupi delnic ob hkratnem upoštevanju tržnih razmer oziroma tempiranje trga na strukturo kapitala močan vpliv, ki ni zgolj kratkoročnega značaja, trenutna struktura kapitala pa je močno povezana z zgodovinskim gibanjem cen delnic podjetja. Teorijo sta poimenovala teorija tempiranja trga kapitala, s katero strukturo kapitala razlagamo kot kumulativen rezultat poskusov podjetja tempirati trg v preteklosti. Teorija torej ne predvideva obstoja optimalnega razmerja med lastniškim in dolžniškim kapitalom.

V splošnem obstajata dve pojasnjevalni različici tempiranja trga. Ena utemeljuje spremembe finančnih odločitev na podlagi asimetričnosti informacij, druga pa na podlagi nepravilnega vrednotenja vrednostnih papirjev podjetja. Obe temeljita na enaki osnovi, in sicer da managerji poskušajo tempirati trg. Razlika je samo v dojemanju investitorjev, kaj je razlog za nove finančne odločitve podjetja. Rezultate, do katerih sta prišla Baker in Wurgler, se da pojasniti z obema razlagama:

1. Dinamična različica (Myers, Majluf, 1984) z *racionalnimi* managerji in investitorji pravi, da se velikost asimetričnosti informacij spreminja tako med podjetji kot v času, ter da je negativno povezana z razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo enote lastniškega kapitala. Trenutna nihanja v koeficientu, ki kaže razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo enote lastniškega kapitala, torej kažejo velikost asimetričnosti informacij. Večje kot je razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo lastniškega kapitala, nižja je asimetričnost informacij. To različico lahko potrdi dejstvo, da so nove izdaje lastniškega kapitala pogostejše po objavi informacij o poslovanju podjetja, ko je asimetričnost informacij manjša, kar so ugotovili že Korajczyk (1991) ter Bayless in Chaplinsky (1996).

2. Druga različica pravi, da managerji izkoriščajo *neracionalnost* investitorjev (trg kapitala torej ni popoln) in s tem pridobivajo kapital, ko so stroški kapitala neobičajno nizki in odkupujejo kapital, ko verjamejo, da so njegovi stroški previsoki. Managerji se bodo raje odločili za novo izdajo lastniškega kapitala, ko imajo notranje informacije, ki kažejo na precenjenost podjetja s strani investitorjev. Notranje informacije managerjev naj bi odtehtale negativne signale, ki spremljajo samo izdajo vrednostnih papirjev (Chazi, Tripathy, 2005, str. 3). Chazi (2005) je v svoji raziskavi našel največ podpore prav za to razlago tempiranja trga. Če hočejo managerji izkoristiti neracionalnost investitorjev, bo neto izdaja lastniškega kapitala pozitivno povezana z razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo lastniškega kapitala. Tudi Jenter (2002) pravi, da podjetja skušajo izkoristiti prednosti, ki jih ponuja nerealno vrednotenje vrednostnih papirjev na trgu skozi spremembe kapitalske strukture (Jenter, 2002, str. 4). S tem managerji izkoriščajo okna priložnosti za izdajo kapitala na podlagi notranjih informacij. Zelo visoke vrednosti koeficienta, ki kaže razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo lastniškega kapitala, povezujejo s pretiranimi pričakovanji investitorjev tudi nekateri drugi avtorji (La Porta (1996), La Porta (1997), Frankel in Lee (1998)).

Več dokazov za veljavnost ima druga verzija razlage tempiranja trga, ki kaže na neracionalnost investitorjev.

4.1.1. Pretirani optimizem oziroma neracionalnost investitorjev

Okna priložnosti za tempiranje trga se pojavijo, ko investitorji osnujejo svoja pričakovanja o prihodnjem poslovanju podjetja na podlagi preteklosti, kar sta opazila že Loughran in Ritter (1997). Njihov pretirani optimizem ima lahko dve različni podlagi (Farinos et al., 2005, str. 3):

- Investitorji lahko na podlagi trenda rasti podjetja in dobrih rezultatov v preteklosti nepravilno domnevajo oziroma verjamejo, da se bodo taki rezultati nadaljevali tudi v prihodnost, kar je pogosto zmotno. Posledica tega so odkloni dejanske vrednosti lastniških vrednostnih papirjev od njihove prave vrednosti. Upad donosov delnic po novi izdaji kapitala je torej posledica nepravilnega vrednotenja informacij s strani investitorjev.
- Precenjenost vrednostnih papirjev lahko povzroči tudi podjetje samo s preoblikovanjem poslovnih rezultatov, ki jih naredijo bolj privlačne za investitorje. V podjetjih, kjer managerji manipulirajo izkaze uspeha pred izdajo vrednostnih papirjev, tej sledi padec donosov delnic. Investitorji torej pravilno razlagajo informacije, ki pa so same po sebi nepravilne in zavajajoče.

Managerji tudi drugače vplivajo na tečaj delnic podjetja. K rasti višine cen delnic lahko pripomorejo člani uprave in njihove povezane osebe z nakupi delnic. Ko je tečaj na nizkih

ravneh, lahko uprava poveča sklad lastnih delnic, ko pa so tečaji že visoko, lahko za dodatne impulze poskrbijo predstavniki družb z objavljanjem pozitivnih novic v zvezi z njihovim poslovanjem. Pomembno je tudi, da se člani uprave pravočasno odzovejo na morebitne govorce v javnosti, ki bi lahko imele vpliv na ceno delnice. Uprava mora objaviti jasno stališče in govorce potrditi ali zanikati, ne sme pa biti neaktivna (Klepec, 2002, str. 23). Vse to lahko vpliva na porast cene delnice, ki posledično lahko presega svojo pravo vrednost. To daje managerjem možnost, da izkoristijo situacijo za izdajo lastniškega kapitala po relativno nizkih stroških.

4.2. TESTIRANJE USPEŠNOSTI TEMPIRANJA TRGA

4.2.1. Načini preverjanja uspešnosti tempiranja trga

Avtorja teorije tempiranja trga Baker in Wurgler (2002) trdita, da veljavnost njune teorije pri odločanju o strukturi kapitala podpirajo tri vrste raziskav:

1. *Analiza dejanskih finančnih odločitev v podjetjih kaže, da se podjetja raje odločajo za nove izdaje navadnih delnic kot za dolžniške vire financiranja, ko je tržna vrednost delnic v primerjavi s knjigovodsko vrednostjo in s preteklimi tržnimi vrednostmi visoka. V nasprotnem primeru, ko je cena delnic relativno nizka, se podjetje odloči za odkup delnic.*

Dokaze o tempiranju trga najdemo že leta 1977, ko je Taggart s študijami pokazal, da podjetja najraje izdajajo lastniške vrednostne papirje, ko je njihova tržna vrednost visoka v primerjavi s knjigovodsko vrednostjo in preteklimi vrednostmi. Sledili so mu še Marsh (1982), Jalilvand in Harris (1984), Asquith in Mullins (1986), novejše študije pa so izdelali Rajan in Zingales (1995), Jung, Kim in Stulz (1996), Pagano, Panetta in Zingales (1996) ter Hovakimian, Opler in Titman (2001). Njihovih rezultatov ni lahko interpretirati zaradi nepoznanih učinkov mnogih drugih dejavnikov, ki vplivajo na finančno politiko v podjetju (Alti, 2004, str. 4). Tudi Homafair, Zietz in Benkato (1994) so ugotovili, da podjetja v obdobju naraščajočih cen delnic znižajo delež dolžniškega kapitala v strukturi kapitala podjetja.

Alti (2004) je podjetja, ki so izkoristila dobre pogoje visokih vrednotenih vrednostnih papirjev, označil kot podjetja, ki so tempirala trg. Pri teh podjetjih je bil obseg izdaje vrednostnih papirjev znatno večji kot pri podjetjih, ki so izdala vrednostne papirje, ko pogoji na trgu niso bili tako ugodni. V povprečju je podjetje, ki se je odločilo za izdajo kapitala ob manj ugodnih tržnih pogojih, pridobilo z izdajo približno 54% vrednosti sredstev podjetja pred izdajo vrednostnih papirjev. Za primerjavo se ta številka pri podjetjih, ki so izkoristila ugodnejše pogoje na trgu, giblje okoli 76% (Alti, 2004, str. 2). Pred prvo javno izdajo se podjetja niso bistveno razlikovala v deležih dolga v strukturi

kapitala. Ta razlika po mnenju avtorja nastane zaradi učinka tempiranja trga in se je ne da pojasniti s karakteristikami podjetja ali panoge.

Pomembna je tudi raziskava, ki sta jo naredila Graham in Harvey (2001, str. 1-28), kjer je kar dve tretjini finančnih direktorjev priznalo, da so nenaklonjeni izdaji navadnega lastniškega kapitala, ko mislijo, da je ta podcenjen. Če pri tem upoštevamo še, da je leta 1999, ko se je Dow Jones 30 bližal novi rekordni vrednosti, kar dve tretjini managerjev menilo, da je vrednost njihovega podjetja podcenjena, nam to še dodatno pojasnjuje, zakaj podjetja nerada izdajajo nov kapital oziroma dvomijo v uspešnost tempiranja trga.

Tudi Jindra (2000) je ugotovil, da se podjetje odloča za tempiranje izdaj lastniškega kapitala z namenom izkoristiti precenjenost delnic. Podjetja se odločajo za sezonske izdaje ravno v času precenjenosti delnic, običajno takrat, ko precenjenost doseže svoj vrh. Malo podjetij izda kapital, če so delnice podcenjene, pa še to predvsem tista, ki imajo nižjo asimetričnost informacij in so finančno omejena.

2. *Analiza dolgoročnih donosov vrednostnih papirjev, ki sledijo prvi ali sezonskim javnim izdajam dolgoročnih vrednostnih papirjev.*

Skozi analizo dolgoročnih donosov lastniških vrednostnih papirjev lahko ugotovimo, ali je v gibanju cen delnic kaj nenavadnega ali pa so odkloni cen delnic čisto običajni. Splošno namreč velja, da v primeru, če managerji poskušajo izkoristiti visoka gibanja cen delnic za izdajo novega lastniškega kapitala, obenem pa trg ne prepozna v celoti negativne informacije še pred časom nove izdaje lastniškega kapitala, potem bi morali biti dolgoročni donosi delnic v letih po izdaji negativni (Clarke et al., 2002, str. 1). Trg namreč prepozna situacijo naknadno, zato sledi korekcija tečajev navzdol.

Opazovanja dolgoročnih donosov vrednostnih papirjev in struktur kapitala podjetij Bakerja in Wurglerja (2002) kažejo, da so v letih po izdaji lastniških vrednostnih papirjev dolgoročni donosi vrednostnih papirjev nizki, neposredno po odkupu vrednostnih papirjev pa visoki. To potrjuje trditev, da so managerji v povprečju uspešni pri tempiranju trga. Podjetja se tako odločajo za izdajo delnic, ko so stroški lastniškega kapitala relativno nizki in za odkupovanje delnic, ko so ti stroški visoki (Baker, Wurgler, 2002, str. 1).

Tudi Loughran in Ritter (1997) sta prišla do podobnih zaključkov in tako ovrgla hipotezo o učinkovitosti trga kapitala⁷. Njuni zaključki so pokazali, da so letni donosi v obdobju petih let, ki so sledili primarni izdaji kapitala, v povprečju manjši kot donosi pri družbah, ki se niso odločile za izdajo vrednostnih papirjev. Tudi sezonskim izdajam vrednostnih papirjev so sledili nižji donosi kot pri primerljivih podjetjih, ki niso izdala vrednostnih

⁷ Na učinkovitem trgu kapitala naj bi cene vrednostnih papirjev odsevale vse znane informacije o obetih podjetja in gospodarstva, v katerem podjetje posluje (Shapiro, 1989, str. 60). Investitorji lahko pričakujejo le normalno stopnjo donosa, tempiranje trga pa ob predpostavki učinkovitosti postane nepomembno.

papirjev. Dokazala sta, da se managerji odločijo za izdajo delnic, ko so te precenjene in tako uspešno tempirajo trg. Tudi Ikenberry, Lakonishok in Vermaelen (1995) so ugotovili, da so donosi delnic podjetij, ki odkupujejo delnice, nenormalno visoki v dveh letih po odkupu, kar nakazuje na veljavnost tempiranja trga.

Clarke in ostali (2002) so prišli do rahlo drugačnih zaključkov. V raziskavi so ugotovili, da so v povprečju donosi, ki sledijo sekundarnim izdajam lastniškega kapitala (na podlagi celotnega vzorca podjetij), pozitivni, vendar niso statistično značilni. To je v nasprotju z zaključki Bakerja in Wurglerja (2002). Skladen s postavljeno hipotezo okna priložnosti pa je podvzorec sekundarnih izdajateljcev, kjer prodajalce lahko označimo kot insiderje. Pri tem vzorcu podjetij so tako triletni kot petletni donosi, ki so sledili izdajam, negativni in statistično značilni (Clarke et al., 2002, str. 26).

3. *Podpora tej teoriji daje tudi anonimno anketiranje managerjev, ki v anketah priznavajo, da se odločajo za izdaje delnic v skladu s tempiranjem trga (Baker, Wurgler, 2002, str. 2).*

Tako sta Graham in Harvey (2001) ugotovila, da se dve tretjini anketiranih finančnih direktorjev strinja, da je višina cen delnic pomemben faktor pri odločanju o izdaji novih vrednostnih papirjev. Tudi Bancel in Mittoo (2004) sta v svoji raziskavi prišla do zaključka, da managerji pogosto izkoriščajo »okna priložnosti«, ko izdajajo vrednostne papirje. Skoraj 60% managerjev je tako priznalo, da izdajajo lastniški kapital, ko cena delnice poraste, polovica se jih strinja tudi glede pomembnosti višine precenjenosti oziroma podcenjenosti delnic.

4.2.2. Pokazatelji priložnosti za uspešno tempiranje trga

4.2.2.1. Kazalnik razmerja med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala

Baker in Wurgler (2002) sta teorijo tempiranja trga zasnovala na podlagi koeficienta, ki kaže razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo enote lastniškega kapitala (*ang. »market-to-book ratio«*), ki je po njunem mnenju osnovni pokazatelj priložnosti za uspešno tempiranje trga. Z večanjem koeficienta se povečuje verjetnost, da bo podjetje izdalo nov lastniški kapital, saj so njegovi stroški relativno nizki. Če se podjetje odloči za dokapitalizacijo v času visokih tržnih vrednotenj vrednostnih papirjev, tej sledi padec trenutnega razmerja med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala. Knjižna vrednost se namreč poveča zaradi vplačanega presežka kapitala.

Baker in Wurgler sta v analizi uporabila tehtano povprečje preteklih razmerij med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala. To zavzema visoke vrednosti pri podjetjih, ki so pridobivala zunanji kapital, ko so bila razmerja med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala visoka, saj daje več teže vrednostim, ki so prevladovali, ko so bile sprejete pomembne

finančne odločitve o zunanjem financiranju za posamezno podjetje (Baker, Wurgler, 2002, str. 12). Uteži namreč vključujejo neto izdaje lastniškega kapitala in neto izdaje dolga. Ker je kazalnik možno interpretirati na več načinov, sta se avtorja odločila, da v svoji raziskavi uporabita še tri dodatne spremenljivke, ki so povezane z obsegom dolžniškega financiranja. Te spremenljivke so opredmetenost sredstev, dobičkonosnost in velikost podjetja, ki sta jih povzela po Rajanu in Zingalesu (1995). Opredmetena sredstva se lahko uporabi kot jamstvo, zato je njihov obseg običajno v pozitivni povezavi z vzvodom. Višja dobičkonosnost podjetja je, glede na teorijo vrstnega reda, povezana z večjo razpoložljivostjo notranjih virov financiranja in posledično nižjim vzvodom. Druga razlaga vpliva dobičkonosnosti na delež dolga v strukturi kapitala je, da dobičkonosna podjetja običajno razpolagajo z večjim obsegom prostih denarnih tokov in imajo boljšo boniteto, kar jim omogoča višji vzvod. Tretja spremenljivka, velikost podjetja, vodi v večanje vzvoda, ker se z velikostjo podjetja manjša možnost za nastanek finančne stiske (Baker, Wurgler, 2002, str. 7, 8).

Alti (2004, str. 1-35) se ne strinja z razlago razmerja med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala, ki sta jo podala Baker in Wurgler, saj pravi, da na razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala vpliva več faktorjev, kot so npr. trenutno stanje ekonomije, kapitalna intenzivnost podjetij, priložnosti za rast in drugo. Posledica tega je, da se lahko dve podjetji z identičnim razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala občutno razlikujeta v priložnostih za rast. Če je eno od podjetij v preteklosti pogosto izdajalo kapital ob visokih vrednostih kazalnika, ki kaže razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala, je bolj verjetno, da je rastoče podjetje. Preteklo financiranje je namreč skladno s trendom rasti. Tudi v primeru, ko trenutne investicijske priložnosti niso preveč obetavne, lahko podjetje vzdržuje nizke koeficiente vzvoda, z namenom obdržati neizkoriščeno zmožnost zadolževanja za prihodnost (De Bie, De Haan, 2004). Lee, Myers in Swaminathan (1999, str. 1693-1741) so prav tako prišli do zaključka, da ima kazalnik majhno zmožnost napovedovanja donosov delnic.

Razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala upošteva tudi teorija glavnega toka, ki kazalnik razlaga kot pokazatelja investicijskih priložnosti. Chen in Zhao (2004) sta tako ugotovila, da imajo podjetja z višjim razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala po teoriji glavnega toka večje priložnosti za rast, zato skušajo vzdrževati nižje deleže dolga v trenutni strukturi kapitala, da lahko izrabijo možnost zadolževanja za potencialne dobičkonosne projekte v prihodnosti. Tako raje izdajo nov lastniški kapital, ko zaznajo priložnosti za rast, soočajo pa se tudi z nižjimi stroški financiranja, ki so lahko posledica nižjih stroškov napačne izbire (majhna asimetričnost informacij) ali nepravilnega vrednotenja lastniških vrednostnih papirjev podjetja na trgu (Chen, Zhao, 2004, str. 6). Tudi teorija glavnega toka torej, prav tako kot teorija tempiranja trga, implicira negativno povezavo med finančnim vzvodom in razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala. Kljub temu še vedno ostaja osrednji element teorije glavnega toka obstoj ciljne strukture kapitala. To pomeni, da tudi če podjetje upošteva razmere na trgu kapitala pri pridobivanju novih virov financiranja, se vsak odmik od ciljne strukture kapitala slej ko prej odpravi.

Teorija vrstnega reda koeficient razmerja med tržno in knjigovodsko vrednostjo razlaga drugače kot teorija tempiranja trga, prikazuje ga kot pokazatelja investicijskih priložnosti. Podjetja, ki imajo visoko razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice, so pogosto hitro rastoča podjetja (z mnogimi investicijskimi priložnostmi), ki potrebujejo veliko virov financiranja, in se lahko poleg izdaje novega lastniškega kapitala odločijo tudi za novo izdajo dolga. Z večanjem kazalnika naj bi se torej povečeval tudi delež dolga, kar ne bi imelo večjih posledic na strukturo kapitala podjetja. Obratno teorija tempiranja trga razlaga visoke vrednosti tega koeficienta z ugodnejšim pridobivanjem lastniškega kapitala, ne pa z zadolževanjem.

4.2.2.2. Model dohodkovnega reziduala

Ocenjevanje vrednosti lastniških vrednostnih papirjev na trgu je problematično, saj se kot problem pojavlja, kateri kazalnik naj izberemo, da bo merjenje najbolj merodajno. Najbolj pogosto se v raziskavah uporablja prej opisano razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala. Ker je ta kazalnik v zadnjem času deležen veliko kritik, so se nekateri avtorji odločili za uporabo drugih kazalnikov, ki ločujejo priložnosti za rast od precenjenosti oziroma podcenjenosti vrednostnih papirjev.

Lee, Myers in Swaminathan (1999, str. 1693-1741) so se tako odločili za novo mero ocenjevanja, natančneje za model dohodkovnega reziduala (*ang. »residual income model«*), ki je v bistvu transformacija modela diskontiranih dividend. Mera se uporablja tudi v nekaterih drugih raziskavah: D'Mello in Schroff (2000), Dong, Hirshleifer, Richardson, Teoh (2003), Elliott, Koether in Warr (2004). Model dohodkovnega reziduala upošteva v času spreminjajoče se obrestne mere in prihodnje dobičke ter je po mnenju avtorjev veliko boljša mera vrednotenja precenjenosti oziroma podcenjenosti vrednostnih papirjev, saj ima večjo pojasnjevalno moč kot razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala. Ločuje namreč učinke nepravilnega vrednotenja vrednostnih papirjev in priložnosti za rast, kar nam omogoča razlikovati med teorijo vrstnega reda in teorijo tempiranja trga.

S pomočjo tega modela merimo nepravilno ocenjene vrednostne papirje z razmerjem med resnično, notranjo vrednostjo (*ang. »intrinsic value«*) in trenutno tržno vrednostjo vrednostnega papirja (Elliott et al., 2004, str. 6). Ocena notranje vrednosti je osnovana na prihodnjih realiziranih presežnih dobičkih (torej tistih, ki prekoračujejo zahtevani donos), najdemo pa jo s pomočjo modela dohodkovnega reziduala.

Tudi Lee, Myers in Swaminathan (1999) so ob preučevanju notranje vrednosti delnic vključenih v indeks Dow 30, našli dokaze, da ima razmerje med notranjo vrednostjo in trenutno tržno vrednostjo vrednostnega papirja večjo moč napovedovanja prihodnjih donosov kot razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala, multiplikator čistega dobička (*ang. Price/Earnings ratio* oziroma *P/E*) in dividendni donos (*ang. Dividend/Price ratio*).

4.2.2.3. Premija za tveganje lastniškega kapitala⁸

Kot mero, na podlagi katere podjetja tempirajo trg, so nekateri avtorji uporabili tehtano povprečje premij za tveganje lastniškega kapitala (na primer tehtano povprečje premij na podlagi delnic vključenih v indeks Dow 30), ki je uporabljeno kot ocena za tržno premijo za tveganje lastniškega kapitala (Huang, Ritter, 2005, str. 8). Ta pristop so uporabili Huang in Ritter (2005), Claus in Thomas (2001), Gebhardt, Lee in Swaminathan (2001) ter Ritter in Warr (2002). Premija za tveganje lastniškega kapitala je negativno povezana z izdajami lastniškega kapitala, kar pomeni, da višja kot je premija, manj je novih izdaj lastniškega kapitala. Če se premija za tveganje lastniškega kapitala poveča, se zviša zahtevana stopnja donosa na lastniški kapital investitorjev. To povzroči padec cene delnice, kar bo imelo za posledico manj poskusov tempiranja izdaj lastniškega kapitala.

Huang in Ritter (2005) sta na podlagi premije za tveganje lastniškega kapitala našla močno podporo teoriji tempiranja trga. Ugotovila sta, da so izdaje lastniških vrednostnih papirjev močno negativno povezane s premijo za tveganje lastniškega kapitala in imajo večletne posledice na strukturo kapitala (Huang, Ritter, 2005, str. 22). Avtorja trdita, da izdaje lastniškega kapitala niso nujno dražje kot izdaje dolžniškega kapitala, ob pogoju, da je premija za tveganje lastniškega kapitala negativna (Huang, Ritter, 2005, str. 23). Njuna raziskava je pomemben prispevek k moderni teoriji o strukturi kapitala, saj povezuje nove izdaje vrednostnih papirjev neposredno s stroški kapitala. Je prva študija, ki povezuje časovne serije finančnih odločitev s premijo za tveganje kapitala, ki se spreminja v času in po mnenju avtorjev ostaja najpomembnejši faktor, ki pojasnjuje odločitve za izdajo vrednostnih papirjev.

4.2.2.4. Neto prodaje vrednostnih papirjev insiderjev⁹

Chazi in Tripathy (2005, str. 1-39) sta kot alternativo ostalim že omenjenim pokazateljem priložnosti za tempiranje trga vrednostnih papirjev vzela neto prodaje vrednostnih papirjev insiderjev (*ang. »net insider selling«*). Izraz insider¹⁰ se je uveljavil za osebo, ki razpolaga z notranjimi informacijami oziroma pred drugimi prejema informacije, pomembne za tečaj vrednostnega papirja, s katerim se trguje. Če imajo managerji notranje informacije, bodo imeli spodbudo za prodajo lastniškega kapitala, ko je ta precenjen. Notranje informacije, ki jih posedujejo, lahko pretehtajo negativne signale, ki običajno spremljajo nove izdaje kapitala. Managerji bodo izdali nov kapital samo v primeru, ko so prednosti, ki izhajajo iz precenjenosti vrednosti papirjev (ocenjene na podlagi notranjih informacij), večje kot slabosti,

⁸ Premija za tveganje lastniškega kapitala predstavlja razliko med donosnostjo navadne delnice in donosnostjo na netvegane državne vrednostne papirje. Premijo lahko merimo glede na več vrst vrednostnih papirjev, najpogosteje pa se za kratek rok uporabljajo zakladne menice, za dolgi rok pa zakladne obveznice (Pejić, 2004, str. 9, 10).

⁹ Neto prodaja vrednostnih papirjev insiderjev je enaka razliki med prodajami in nakupi vrednostnih papirjev s strani insiderjev.

¹⁰ V Sloveniji je namesto insiderja v uporabi tudi izraz notranja oseba.

ki se kažejo v znižanju cene delnice, ki bo sledilo izdaji lastniškega kapitala. Ko so torej managerji neto prodajalci lastniških vrednostnih papirjev v podjetjih, lahko pričakujemo, da bodo izdaji vrednostnih papirjev sledili negativni donosi delnic in obratno.

Pri raziskavah, ki so osnovane na podlagi te mere vrednotenja, se managerji odločajo samo na podlagi informacij, ki jih imajo sami. Pri tem ne upoštevajo, kako investitorji dojemajo različne načine virov financiranja (kot to velja pri teoriji vrstnega reda). To pomeni, da se odločijo za nove izdaje lastniškega kapitala, tudi ko vedo, da bodo investitorji to razumeli kot negativen signal. Pomembno je samo, da bodo prednosti na podlagi notranjih informacij pretehtale slabosti, ki se kažejo v padcu vrednosti delnic podjetja.

4.2.2.5. Multiplikator čistega dobička

Multiplikator čistega dobička meri ceno, katero so pripravljene investitorji plačati za vsako enoto dobička na delnico. Drugače povedano kazalnik ugotavlja, kolikokrat je višja tržna cena navadne delnice podjetja v primerjavi z doseženim čistim dobičkom na delnico. Na vrednost multiplikatorja čistega dobička neposredno vplivajo pričakovanja investitorjev o rasti prihodnjih dobičkov in dividend. Če se pričakovanja investitorjev znižajo, lahko cena delnice pade, medtem ko dobički ostanejo konstantni ali celo rastejo (Jones, 2000, str. 411). Kazalnik je lahko visok tudi takrat, ko so dobički na delnico nizki; če je čisti dobiček enak nič, je ta kazalnik neskončen (Brealey, Myers, 2000, str. 830).

Pri merjenju kazalnika se uporablja doseženi čisti dobiček na delnico, ki ni nujno dobra osnova za oceno prihodnje donosnosti podjetja. Običajno je multiplikator čistega dobička izračunan na podlagi nedavnih dobičkov. Investitorje pa bolj zanimajo izračuni na podlagi pričakovanih prihodnjih dobičkov. Problem kazalnika je tudi izbira ustreznega multiplikatorja za primerjavo, saj ga lahko primerjamo s preteklimi vrednostimi multiplikatorja podjetja, ali z višino multiplikatorja podobnih podjetij ali panoge. Pri slednjem je zadovoljiva ocena možna samo, če najdemo delnice podjetij, ki imajo približno podobno dobičkonosnost, tveganje in priložnosti za rast (Brealey, Myers, 2000, str. 76). Če je multiplikator za določeno delnico nižji kot za podobne delnice na trgu, je ta na trgu podcenjena in primerna za nakup. Visoka vrednost multiplikatorja pa kaže na precenjenost delnice in na možen padec njenega tečaja v prihodnosti, kar daje priložnost za izdajo novih delnic. Kljub temu je treba biti pri uporabi kazalnika previden, saj se lahko njegovo razmerje v nekem času presoja kot nizko (vrednostni papir je podcenjen), v drugem času pa se enako razmerje pri istem vrednostnem papirju ocenjuje kot precenjeno. Ocenjevanje gibanja cene delnice v prihodnosti je torej relativno in je v veliki meri psihološkega značaja (Kostolany, 2002, str. 52, 53). Kazalnik v empiričnih raziskavah, na katerih temelji diplomsko delo, sicer ni bil uporabljen, je pa mogoče tudi na njegovi podlagi razlagati višino cen vrednostnih papirjev oziroma priložnosti za rast podjetja.

4.2.3. Negativna povezava med vzvodom in tehtanim povprečjem preteklih razmerij med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala

Najpogostejši pokazatelj priložnosti za tempiranje trga, uporabljen v dosedanjih empiričnih raziskavah, še vedno ostaja razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala, ki sta ga uporabila tudi Baker in Wurgler (2002), avtorja teorije tempiranja trga. Na podlagi regresije, kjer kot odvisna spremenljivka nastopa finančni vzvod, neodvisna spremenljivka pa je tehtano povprečje preteklih razmerij med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala, sta ugotovila, da je finančni vzvod močno negativno povezan s tehtanim povprečjem preteklih razmerij med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala. Razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala vpliva na finančni vzvod v glavnem skozi neto izdaje lastniškega kapitala (Baker, Wurgler, 2002, str. 12). Analiza struktur kapitala podjetij, ki sta jo opravila Baker in Wurgler (2002), je pokazala, da se je po izdaji lastniških vrednostnih papirjev knjigovodska vrednost finančnega vzvoda močno znižala, naslednjih deset let pa počasi naraščala. Nizko zadolžena podjetja so tako tista, ki so pridobivala kapital, ko so bile tržne vrednosti lastniškega kapitala visoke in obratno. Podjetja z višjim razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala so deležna relativno nižjih stroškov financiranja z lastniškim kapitalom, kar vodi v negativno povezavo z dolgom.

Kljub temu, da je negativna povezava med razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala ter finančnim vzvodom ena izmed najpogosteje dokumentiranih empiričnih dejstev v literaturi o strukturi kapitala, sta Chen in Zhao (2005) prišla do drugačnih zaključkov. Kot osnovo svoji raziskavi sta uporabila teoretičen model Myersa (1977), s katerim sta pokazala, da se podjetja z višjim razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala lahko odločijo za več dolžniškega kapitala, kot podjetja katerih kazalnik je nižji. Takšna podjetja so običajno deležna višjih pričakovanih dobičkov in nižjih stroškov stečaja. Skladno s tem argumentom sta empirično dokazala, da se podjetja z višjim razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala soočajo z nižjimi stroški financiranja z dolgom in posledično uporabljajo več dolga v svoji strukturi kapitala (Chen, Zhao, 2005, str. 2). Avtorja sta ugotovila, da omenjena pozitivna povezava velja za večino podjetij (več kot 88% podjetij vključenih v podatkovno bazo COMPUSTAT) in je v skladu s teorijo glavnega toka in teorijo vrstnega reda. Prej dokumentirana negativna povezava pa je nastala zaradi majhnega števila podjetij z zelo visokim razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala. Taka podjetja so ali zelo dobičkonosna ali pa nedobičkonosna. Zelo dobičkonosna podjetja se v veliki meri zanašajo na notranje vire financiranja, kar povečuje relativni delež lastniškega kapitala, nedobičkonosna podjetja pa nasprotno pridobivajo finančne vire z izdajami lastniškega kapitala prav zaradi pomanjkanja notranjih virov.

Zaključek glede vpliva razmerja med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala na izbiro virov financiranja torej ni enoznačen. Ko koeficient ni zelo visok, po mnenju Chena in Zhaoja (2005) podjetja raje izdajo oboje (dolg in lastniški kapital). Ko je kazalnik zelo visok, pa prevlada financiranje z lastniškim kapitalom (tako z zadržanimi dobički, kot z novimi

izdajami lastniškega kapitala). Potrebne bodo torej nadaljnje raziskave, ki bodo natančneje prikazale vlogo razmerja med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala kot kazalnika, na podlagi katerega potekajo finančne odločitve v podjetju.

4.2.4. Vpliv oblike delniške družbe na uspešnost tempiranja trga

Delniška družba ima lahko obliko javne (odprte) ali zaprte delniške družbe. Odprta delniška družba je družba, pri kateri ustanovitelji zbirajo kapital z javnim pozivom k vpisu delnic in lahko kotira na borzi. Zaprta delniška družba ne more zbrati kapitala z javnim pozivom k vpisu delnic, temveč lahko delnice ponudi le ustanoviteljem ali omejenemu krogu drugih oseb, določenih z zakonom. Delnice je mogoče prosto prenašati, vendar brez javne ponudbe.

Ker imajo javne delniške družbe boljši dostop do trga kapitala, nižje transakcijske stroške, deležne pa so tudi nižje asimetričnosti informacij kot zaprte delniške družbe, bi lahko pričakovali, da se javne delniške družbe pogosteje odločajo za tempiranje trga pri svojih finančnih odločitvah. Kljub temu to ne drži vedno, saj je odločitev za tempiranje trga odvisna tudi od razvitosti in likvidnosti trga kapitala. Če je trg kapitala slabo razvit, se tudi javne delniške družbe ne bodo pogosto odločale za nove izdaje lastniškega kapitala.

Javna podjetja, katerih poslovanje redno spremljajo finančni analitiki in pri katerih je asimetričnost informacij manjša, se pogosteje odločajo za tempiranje trga kot zaprte delniške družbe, saj imajo nove izdaje lastniškega kapitala manjši negativni vpliv na ceno delnice. D'Mello in Ferris (2000, str. 94-95) sta dokazala, da je padeč tržne vrednosti kapitala ob napovedani novi izdaji delnic veliko nižji pri podjetjih, katerih poslovanje je redno spremljano.

Brav (2005) je z raziskavo na britanskih podjetjih, s katero je primerjal strukture kapitala javnih in zaprtih delniških družb, ugotovil, da se zaprte delniške družbe v večji meri zanašajo na dolžniške vire financiranja, izogibajo pa se trgu kapitala. Zaprte družbe imajo tako v povprečju 40% višje koeficiente finančnega vzvoda kot javne družbe in se redkeje odločajo za tempiranje trga lastniškega kapitala (Brav, 2005, str. 1). Brav to razlaga z večjimi transakcijskimi stroški zaprtih delniških družb.

Do sedaj narejene študije o dejavnikih, ki vplivajo na strukturo kapitala so bile, predvsem zaradi razpoložljivosti podatkov, narejene po večini na vzorcih javnih delniških družb, čeprav večino dodane vrednosti proizvedejo prav zaprte delniške družbe. Te so občutno bolj zadolžene kot javne delniške družbe, tudi njihove finančne odločitve so bolj pasivne. Delež dolga v celotnem kapitalu (dolg je vključeval tudi kratkoročne obveznosti do bank) slovenskih podjetij je v letu 2003 pri zaprtih delniških družbah znašal 29.49%, pri javnih delniških družbah pa 19.23% (Berk, 2006, str. 6). Berk (2006) je glede vloge trga kapitala pri določanju kapitalske strukture v slovenskih podjetjih poskušal ugotoviti, ali obstaja razlika med javnimi in zaprtimi delniškimi družbami glede določanja strukture kapitala. Ugotovil je,

da se kljub višjemu finančnemu vzvodu zaprtih delniških družb finančne politike obeh skupin podjetij občutno ne razlikujejo. Razlog za to presenetljivo podobnost finančnih politik lahko najdemo v nerazvitem primarnem trgu kapitala v Sloveniji (Berk, 2006, str. 22). Slovenska podjetja se tako izogibajo novim izdajam kapitala in posledično tempiranju trga v nasprotju z evropskimi podjetji, za katere Bancel in Mittoo (2003) trdita, da je kapitalska struktura odvisna predvsem od tržnih razmer. Do podobnega zaključka je prišel tudi Brav (2005, str. 33), ki pravi, da v državah, kjer trg kapitala ni dovolj likviden in razvit, finančne politike javnih družb kažejo podobne vzorce kot tiste v zaprtih delniških družbah.

Tudi Brounen, Jong in Koedijk (2005, str. 1-33) so potrdili pogostejše odločanje javnih delniških družb za tempiranje trga. Anketirali so 313 finančnih direktorjev v Veliki Britaniji, na Nizozemskem, v Nemčiji in Franciji. Ugotovili so, da se zaprte družbe razlikujejo od odprtih, saj slednje tempirajo trg z novimi izdajami lastniškega kapitala. Nov kapital izdajajo na podlagi višine cen delnic, bolj pa so tudi nagnjene k signaliziranju prihodnjih obetov s spreminjanjem deleža dolga.

4.2.5. Vpliv velikosti podjetja na tempiranje trga

Večja podjetja imajo v primerjavi z manjšimi boljši dostop do trga kapitala, manjšo asimetričnost informacij, relativno nižje transakcijske stroške, zanje je značilna tudi večja razpršenost. Vse to jim lajša možnosti za snovanje finančnih odločitev na podlagi tempiranja trga kapitala. Ker navadni lastniški kapital običajno okrepi finančno moč podjetja, to omogoča tudi lažji dostop do financiranja z dolžniškim kapitalom ter nižje obrestne mere. K uporabi dolžniških virov financiranja pelje večja podjetja tudi manjša verjetnost nastanka finančne stiske, večja možnost za pokritje potencialnih stroškov finančne stiske ter večja diverzificiranost sredstev. Večja podjetja se tako običajno pogosteje odločajo za tempiranje trga ob pridobivanju novih virov financiranja (lastniškega kapitala in dolga), saj imajo za to preprosto boljše možnosti kot mala podjetja. Ta pogosto nimajo dostopa do trga kapitala, zunanji kapital je zanje običajno dražji, posojila pa deležna fiksnih stroškov, ki niso proporcionalni z velikostjo posojila.

Raziskava Bakerja in Wurglerja (2002) je pokazala, da je zmanjšanje finančnega vzvoda v obdobju po prvi javni izdaji lastniških vrednostnih papirjev veliko manjše za velika podjetja, saj ta izdajo manj kapitala, gledano relativno na celotna sredstva (Baker, Wurgler, 2002, str. 12). K temu prispevajo tudi nižji transakcijski stroški za večja podjetja, zaradi katerih se ta lahko pogosteje odločajo za nove izdaje kapitala. Obratno se manjša podjetja redkeje odločajo za pridobitev novega kapitala na trgu, ko pa se, so te izdaje zaradi višjih transakcijskih stroškov večje, gledano relativno na celotna sredstva. Majhna podjetja se zaradi visokih transakcijskih stroškov običajno ne prilagajajo nazaj proti strukturi kapitala, ki so jo imela pred odločitvijo za pridobitev novih virov financiranja. To potrjuje tudi raziskava Grahama in Harveya (2002), ki sta ugotovila, da ima večina velikih podjetij točno določeno strukturo

kapitala, medtem ko to drži za samo eno tretjino manjših podjetij (Graham, Harvey, 2002, str. 9). Na podlagi tega bi lahko sklepali, da so učinki tempiranja trga za manjša podjetja dolgoročnejši.

Visoki transakcijski stroški so pogosto tudi razlog, da se majhna podjetja odločijo za izdajo ali predčasno odplačilo dolga samo v primeru, ko prestopijo spodnjo ali zgornjo mejo deleža dolga v strukturi kapitala (Graham, Harvey, 2002, str. 16). Manjša podjetja se zato bolj zanašajo na bančna posojila kot vir financiranja, ko jim zmanjka zadržanih dobičkov (Wagenvoort, 2003, str. 24).

Večja asimetričnost informacij je pomemben razlog, da se majhna podjetja redkeje odločajo za nove izdaje lastniškega kapitala, saj prispeva k višjim stroškom financiranja. Veliko manjših podjetij je mladih, kar pomeni, da so si pridobila manj zaupanja s strani potencialnih vlagateljev. Potencialnih vlagateljev je malo, ti pa tudi niso pripravljeni spremljati in analizirati podjetij, kar vodi v razlikovanje tržnih cen delnic od dejanskih vrednosti. Majhna podjetja se soočajo tudi z manj strogimi zahtevami poročanja, kar vodi v slabše dostopne informacije (Wagenvoort, 2003, str. 25). Ker taka podjetja poleg tega še nerada delijo informacije o svojih strateških usmeritvah in priložnostih za rast z javnostjo, jih to dela v povprečju še bolj tvegane za dolgoročne vlagatelje. Managerji s pošiljanjem sporočil na podlagi kapitalske strukture zmanjšujejo negativne učinke asimetričnosti informacij in s tem pozitivno vplivajo na vrednost podjetja. Tako z uporabo dolga managerji sporočajo, da je podjetje uspešno, obratno velja za izdajo lastniškega kapitala.

Vsi naštetni dejavniki vodijo majhna podjetja k financiranju v večji meri z notranjim kapitalom, ko jim tega zmanjka pa z bančnimi posojili. Financiranje malih podjetij z novimi izdajami tako lastniškega kot dolžniškega kapitala je redko, kar zmanjšuje uporabnost strategije tempiranja trga v tej velikostni skupini podjetij.

Tudi tempiranje trga obrestnih mer je še posebej pomembno za večja podjetja, saj imajo ta velik in visoko razvit oddelek za finance. Večja podjetja so preprosto bolj prilagodljiva pri tempiranju izdaj, ker imajo večje denarne rezerve in boljši dostop do trgov kapitala (Graham, Harvey, 2002, str. 18). Da so velika podjetja uspešnejša od malih pri tempiranju trga obrestnih mer, so ugotovili tudi Baker, Greenwood in Wurgler (2003).

Velikost podjetij vpliva na obliko strukture kapitala tudi pri slovenskih podjetjih. Slovenska podjetja so povečini mala oziroma srednje velika. Posledica tega je, da je v Sloveniji primarni trg kapitala nerazvit. Ta trg je namreč tem bolj tvegane, čim manjša so podjetja, saj je manj vlagateljev, ki bi bili pripravljeni te delnice kupiti, pa tudi transakcijski stroški so pri manjših izdajah vrednostnih papirjev relativno višji. Podjetja tako zunanji kapital zbirajo predvsem z bančnimi posojili in preko redkih zaprtih dokapitalizacij ali zaprtih izdaj obveznic (Brelj et al., 2005, str. 15). Majhnost slovenskih podjetij torej zmanjšuje uporabnost strategije tempiranja trga pri njihovih finančnih odločitvah.

4.2.6. Vpliv razvitosti in likvidnosti trga kapitala na tempiranje

Stopnja razvitosti trga kapitala prav tako vpliva na odločitve podjetij za uporabo logike tempiranja trga. Značilnosti trga kapitala in preference investorjev se namreč med državami zelo razlikujejo (Jarc, 1997, str. 16):

- V nekaterih državah investitorji raje varčujejo v obliki likvidnih bančnih naložb, kot pa investirajo v lastniške vrednostne papirje. Ta dejavnik bo podrobneje predstavljen v poglavju 4.2.9., ki govori o razlikah med bančno in tržno usmerjenimi gospodarstvi.
- Med državami se razlikujeta globina in širina trga kapitala.
- Na naložbe investorjev vpliva tudi država z zakonodajo, ki lahko daje prednost eni obliki naložb v primerjavi z drugimi, ali celo omejuje naložbe institucionalnih investorjev v lastniške vrednostne papirje.

Brounen, Jong in Koedijk (2005) so ugotovili, da trenutni porasti v cenah delnic vodijo v izdajo novih delnic v ZDA in v Veliki Britaniji, države kontinentalne Evrope pa ne dajejo veliko poudarka na tempiranje trga (Brounen et al., 2005, str. 27, 28). Ta podatek napeljuje na misel, da je odločitev za tempiranje odvisna tudi od razvitosti trga kapitala, ki je v ZDA in v Veliki Britaniji občutno bolj razvit kot v državah kontinentalne Evrope.

Običajno drži, da bolj kot je trg razvit, večja je njegova likvidnost¹¹. Slednja pomembno vpliva na odločitve podjetij o načinih financiranja. Bolj kot je trg likviden, večja je informacijska učinkovitost trga kapitala. Takrat se tudi podjetja pogosteje odločajo za tempiranje trga, saj so cene delnic manj občutljive na objave novih izdaj kapitala. Če je trg nelikviden prihaja do večje asimetričnosti informacij, cene vrednostnih papirjev pa so veliko bolj občutljive. Prav zato majhna podjetja, ki so običajno manj likvidna, dosegajo presežno donosnost (Šrubar, 2004, str. 17).

Povezavo med odločitvami o strukturi kapitala in likvidnostjo trga kapitala sta preučevala tudi Lipson in Mortal (2004), ki sta ugotovila, da imajo podjetja z bolj likvidnimi lastniškimi vrednostnimi papirji običajno nižji finančni vzvod in se raje odločajo za izdaje lastniškega kot dolžniškega kapitala, ko se odločajo o povečanju kapitala ter tako pogosteje tempirajo trg lastniškega kapitala. Analiza struktur kapitala opazovanih podjetij je pokazala, da je znašalo razmerje med dolgom in knjigovodsko vrednostjo kapitala za najbolj likvidna podjetja v povprečju 39%, za najmanj likvidna podjetja pa 52%. Vzvod je tako višji v državah, kjer je delniški trg manj razvit in likviden. Večja likvidnost je povezana z večjo verjetnostjo za izdajo oziroma odkup lastniškega kapitala, bolj likvidna podjetja pa se tudi manj oddaljujejo

¹¹ Na likvidnost trga sicer vpliva več dejavnikov: širina trga (število udeležencev na trgu oziroma obseg ponudbe in povpraševanja), globina trga (število različnih vrst vrednostnih papirjev na trgu, obseg in pogostost posameznih izdaj), višina transakcijskih stroškov, raznolikost vlagateljev (institucionalni in neinstitucionalni vlagatelji) in drugo.

od ciljnega deleža dolga v strukturi kapitala (Lipson, Mortal, 2004, str. 27). Do slednjega verjetno pride zato, ker imajo taka podjetja tudi nižje stroške prilagajanja k zeleni strukturi kapitala, nižje zahtevane stopnje donosa na lastniški kapital in nižje fiksne stroške ob izdajah kapitala. Te prednosti peljejo likvidnejša podjetja k relativno večji uporabi strategije tempiranja trga pri finančnih odločitvah v primerjavi z manj likvidnimi podjetji.

Tudi Titman (2002) opozarja na problem nerazvitosti trga, saj se velikokrat dogaja, da za določene instrumente, za katere se vlagatelji sicer zanimajo, ni na voljo dovolj usposobljenih analitikov. Takšne nepopolnosti finančnih trgov povzročajo visoke stroške izdaje vrednostnih papirjev, majhno ponudbo, posledično visoko ceno, ki vodi v prenizko povpraševanje. Trg je zato relativno neučinkovit in nelikviden ter neprimeren za tempiranje izdaj novega kapitala.

4.2.6.1. Specifičnost trga kapitala v Sloveniji

Pri nas kapitalski trg služi predvsem konsolidaciji lastništva lastninjenih podjetij, kar je posledica načina privatizacije. Lahko bi rekli, da je solidno razvito borzno trgovanje, primarni trg pa stopica na mestu. Vsako leto na njem izdajo nekaj izdaj obveznic, povečini bančnih, zelo redko se najde tudi kaka delnica (Petavs, 2000, str. 23).

Če se podjetje odloči za javno ponudbo delnic, poleg prednosti takšen način financiranja prinese tudi določene slabosti¹². Potencialni izdajatelj nima jamstva, da bo vrednostne papirje tudi prodal, saj v Sloveniji nimamo pravih primarnih vpisnikov (*ang. »underwriterjev«*), ki bi zahtevali visoko premijo kot jamstvo uspešne izdaje, kar bi še povečalo same stroške izdaje. V Sloveniji tudi nimamo ustreznih bonitetnih agencij, ki so pri izdaji dolžniških vrednostnih papirjih še posebej pomembne pri oceni tveganosti podjetja. Kljub temu se zadolženost nekaterih hitro rastočih podjetij v Sloveniji vedno bolj približuje optimalni ravni, kar pomeni, da bo njihova nadaljnja rast verjetno zahtevala tudi dodaten zunanji lastniški kapital (Petavs, 2001, str. 37). Z razvojem trga kapitala in rastjo slovenskih podjetij bo tako tempiranje izdaj lastniškega kapitala morda postalo uporabna strategija pri finančnih odločitvah tudi v Sloveniji.

4.2.7. Vpliv strukture lastništva na uspešnost tempiranja trga

Na odločitev za tempiranje trga lahko vpliva tudi struktura lastništva podjetij. Od te je namreč odvisna razlika v višini stroškov notranjega in zunanjega kapitala.

¹² Podjetje naleti na visoke stroške poročanja Agenciji za trg vrednostnih papirjev, potrebno je razkriti podatke o poslovanju javnosti, problem je tudi nelikvidnost trga (če se z delnicami podjetja ne trguje stalno, lahko cena odstopa od notranje vrednosti) ter dolgotrajnost same izdaje.

V primeru *razpršenega lastništva* je stroškovni diferencial oziroma razlika med stroški notranjega in zunanjega kapitala relativno majhna. Managerji poskušajo tempirati primarni trg lastniškega kapitala z javnimi ponudbami, ko je razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala visoko, stroški asimetričnosti informacij pa nizki. Tempiranje trga je še posebej pomembno, če je visoko vrednotenje posledica precenjenosti vrednostnih papirjev, saj so finančni viri, preneseni od novih lastnikov, ocenjeni previsoko glede na svojo pravo vrednost, kar je v prid obstoječim lastnikom. Javne ponudbe v primeru razpršenega lastništva so tako prej povezane z razmerami na trgu kapitala kot s primanjkljajem notranjih virov financiranja. To je v skladu s teorijo tempiranja trga (Högfeldt, Oborenko, 2005, str. 1).

Koncentrirano lastništvo, z ločenim lastništvom in nadzorom, je povezano z visokimi agentskimi stroški, ki posledično peljejo k razvrednotenju lastniškega kapitala. Ker novi zunanji lastniki zahtevajo nadomestilo, je posledica tega diskonta na lastniški kapital večja razlika med stroški zunanjega in notranjega kapitala, saj zunanji kapital postane dražja oblika financiranja. Z večanjem diskonta se povečuje prenos koristi od obstoječih lastnikov k novim. Javne ponudbe so za obstoječe lastnike dražje tudi zaradi njihovega večjega obsega, veliko večjih fiksnih stroškov izdaje in zaradi slabitve njihove moči v podjetju. Nasprotno je notranji kapital relativno poceni za večinske lastnike, saj imajo ti nadzor nad celotnimi denarnimi tokovi in kapitalom podjetja z relativno majhnim kapitalskim vložkom. Zunanji kapital je tako uporabljen samo, ko notranji kapital ne zadošča več, kar ni v skladu s teorijo tempiranja trga, ampak bolj s teorijo vrstnega reda (Högfeldt, Oborenko, 2005, str. 2).

Högfeldt in Oborenko (2005, str. 1-48) sta se osredotočila na strukturo kapitala švedskih podjetij. Zanimalo ju je namreč, ali so rezultati teorije tempiranja trga splošno uporabni ali veljajo samo za specifični ameriški trg. Analizo Bakerja in Wurglerja (2002) sta hotela razširiti na gospodarstva, za katera je značilno koncentrirano lastništvo. Testirala sta hipotezo, ali so finančne odločitve podjetja odvisne od vpliva strukture lastništva na razliko med stroški notranjega in zunanjega kapitala. V ZDA je lastništvo razpršeno, razlika med omenjenimi stroški pa majhna. Obratno je na Švedskem lastniška struktura zelo koncentrirana, razlika med stroški pa velika. S študijo sta prišla do ugotovitev, da se podjetja v ZDA obnašajo v skladu s teorijo tempiranja trga, medtem ko se švedska podjetja ravna bolj po teoriji vrstnega reda. Ker je odločitev o pridobitvi zunanjega kapitala za švedska podjetja bolj povezana z primanjkljajem notranjih virov financiranja kot z gibanjem kazalnika razmerja med tržno in knjigovodsko vrednostjo lastniškega kapitala, se po izdaji novih vrednostnih papirjev struktura kapitala spet delno prilagodi prvotni obliki. Ta ni nujno optimalna kot pri teoriji glavnega toka, temveč je bolj v skladu s teorijo vrstnega reda. S to teorijo lahko tudi pojasnimo trajnejši efekt tempiranja trga na strukturo kapitala.

Učinek tempiranja trga na strukturo kapitala švedskih podjetij je po njunih podatkih izničen v obdobju dveh ali treh let za vse vrste podjetij. Kljub temu je strategija tempiranja trga pomembna tudi za podjetja s koncentriranim lastništvom na Švedskem, čeprav po prvi javni ponudbi v povprečju izdajo samo 21% prvotne ponudbe kapitala, medtem ko se pri ameriških

podjetjih številka giblje okoli 32%. Zaradi institucionalnih razlik v lastniški strukturi med švedskimi in ameriškimi podjetji ter posledični veliki razliki med stroški notranjega in zunanjega kapitala je tempiranje trga pri švedskih podjetjih drugačno, manj razširjeno in nima trajnih posledic na strukturo kapitala podjetij.

4.2.8. Vpliv tempiranja trga na obstoječe in nove delničarje

Če se manager odloči za izdajo lastniškega kapitala v času, ko je ta podcenjen, bi moral nove delnice prodati s popustom, s čimer bi se novi delničarji okoristili na račun obstoječih. Če pa podjetje ob izdaji kapitala uspešno tempira trg, kar pomeni, da so v času izdaje delnice precenjene, dela v interesu obstoječih lastnikov na račun novih delničarjev. Ti izdajo vrednostnih papirjev sprejmejo kot znak, da je podjetje precenjeno in temu primerno znižajo ceno delnic (Antunovič, 1998, str. 75). Novi investitorji bodo naredili napako z odločitvijo za investiranje v vrednostne papirje podjetja. Slabe pretekle izkušnje investitorjev so v daljšem obdobju običajno pozabljene, kljub temu pa se s tem ruši zaupanje vlagateljev v trg, kar povzroči njihov umik s trga, potrebno pa je tudi veliko časa, da se bodo ti odločili za nove vloške v podjetje (Vernimmen, 2005, str. 727).

Če podjetje v času izdaje vrednostnih papirjev ni pravično ovrednoteno, nove izdaje vrednostnih papirjev vplivajo na vrednost podjetja. Če je delnica podjetja v času izdaje podcenjena, pride do pravega znižanja v vrednosti podjetja oziroma do razvodenitve dobička na delnico (Graham, Harvey, 2002, str. 21).

4.2.9. Vpliv razlike med bančno in tržno usmerjenimi gospodarstvi na tempiranje trga

V literaturi na splošno velja prepričanje, da bančno usmerjena gospodarstva in tržna gospodarstva vodijo v različne kapitalske strukture podjetij. V bančno usmerjenih gospodarstvih se podjetja zadolžujejo predvsem v obliki kratkoročnih in dolgoročnih bančnih posojil, v tržnem gospodarstvu pa so oblike financiranja bolj raznolike, kar daje podjetjem več priložnosti za tempiranje trga kapitala.

V bančno usmerjenih gospodarstvih imajo banke lahko primerjalno prednost v ponudbi kratkoročnega financiranja, dobre pa so tudi v vlogi nadziranja podjetij. Posledica dolgoročnega odnosa med banko in podjetjem je namreč ta, da imajo banke dober dostop do informacij o podjetju, kar jim omogoča, da izvajajo nadzor nad njihovimi investicijskimi politikami in podpirajo podjetja, ko so ta blizu finančne stiske. Podjetja v bančno usmerjenih gospodarstvih tako pridobivajo dolžniški kapital pri bankah z manjšimi stroški asimetričnosti informacij, saj imajo te boljše možnosti spremljanja oziroma pregleda poslovanja. Razlog za preferiranje dolga pred lastniškim kapitalom v bančno usmerjenih gospodarstvih je lahko tudi odsotnost strožjih predpisov za banke v bančno usmerjenem gospodarstvu (Krajnović, 1996,

str. 9). Iz tega se da sklepati, da se podjetja v bančno usmerjenih gospodarstvih redkeje odločajo za tempiranje trga lastniškega kapitala, možno pa je, da tempirajo trg obrestnih mer pri odločanju za dolžniško financiranje.

Agregatni obseg dolga naj bi bil višji v bančno orientiranih državah, kot so Japonska, Francija in Nemčija, kot v tržnih gospodarstvih, kot sta ZDA in Velika Britanija (Vernimmen, 2005, str. 742). Kljub temu so dokazi o tem še nejasni. Zingales in Rajan (1995) tako pravita, da si japonska in nemška podjetja ne sposojajo več kot ameriška, še več, zdi se, da si nemška podjetja sposojajo manj kot njihovi mednarodni konkurenti. Slovensko gospodarstvo sodi med bančno orientirana, saj bi se pri enakih stroških kar 75% podjetij v Sloveniji raje odločilo za bančno posojilo kot za izdajo dolžniških vrednostnih papirjev (Jamnik, Simoneti, 2000, str. 46). Na to značilnost slovenskih podjetij vpliva njihova velikost, saj so povečini majhna oziroma srednje velika in nerazvit primarni trg kapitala, na katerem so nove izdaje vrednostnih papirjev zelo redke oziroma jih sploh ni.

Finančna fleksibilnost je manj pomembna managerjem v tržno usmerjenih gospodarstvih kot tistim v bančno usmerjenih. V tržno usmerjenih gospodarstvih namreč lažji dostop do trga kapitala vpliva na pogled managerjev na finančno fleksibilnost (Bancel, Mittoo, 2004, str. 30). Podjetja se pogosteje odločijo za tempiranje novih izdaj kapitala, kar jim utrdi kapitalsko strukturo in zmanjša pomen finančne fleksibilnosti.

4.3. TEMPIRANJE TRGA NA PODLAGI OBRESTNIH MER

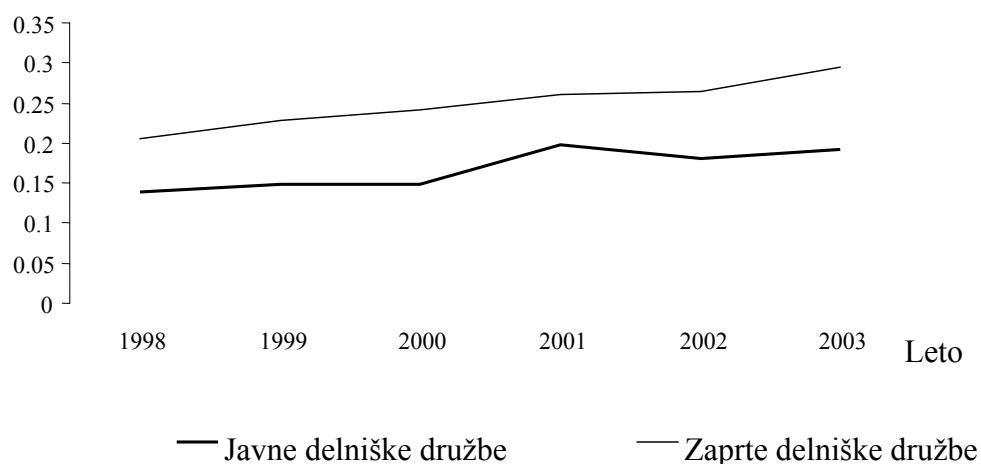
Za podjetje je nesmiselno, da se zadolžuje z izdajami dolžniških vrednostnih papirjev, ko so obrestne mere na trgu visoke, saj ob morebitnem znižanju le-teh podjetje ostane zavezano plačevati višje kuponske obresti. Logično bi torej bilo, da na večje zadolževanje podjetij vpliva tudi nižanje obrestnih mer. Faulkender (2005) je preučeval, ali podjetja upoštevajo obrestne mere ob izdaji novega dolga z namenom zavarovanja pred tveganjem ali je razlog tempiranje trga. Prišel je do zaključka, da spreminjanje finančnih odločitev v skladu s spremembami obrestnih mer večkrat vodijo špekulativni motivi oziroma namen tempirati trg. Ugotovil je, da se podjetja odzivajo na pogoje na trgu z namenom zmanjševanja njihovih kratkoročnih stroškov kapitala (Faulkender, 2005, str. 931).

Glede na konstantno nižanje obrestnih mer v zadnjih letih in posledično vse cenejše zadolževanje bi lahko sklepali, da se bo kapitalna struktura podjetij premaknila v prid dolžniškemu kapitalu. V Sloveniji se je v zadnjih letih razmerje med dolgom in kapitalom v strukturi kapitala podjetij res povečalo. Zadolževanje podjetij se je krepilo vse od začetka leta 2003, kar je bilo po analizah Banke Slovenije povezano z zniževanjem obrestnih mer. V povprečju je bil vzvod višji v zaprtih delniških družbah kot javnih, vendar pa je dinamika med obema skupinama podobna in jasno kaže, da se slovenska podjetja odločajo za vedno večji delež dolžniškega financiranja (Berk, 2006, str. 6). To nam prikazuje tudi naslednja slika, kjer

zgornja črta prikazuje delež dolga za zaprte delniške družbe, spodnja pa za javne delniške družbe.

Slika 1: Razmerje med dolgom* in celotnim kapitalom za opazovanih 23 javnih in 742 zaprtih delniških družb

Delež dolga v celotnem kapitalu



* V dolg so vključene tudi kratkoročne obveznosti do bank.

Vir: Berk, 2006, str. 6.

V zadnjih letih se tako kapitalska struktura slovenskih podjetij približuje tistim v ostalih evropskih, netranzijskih državah¹³. Osnovni razlogi za večjo uporabo dolga v strukturi financiranja slovenskih podjetij so: v nižanju obrestnih mer, trenutnem relativno nizkem nivoju finančnega vzvoda v podjetjih ter v višji pričakovani stopnji donosa na nove projekte (Berk, 2005, str. 12). Vsi ti dejavniki bodo morda spodbudili tudi slovenska podjetja k tempiranju trga na podlagi višine obrestnih mer. Podobna slika se kaže v evropskih podjetjih, za katera sta Bancel in Mittoo (2003) prav tako ugotovila večjo uporabo dolga v obdobju zniževanja obrestnih mer.

Managerji ocenjujejo tempiranje obrestnih mer kot pomemben dejavnik pri izdaji novega kapitala, saj v času odločanja za izdajo dolga opazujejo višino in gibanje obrestnih mer (Bancel, Mittoo, 2004, str. 11). Če podjetja niso deležna ugodnih pogojev na trgu dolgoročnih obveznic, so prisiljena izdati nove delnice ali pa se odločiti za kratkoročen dolg, kljub temu da se to ne sklada z njihovo strukturo kapitala (Brigham, Houston, 2004, str. 506).

¹³ Za Slovenijo kot tranzicijsko državo je bilo značilno, da ni bilo na voljo dovolj dolgoročnih posojil bank, podjetja pa so imela več lastniškega kapitala kot primerljiva podjetja v Evropski uniji. Razlog za slednje je predvsem v načinu odprave družbene lastnine nefinančnih podjetij. V Sloveniji je dolgoročnih dolgov, nastalih na podlagi dolgoročnih bančnih posojil, relativno malo, prek finančnih trgov pa podjetja pridobijo malo ali celo nič sredstev (Slovenska tiskovna agencija, 2004).

Graham in Harvey (2001) ter Bancel in Mittoo (2004) so z raziskavami prišli do rezultatov, ki kažejo, da trg dolžniškega kapitala lahko tempiramo s predvidevanjem višine prihodnjih obrestnih mer ali z opazovanjem gibanja obrestnih mer v preteklosti.

4.3.1. Tempiranje prihodnjih obrestnih mer

Graham in Harvey (2001) ter Bancel in Mittoo (2004) se strinjajo, da managerji skušajo tempirati trg z napovedovanjem sprememb obrestnih mer, kar je oblika tempiranja trga na podlagi prihodnosti. Graham in Harvey (2001) sta dokazala, da podjetja tempirajo višino obrestnih mer s tem, da izdajajo dolgoročni dolg, ko so mnenja, da so obrestne mere nizke in se v prihodnosti ne bodo dodatno znižale, ter kratkoročni dolg, ko velja, da so obrestne mere visoke in se pričakuje njihovo znižanje v prihodnosti. Skoraj polovica podjetij izda dolgoročni dolg, da bi se izognila refinanciranju dolga v obdobjih visokih obrestnih mer (Graham, Harvey, 2002, str. 20).

Če se managerji odločijo za izdajo dolgoročnega dolga, ko pričakujejo zvišanje obrestnih mer v prihodnosti, to pomeni, da verjamejo, da imajo v lasti informacije, ki niso odsevane v tržnih cenah dolga. Barry in ostali (2005) so preverjali hipotezo, ali so izdaje dolga resnično posledica sposobnosti managerjev za tempiranje prihodnjih obrestnih mer. Če je tempiranje obrestnih mer uspešno, potem bi moralo izdajam dolgoročnega dolga slediti povišanje obrestnih mer oziroma negativni presežni donosi obveznic¹⁴. Analiza je pokazala, da so višje ročnosti dolga povezane z višjimi prihodnjimi obrestnimi merami in z nižjimi presežnimi donosnostmi obveznic, kljub temu pa niso našli dokazov, da managerji uspešno tempirajo trg (Barry et al., 2005, str. 13). Tudi če managerji skušajo izdati dolgoročni dolg na podlagi pričakovanj porasta obrestnih mer v prihodnosti, v tem niso uspešni. To pomeni, da managerji ne razpolagajo z informacijami o prihodnjem gibanju obrestnih mer, odločitve o tempiranju trga dolžniškega kapitala na podlagi prihodnosti pa ne zmanjšujejo stroškov kapitala podjetij, ki so se za izdajo odločila.

Ti rezultati so drugačni od zaključkov Bakerja, Greenwooda in Wurglerja (2003), ki trdijo ravno nasprotno. V primeru, da je delež izdanega dolgoročnega dolga v skupnih izdajah dolga visok, tem izdajam sledijo nizki presežni donosi obveznic, kar potrjuje uspešnost tempiranja (Baker et al., 2003, str. 3). Če torej v prihodnosti pride do zvišanja obrestnih mer, podjetje pa se odloči za izdajo dolgoročnega dolga po zdajšnjih nižjih obrestnih merah, so prihodnji presežni donosi obveznic negativni (diferencial med donosnostjo dolgoročnega in kratkoročnega dolga je negativen) (Barry et al., 2005, str. 5). Ročnost novoizdanega dolga napoveduje presežne donose dolgoročnih obveznic zaradi dveh razlogov (Baker et al., 2003, str. 1-45). Inflacija in kratkoročne obrestne mere napovedujejo presežne donose obveznic,

¹⁴ Baker, Greenwood in Wurgler (2003, str. 1-45) so presežne donose obveznic definirali kot primerjavo med celotnimi donosi dolgoročnih obveznic (vsota kuponov in sprememb v ceni obveznice) in celotnimi donosi zakladnih menic ali komercialnih papirjev.

pojasnjujejo pa tudi delež dolgoročnega dolga v agregatnem obsegu dolžniškega kapitala. Ko sta ti dve spremenljivki tržnih razmer na visokih nivojih, so prihodnji presežni donosi obveznic v obdobju od enega do treh let visoki. Delež dolgoročnega dolga v agregatnem obsegu dolžniškega kapitala pa je negativno povezan tako z inflacijo kot s kratkoročnimi obrestnimi merami. Baker in ostali (2003) zavračajo ničelno hipotezo, ki trdi, da tempiranje trga dolžniškega kapitala ne vpliva na zmanjšanje celotnih stroškov kapitala podjetja. Se pa strinjajo, da je to hipotezo težko potrditi oziroma zavrniti zaradi običajnih težav pri interpretaciji napovedi na podlagi regresij¹⁵. Tudi raziskava Brounena, Jonga in Koedijka (2005) je pokazala, da managerji lahko tempirajo izdaje novega kapitala na podlagi pričakovanih sprememb obrestnih mer.

Managerji, ki pričakujejo višji kreditni rating v prihodnosti, bodo izbrali kratkoročni dolg, saj se bodo obrestne mere na dolgi rok po vsej verjetnosti znižale (Brounen et al., 2005, str. 27, 28). Čeprav teorija pravi, da v primeru, ko so podjetja prepričana, da imajo prenizko bonitetno oceno, le-ta izdajajo kratkoročen dolg, ker pričakujejo, da se bo njihova ocena izboljšala in bodo lahko pridobivala sredstva v prihodnosti pod bolj ugodnimi pogoji, sta Graham in Harvey (2001) prišla do drugačnih zaključkov. Dokazov, da podjetja tempirajo trg zaradi cenejših kreditov na podlagi pričakovanj o spremembi bonitetnih ocen, je malo (Graham, Harvey, 2001, str. 15).

4.3.2. Tempiranje trga na podlagi preteklih obrestnih mer

Trenutne obrestne mere so lahko višje ali nižje gledano relativno na njihove pretekle vrednosti. Če so nižje, se podjetje običajno pogosteje odloči za nove izdaje dolga. Tempiranje izdaj dolžniškega kapitala na podlagi preteklih obrestnih mer lahko pojasnimo na več načinov. Če so bili stroški dolga nekaj časa relativno visoki, je možno, da so podjetja preložila investicijske odločitve v upanju, da se stroški virov financiranja znižajo. Ko so torej trenutne obrestne mere nižje v primerjavi s preteklimi vrednosti, je večja verjetnost, da se podjetje odloči za pridobitev novih virov financiranja na podlagi zadolževanja. Managerji tudi verjamejo, da se višina obrestnih mer ciklično giblje in da se obrestne mere vedno vračajo k povprečju (*ang. »mean reversion«*). Če so torej obrestne mere nizke glede na pretekle vrednosti, se lahko pričakuje, da se bodo v prihodnosti zvišale (Barry et al., 2005, str. 22).

Barry in ostali (2005) so z analizo 14000 novih izdaj dolžniškega kapitala podjetij (torej na mikro podatkih in ne na podlagi agregatnih makroekonomskih podatkov kot predhodne raziskave, kar povečuje dodano vrednost njihove analize), našli dokaze, da je obseg dolga v

¹⁵ Odvisna spremenljivka je odvisna še od mnogih drugih neznanih dejavnikov, ne samo od opredeljujočih pogojev in pojasnjevalne spremenljivke (Pfajfar, Arh, 2001, str. 173-184). Vpliv neznanih dejavnikov na odvisno spremenljivko je običajno velik, to pa otežuje interpretacijo na podlagi regresij, saj se dejanske vrednosti odvisne spremenljivke lahko zelo razlikujejo od izračunane vrednosti na podlagi regresijskega modela. Napovedi regresijskih modelov so le ocene vrednosti odvisne spremenljivke.

strukturi kapitala povezan tako z absolutnim nivojem obrestnih mer kot z relativnim nivojem trenutnih obrestnih mer z njihovimi preteklimi vrednostmi (preteklo obdobje desetih let). Rezultati so pokazali, da je količina izdanega dolga precej višja v času, ko so obrestne mere nizke v primerjavi s preteklimi obrestnimi merami. Razmerje med zdajšnjimi in preteklimi obrestnimi merami pa vpliva tudi na značilnosti izbranega dolga, predvsem na njegovo ročnost. Ko je razmerje nizko, se podjetja odločajo za pogostejše in po obsegu večje izdaje bolj dolgoročnega dolžniškega kapitala (Barry et al., 2005, str. 3). Managerji torej spremljajo raven obrestnih mer in jo primerjajo s preteklimi pogoji zadolževanja, kar vpliva na njihove odločitve za nove izdaje dolga ter s tem na finančno politiko podjetja.

4.3.3. Izdaja zamenljivih obveznic

Po rezultatih raziskave Bancela in Mittoojeve (2004) lahko sklepamo, da podjetja izdajajo zamenljive obveznice, ko ocenjujejo kombinacijo nizkih obrestnih mer in visoke nestanovitnosti na delniškem trgu kot okno priložnosti za izdajo zamenljivih obveznic. Managerji se običajno odločajo za izdajo zamenljivih obveznic, ko menijo, da je lastniški kapital podcenjen, pa tudi, ko se želijo na kratek rok izogniti razvodenitvi dobička na delnico (Bancel, Mittoo, 2004, str. 13). Ugodni pogoji za tempiranje izdaj zamenljivih obveznic so torej takrat, ko so obrestne mere nizke, lastniški kapital podjetja pa managerji smatrajo za podcenjenega in pričakujejo zvišanje njegove vrednosti v prihodnosti. Več kot 40% managerjev, anketiranih v raziskavi Grahama in Harveya (2002), je tudi priznalo, da se odločajo za izdajo zamenljivih obveznic, ker je tak način financiranja cenejši kot neposredna zadolžitev podjetja (Graham, Harvey, 2002, str. 18).

Rezultati raziskave Dutordoirjeve in Guchtove (2004) so pokazali, da lahko v času »okna priložnosti« za izdajo zamenljivih obveznic identična podjetja pridobijo finančne vire s pomočjo zamenljivih obveznic z manjšim nasprotnim učinkom na ceno delnice, kot bi se to zgodilo pri neposredni izdaji lastniškega kapitala. Izdajatelji zamenljivih obveznic, ki so drugače deležni visokih stroškov financiranja, tako tempirajo svoje izdaje vrednostnih papirjev na čas, ko je trg zamenljivih obveznic visoko. Avtorici sta v raziskavi pokazali, da so prednosti tempiranja trga zamenljivih obveznic, merjene v absolutni dolarski vrednosti, približno tridesetkratnik velikosti neposrednih stroškov, povezanih z izdajo zamenljivih obveznic (Dutordoir, Gucht, 2004, str. 34).

4.3.4. Refinanciranje obveznic

Ko so obrestne mere na trgu visoke in se obenem pričakuje njihovo znižanje v prihodnosti, si podjetje ob izdaji lahko zagotovi pravico do odpoklica, in se s tem odloči za morebitno refinanciranje obveznic v prihodnosti. Izdajatelji v takšnem primeru investitorjem plačajo premijo za odpoklic, saj imajo možnost, da finančne naložbe odkupijo, preden dospejo (Berk et al., 2004, str. 215). Kljub premiji si podjetje vseeno lahko občutno zmanjša stroške

financiranja z zadolžitvijo, seveda v primeru, da se obrestna mera v prihodnosti zniža v zadostni meri.

Refinanciranje ni povezano samo z opazovanjem prihodnjih obrestnih mer, ampak tudi z upoštevanjem preteklih vrednosti obrestnih mer (Barry et al., 2005, str. 29), saj se podjetje lahko odloči za refinanciranje dražjega dolga, za katerega se je odločilo v preteklosti. Če podjetje izda nov dolg in se ob tem odloči za vračilo obstoječega dolga, ki je bil izdan po višjih obrestnih merah, ta odločitev bazira v glavnem na razliki med preteklimi in trenutnimi obrestnimi merami, ne pa na podlagi pričakovanj managerjev o višini prihodnjih obrestnih mer.

Če podjetje pričakuje v prihodnosti občutnejše znižanje obrestnih mer in obenem nujno potrebuje nove vire financiranja, se lahko odloči za kratkoročni dolg ter kasneje tempira izdaje dolgoročnega dolga v obdobju pričakovanega znižanja obrestnih mer. Druga možnost pa je odločitev za izdajo obveznic z možnostjo odpoklica in tempiranje refinanciranja obveznic v obdobju znižanja obrestnih mer, kjer refinanciranje vrednotimo podobno kot investicijski projekt (Berk et al., 2004, str. 215). To vrednotenje nam pokaže, ali se splača staro izdajo obveznic zamenjati z novo izdajo po nižjih obrestnih merah. Ker so z izdajo dolga povezani precejšnji fiksni stroški, le nekoliko nižje trenutne obrestne mere morda niso zadosten razlog za odločitev o refinanciranju dolga. Refinanciranje mora odsevati pretekle in trenutne obrestne mere ter pričakovanja managerjev o prihodnjih obrestnih merah (Barry et al., 2005, str. 29).

4.4. ROČNOST UČINKOV TEMPIRANJA TRGA NA STRUKTURO KAPITALA

Glavno vprašanje, ki se postavlja, je, ali ima tempiranje trga dolgoročen vpliv na strukturo kapitala podjetja ali so ti vplivi vidni samo na kratek rok. Če podjetja po vsaki novi izdaji delnic povečajo tudi delež dolga v strukturi kapitala in s tem izničijo posledice, ki jih ima upoštevanje tempiranja trga na strukturo kapitala podjetij, potem posledice tempiranja trga ne bodo dolgoročne (Baker, Wurgler, 2002, str. 2).

Bancel in Mittoo (2004, str. 1-56) sta v svoji raziskavi ugotovila, da se skoraj 60% managerjev strinja, da je pomembno ohranjanje nekega ciljnega razmerja med dolgom in kapitalom, kar nam lahko tudi pojasni, zakaj so učinki tempiranja trga velikokrat samo kratkoročni. Podjetja začnejo po izdaji lastniškega kapitala prilagajati strukturo kapitala nazaj proti ciljnemu koeficientu oziroma proti optimalnemu deležu dolga v strukturi kapitala.

Obstoječa literatura daje mešane rezultate glede hitrosti prilagajanja proti ciljni strukturi kapitala. Fama in French (2002), Baker in Wurgler (2002), Welch (2003), Kayhan in Titman (2005) menijo, da se podjetja prilagajajo zelo počasi, na drugi strani pa so Leary in Roberts

(2004), Alti (2004) ter Hovakimian (2003) prišli do zaključkov, da učinek izdaj kapitala na finančni vzvod izgine že v obdobju nekaj let po izdaji (Huang, Ritter, 2005, str. 4).

Teorija tempiranja trga (Baker, Wurgler, 2002) nas pripelje do zaključka, da ima tempiranje trga močan, dolgoročen vpliv na strukturo kapitala podjetij. V primeru, da je podjetje po izdaji lastniškega kapitala pravilno ovrednoteno, stroški kapitala pa v mejah normale, potem podjetje nima potrebe po vzpostavljanju prvotne strukture kapitala, iz česar sledi, da imajo pretekle fluktuacije v razmerju med tržno in knjigovodsko vrednostjo lastniškega kapitala trajne učinke na razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom (Baker, Wurgler, 2002, str. 27). Učinki so dolgoročnejši tudi v primeru, ko so stroški odmika od optimalne strukture kapitala majhni v primerjavi z nastalimi stroški izdaje.

Rezultati Bakerja in Wurglerja (2002) so bili skladni s postavljeno hipotezo, da ima tempiranje trga močan in dolgoročen vpliv na strukturo kapitala. Avtorja sta ugotovila, da knjigovodska vrednost vzvoda (kot delež celotnih sredstev) neposredno po javni izdaji vrednostnih papirjev močno upade, v naslednjih letih pa zelo počasi narašča (tržna vrednost vzvoda narašča hitreje). Kljub ponovnemu približevanju k strukturi kapitala, ki jo je podjetje imelo pred odločitvijo za novo izdajo vrednostnih papirjev, so v roku desetih let po izdaji novih delnic posledice uspešnega tempiranja trga na strukturo kapitala še vedno očitne. To kaže tudi naslednja tabela.

Tabela 1: Knjigovodska in tržna vrednost vzvoda (kot odstotek celotnih sredstev) v letu pred prvo javno izdajo vrednostnih papirjev (IPO), v letu izdaje in v obdobju desetih let po izdaji

Leto	Knjigovodska vrednost vzvoda (D/A %)	Tržna vrednost vzvoda (D/A %)
Pred IPO	66.54	
IPO	43.17	27.18
IPO+1	45.04	32.78
IPO+3	46.88	40.30
IPO+5	47.00	43.82
IPO+10	48.68	43.73

Vir: Baker, Wurgler, 2002, str. 6.

Baker in Wurgler (2002) sta svoje rezultate primerjala z ostalimi najpomembnejšimi teorijami strukture kapitala, vendar so bili njuni zaključki najbolj konsistentni prav s teorijo tempiranja trga. Vsi dokazi, ki sta jih podala, nakazujejo, da tempiranje trga ima nek vpliv na finančne odločitve podjetij. Baker in Wurgler sta mnenja, da je ta vpliv velik in dolgoročen, mnogi se s tem ne strinjajo, kar tudi dokazujejo z vzporednimi raziskavami.

4.4.1. Dolgoročen učinek tempiranja trga

Raziskave, ki potrjujejo dolgoročen učinek vplivov tržnih razmer na strukturo kapitala, so v skladu z zaključki, do katerih sta prišla Baker in Wurgler (2002) pri teoriji tempiranja trga. Upoštevanje razmer na finančnih trgih vodi podjetja v spreminjanje razmerja med viri financiranja in prinaša trajni vpliv na strukturo kapitala.

Huang in Ritter (2005) sta tako z opazovanjem financiranja podjetij v obdobju od 1964 do 2001 ugotovila, da ameriška podjetja, ki javno kotirajo na borzi večji del svojega finančnega deficita financirajo z zunanjim kapitalom, ko so relativni stroški lastniškega kapitala nizki. S tem sta potrdila, da tržne razmere vplivajo na odločitve o izdaji vrednostnih papirjev. Njun glavni cilj pa je bil ugotoviti, ali ima tempiranje trga kratkoročne ali dolgoročne posledice na strukturo kapitala. Izsledki študije so potrdili, da se podjetja po izdaji lastniških vrednostnih papirjev zelo počasi prilagajajo nazaj proti ciljnemu deležu dolga v strukturi kapitala, izjema niso niti podjetja z nižjimi stroški prilagajanja¹⁶. To pomeni, da imajo odločitve o izdaji vrednostnih papirjev dolgoročne posledice (prek deset let) na strukturo kapitala.

Tudi Kayhan in Titman (2005) sta ugotovila, da ima spremenjena cena delnice in posledične nove izdaje ali odkupi kapitala močan vpliv na strukturo kapitala. Vplivi so dolgoročnejši, niso pa povsem trajni, saj se na daljši rok delno izničijo. Razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom se spet začne pomikati proti ciljnemu koeficientu dolga, kar je skladno s teorijo glavnega toka. Kljub temu naj bi imel donos delnic zelo obstojen efekt na obseg zadolžitve podjetja, saj naj bi trajal okoli deset let (Kayhan, Titman, 2005, str. 23).

Welch (2003) pravi, da ameriške korporacije ne izdajajo oziroma odkupujejo dolga in kapitala z namenom nevtralizacije učinkov tempiranja trga. Posledica je, da razmerje med dolgom in kapitalom niha skupaj s spremembami v cenah vrednostnih papirjev. Welch je ugotovil, da donosi delnic lahko pojasnijo okoli 40% dinamike v razmerju med dolgom in kapitalom, kar ga je pripeljalo do spoznanja, da so donosi delnic najpomembnejša in najboljše pojasnjena determinanta deleža dolga v strukturi kapitala. Učinki višine cen delnic so običajno dolgotrajni, saj trajajo vsaj nekaj let. Večina spremenljivk, uporabljenih v dosedanjih študijah

¹⁶ Avtorja sta za merjenje stroškov prilagajanja uporabila dve meri: velikost podjetja in oceno kreditne sposobnosti podjetja. Ker velja skoraj enotno mnenje, da imajo večja podjetja v povprečju nižje stroške prilagajanja, sta se avtorja osredotočila na vprašanje, ali se večja podjetja hitreje prilagajajo proti optimalnemu deležu dolga kot majhna podjetja. Ker se tudi večja podjetja včasih znajdejo v finančni stiski in se posledično soočajo z višjimi stroški prilagajanja, sta avtorja v raziskavo vključila še oceno kreditne sposobnosti podjetja. Podjetja z višjo bonitetno oceno si lahko izposojajo po nižjih stroških, njihovo prilagajanje proti optimalni strukturi kapitala pa je relativno hitro. Rezultati raziskave so bili v nasprotju s pričakovanimi, saj so pokazali, da se podjetja z višjimi stroški prilagajanja pomikajo hitreje proti optimalnemu deležu dolga kot podjetja z nižjimi stroški. Nadaljnje raziskave bodo pokazale, če do tega pride zato, ker negativna povezava med višino stroškov prilagajanja in hitrostjo prilagajanja proti optimalni strukturi kapitala ne obstaja, ali pa so vzrok slabo izbrane enote za merjenje stroškov prilagajanja (Huang, Ritter, 2005, str. 21).

o strukturi kapitala podjetij, po avtorjevem mnenju pomaga pojasnjevati dinamiko finančnih odločitev prav zato, ker so povezane s spremembami v cenah delnic (Welch, 2003, str. 20).

4.4.2. Kratkoročen učinek tempiranja trga

Posledice uspešnega tempiranja trga na strukturo kapitala so pogosto samo kratkoročne, saj izginejo relativno hitro po izdaji vrednostnih papirjev. V primeru, da raziskave ne potrdijo dolgoročnega, ampak samo kratkoročen učinek tržnih razmer na strukturo kapitala, to ni povsem v skladu s teorijo tempiranja trga, ampak bolj pritrjuje teoriji glavnega toka. V skladu s to teorijo se podjetje vedno pomika proti določeni optimalni strukturi kapitala.

Alti (2004) tako pravi, da tempiranje trga na kratek rok zelo zmanjša delež dolga v strukturi kapitala, vendar ta učinek ni trajen, saj se izniči že v dveh letih po prvi javni izdaji. Po izdaji začnejo podjetja spet povečevati delež dolga v strukturi kapitala, saj se odločajo za več dolga in manj kapitala v primerjavi s podjetji, ki so izdajala vrednostne papirje ob manj ugodnih pogojih na trgu. Tempiranje trga je torej po Altijevem mnenju pomembna določljivka finančnih odločitev podjetja, kljub temu pa opaža, da so učinki tempiranja pomembni samo na kratek rok, dolgoročno je namreč struktura kapitala v večji meri določena s ciljnim razmerjem med dolgom in lastniškim kapitalom. Rezultati njegove študije torej niso v skladu z zaključki, do katerih sta prišla Baker in Wurgler (2002) in nekatere druge nedavne študije.

Tudi Hovakimian (2003) je prišel do zaključka, da učinki tempiranja trga niso dolgoročni. Avtor je sicer našel dokaze za tempiranje trga izdaj lastniškega kapitala in v manjši meri za odkupe lastniškega kapitala, vendar pa so učinki majhni in kratkoročni. Po drugi strani imajo izdaje dolga pomembne dolgoročne učinke na strukturo kapitala, vendar njihovo tempiranje ni povezano s preteklim razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala, temveč s prihodnjim razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo podjetja, ki je pokazatelj priložnosti za rast podjetja (Hovakimian, 2003, str. 32). Ti rezultati niso konsistentni s teorijo tempiranja trga, kjer Baker in Wurgler (2002) zagovarjata negativno povezavo med tehtanim povprečjem preteklih razmerij med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala in finančnim vzvodom na podlagi neto izdaj lastniškega kapitala.

Tempiranje trga ni edina razlaga za obsežnejše izdaje lastniških vrednostnih papirjev. Obstaja veliko drugih dejavnikov, ki lahko vplivajo na takšno odločitev podjetja. Eden izmed dejavnikov so v diplomskem delu že omenjene priložnosti za rast podjetja, ki običajno pomenijo tudi, da ima podjetje visoko razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo lastniškega kapitala. Taka podjetja se v večji meri financirajo z lastniškim kapitalom, da bi ohranila večjo finančno fleksibilnost (Alti, 2004, str. 1). Hennessy in Whited (2003) pa sta prišla do zaključka, da bi lahko dinamičen »trade-off« model nadomestil empirično opazovano povezavo med razmerjem tržne in knjigovodske vrednosti lastniškega kapitala ter trenutnim finančnim vzvodom. Po njuni razlagi podjetje z visokim razmerjem med tržno in

knjigovodsko vrednostjo lastniškega kapitala financira svojo rast z novimi izdajami lastniškega kapitala iz drugačnega razloga, kot ga navajata Baker in Wurgler (2002). Podjetje se hoče s povečanjem relativnega deleža lastniškega kapitala v strukturi kapitala izogniti stroškom finančne stiske. Avtorja torej drugače interpretirata preteklo gibanje kazalnika, ne dvomita pa v njegovo moč (Alti, 2004, str. 5).

Chen in Zhao (2004) sta z raziskavo, s katero sta hotela razložiti vpliv razmerja med tržno in knjigovodsko vrednostjo podjetja in dobičkonosnosti na strukturo kapitala, našla podporo strategiji zunanjega financiranja (teorija tempiranja trga in teorija vrstnega reda), zelo malo podpore pa za teorijo glavnega toka. Zaključila sta, da se podjetja z višjim razmerjem med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala pogosteje odločajo za nove izdaje kapitala, ker imajo takrat nižje stroške zunanjega financiranja. To je skladno s teorijo tempiranja trga.

Elliott in ostali (2005) so pokazali, da teorija tempiranja trga in teorija glavnega toka igrata pomembno vlogo pri odločitvah o izdaji vrednostnih papirjev. Avtorji so ugotovili, da rezultati ne kažejo v prid samo ene teorije, temveč, da se vse teorije med seboj prepletajo in tako vplivajo na odločitev o strukturi kapitala podjetja (Elliott et al. 2005, str. 20, 21).

Očitno je, da se rezultati raziskav zelo razlikujejo. Eni pritrjujejo teoretični razlagi dolgoročnih učinkov tempiranja trga, drugi najdejo samo kratkoročne vplive na sestavo virov financiranja. To je najverjetneje posledica dejstva, da na strukturo kapitala podjetja ne vplivajo samo poskusi tempiranja trga, temveč ogromno drugih dejavnikov, ki jih podjetje prav tako upošteva pri svojih finančnih odločitvah.

4.5. ALI TEMPIRANJE TRGA ZADOVOLJIVO POJASNJUJE FINANČNE ODLOČITVE PODJETIJ?

Povzetek vseh ugotovitev empiričnih raziskav, predstavljenih v diplomskem delu, ni enoznačen. Avtorji raziskav prihajajo do različnih zaključkov glede vloge oziroma pomembnosti tržnih razmer pri finančnih odločitvah podjetij. Kljub temu vse več empiričnih raziskav potrjuje, da ima tempiranje trga močan vpliv na strukturo kapitala. Ker pa so nekateri rezultati raziskav še vedno nejasni in slabo interpretirani, bo potrebnih še več nadaljnjih raziskav, ki bodo prišle do bolj jasnih zaključkov. V raziskave bi bilo potrebno vključiti nove, manj dvoumne pokazatelje priložnosti za tempiranje trga, kot je razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala. Več raziskav bi bilo potrebno narediti tudi izven območja ZDA, saj dosedanje študije temeljijo predvsem na ameriških podjetjih. To bi ponudilo možnost interpretacije rezultatov o posledicah tempiranja trga tudi na geografska področja, kjer trg kapitala ni tako dobro razvit kot v ZDA. Razvitost in likvidnost trga kapitala sta namreč pomembna dejavnika pri odločitvah podjetja za tempiranje. Rezultati bi bili bolj merodajni, če bi se raziskovalci intenzivneje poglobili tudi v ostale dejavnike, ki prav tako pomembno vplivajo na finančne odločitve podjetij, se pa zelo razlikujejo od podjetja do podjetja in od države do države. Verjetnost za uporabo logike tempiranja trga pri odločanju o

strukturi kapitala tako povečujejo lastnosti podjetja, njegova velikost, organizacijska oblika, struktura lastništva, pa tudi usmerjenost gospodarstva, v katerem podjetje deluje. Za tempiranje trga se tako običajno bolj pogosto odločajo večje, javne delniške družbe z razpršenim lastništvom, ki delujejo v tržno usmerjenem gospodarstvu. Ob razlagi sprememb struktur kapitala podjetij na podlagi tempiranja trga bi raziskovalci morali obrazložiti tudi ostale vplive na strukturo virov financiranja, s čimer bi postali rezultati empiričnih študij po vsej verjetnosti bolj jasni in razumljivi.

5. SKLEP

Raziskovanje strukture kapitala v podjetjih še zdaleč ni končano. Čeprav je že veliko teorij poskušalo pojasniti, na kakšen način se podjetja odločajo za različne vire financiranja, ki bi povečevali njihovo vrednost, nobenemu teoretičnemu konceptu ni uspelo dati povsem jasnih navodil glede odločanja o optimalni kapitalski strukturi podjetja.

Z razvojem trga kapitala in nižanjem obrestnih mer je postalo aktualno vprašanje, ali imajo spremembe tržnih razmer pomemben vpliv na sestavo virov financiranja. Če smo torej v obdobju visokih vrednotenj lastniških vrednostnih papirjev, se podjetje, ki izkoristi tržne razmere, odloči za izdajo teh, relativno cenejših virov financiranja. S tem vpliva na del svoje pasivne strani bilance stanja oziroma na strukturo kapitala, kjer se poveča relativni delež lastniškega kapitala. Ali podjetja izkoristijo takšna okna priložnosti ali je ta postavka finančnikom v podjetjih obrobne pomena? Baker in Wurgler (2002) sta z raziskavo prišla do zaključka, da so tržne razmere še kako pomembne pri finančnih odločitvah podjetja in razvila svojo teorijo, ki sta jo poimenovala teorija tempiranja trga. Osnovno sporočilo tega teoretičnega koncepta je, da je struktura kapitala močno povezana z zgodovinskim gibanjem cen delnic podjetja, ter da je kumulativen rezultat poskusov podjetja tempirati trg v preteklosti. Posledica je, da imajo izdaje in odkupi delnic ob hkratnem upoštevanju tržnih razmer na strukturo kapitala močan in dolgoročen vpliv.

Čeprav je nekaj raziskovalcev prišlo do podobnega zaključka kot avtorja teorije tempiranja trga, torej da ima upoštevanje tržnih razmer dolgoročne posledice na strukturo kapitala, se jih veliko s to trditvijo tudi ne strinja. Večina je sicer enotnega mnenja, da razmere na trgu imajo vpliv na finančne odločitve podjetja, vendar pa je veliko empiričnih raziskav potrdilo obstoj samo kratkoročnih učinkov na strukturo kapitala, kar je bolj v skladu s teorijo glavnega toka. Podjetje naj bi se namreč po spremembi razmerja med dolgom in kapitalom kot posledico tržnih razmer začelo prilagajati nazaj proti ciljni strukturi kapitala, ki jo je imelo pred poskusom tempiranja trga.

Večino raziskav je kot kazalnik, ki kaže, kdaj se podjetju splača tempirati trg, uporabilo tehtano povprečje preteklih razmerij med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala kot osnovni pokazatelj za uspešno tempiranje trga. Vendar pa se da ta kazalnik razlagati na več načinov, kar zmanjšuje njegovo uporabno vrednost. Tako vedno več raziskav išče nove mere,

ki bi se jih dalo uporabiti pri tempiranju trga. Nekatere bolj, druge manj uspešno kažejo na precenjenost oziroma podcenjenost vrednostnih papirjev podjetij.

Na večanje deleža dolga v podjetjih vpliva tudi nižanje obrestnih mer na trgu denarja. Cenejši dolg znižuje stroške kapitala, njegova večja uporaba vpliva na boljši izkoristek davčnega štita in pušča večji delež denarnih tokov v rokah lastnikov. Podjetja se lahko odločijo za tempiranje prihodnjih obrestnih mer ali pa tempirajo trg na podlagi preteklih obrestnih mer. Ob tem se lahko odločijo tudi za izdajo posebnih oblik dolžniškega kapitala, kot so zamenljive obveznice in obveznice z možnostjo odpoklica. Uspešnost tempiranja izdaj dolžniškega kapitala se preverja podobno kot pri tempiranju izdaj lastniškega kapitala. Novim izdajam dolga tako v letih po izdaji sledijo višje obrestne mere in posledične nižje cene obveznic. Veliko avtorjev je našlo dokaze, da je obseg dolga v strukturi financiranja povezan tako z absolutnim nivojem obrestnih mer kot z relativnim nivojem trenutnih obrestnih mer z njihovimi preteklimi vrednostmi. Kljub temu zaključki nekaterih raziskav kažejo, da managerji v povprečju niso uspešni pri tempiranju obrestnih mer.

Raziskave so torej pokazale, da se mnoga podjetja odločajo za tempiranje izdaj kapitala na podlagi tržnih razmer. Verjetnost, da bo podjetje sledilo logiki tempiranja trga pri odločanju o strukturi kapitala, povečujejo značilnosti podjetja, njegova velikost, organizacijska oblika, struktura lastništva, usmerjenost gospodarstva, v katerem podjetje deluje ter razvitost in likvidnost trga kapitala. Ob vsaki empirični raziskavi je tako pri razlagi rezultatov potrebno upoštevati še druge značilnosti, ki vplivajo na sestavo virov financiranja in imajo pri različnih podjetjih v različnih državah povsem drugačen pomen. Nekatera podjetja so uspešna pri tempiranju trga, druga ne. Podjetja, ki s tempiranjem dosežejo želene rezultate, lahko trajno vplivajo na strukturo kapitala, ki kaže dolgoročne vire financiranja. Ni pa to nujno. Učinki tempiranja so lahko tudi prehodni, podjetje pa torej na poti proti strukturi kapitala, ki jo je imelo pred poskusom tempiranja trga.

Mnenja glede pomembnosti tempiranja trga se torej še vedno zelo razlikujejo. Vsaka empirična raziskava pride do nekoliko drugačnih zaključkov. Raziskovanje na tem področju še zdaleč ni končano. Potrebno bo še več raziskav, mogoče z vključitvijo drugačnih, bolj merodajnih spremenljivk, kot je samo razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala. Do takrat pa bodo finančne odločitve podjetja, vsaj v očeh raziskovalcev, po večini temeljile na prepletanju vseh do sedaj postavljenih teoretičnih konceptov, ki vsak po svoje pojasnjuje vsaj del finančnih odločitev podjetja.

LITERATURA

1. Alti Aydogan: How persistent is the impact of market timing on capital structure?. University of Texas at Austin Working Paper. Austin: University of Texas, Department of Finance, 2004. 35 str.
2. Antunovič Peter: Ali obstaja optimalna zadolžitev podjetja. *Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 1998, 35. str. 75.
3. Arh Franc, Pfajfar Lovrenc: Statistika 1. Zapiski predavanj. 6. natis, Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 252 str.
4. Ariff Mohamed, Arsiraphongphisit Oraluck: Optimal Capital Structure and Firm Value. Australian Evidence: 1991 – 2003. Monash University working paper. Milano (Italija) : European Financial Management Association, 2005 Annual Meetings, 2005. 33 str.
5. Asquith Paul, Mullins David W.: Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 1986, 15, str. 61-89.
6. Baker Malcolm, Greenwood Robin, Wurgler Jeffrey: The maturity of debt issues and predictable variation in bond returns. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 70(2003), 2, str. 1-45.
7. Baker Malcolm, Wurgler Jeffrey: Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, New York, 57(2002), 1, str. 1-32.
8. Balbirer Sheldon D., Shapiro Alan C.: Modern corporate finance. Upper Saddle River (New Jersey) : Prentice-Hall, 2000. 545 str.
9. Bancel Franck, Mittoo Usha R.: Cross-country Determinants of capital structure choice: A survey of European firms. *Financial Management*, New York, 33(2004), 4, str. 1-56.
10. Bancel Franck, Mittoo Usha R.: The Determinants of capital structure choice: A survey of European firms. Working paper. [URL: <http://ssrn.com/abstract=299172>], 2003.
11. Barry Christopher B., Mann Steven C., Rodriguez Vassil Mihov Mauricio: Interest rates and the timing of corporate debt issues. Texas Christian University working paper. Texas : M. J. Neeley School of business, 2005, 48 str.
12. Bayless Mark, Chaplinsky Susan: Is there a window of opportunity for seasoned equity issuance? *Journal of Finance*, New York, 1996, 51, str. 253-278.
13. Berk Aleš et al.: Poslovne finance. 2. dopolnjena in popravljena izdaja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 292 str.

14. Berk Aleš: Drivers of Leverage in Slovene Blue-Chip Firms and Stock Performance Following Substantial Debt Increases. Working paper RCEF No. 172. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 22 str.
15. Berk Aleš: The Role of Capital Market in Determining Capital Structure of Slovene Corporations. Working paper. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2006. 29 str.
16. Besley Scott, Brigham Eugene F.: Principles of finance. Second Edition. South Melbourne (Victoria) : South-Western Thomson Learning, 2003. 705 str., 72 str. pril.
17. Brav Omer: How does access to public capital market affect firms' capital structure? Job Market Paper. Philadelphia : The Wharton School, 2005. 53 str.
18. Brealey Richard A., Myers Stewart C.: Principles of corporate finance. Sixth Edition. Boston : The McGraw-Hill Companies, 2000. 1071 str.
19. Brealey Richard A., Myers Stewart C.: Principles of corporate finance. Seventh Edition. Boston : The McGraw-Hill Companies, 2003. 1093 str.
20. Brelih Matej et al.: Finančni trgi. Publikacija Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 2005, str. 15-28.
21. Brigham Eugene F., Houston Joel F.: Fundamentals of financial management. 10e Edition. Mason (OH) : Thomson Learning-South Western, 2004. 831 str., 64 str. pril.
22. Brounen Dirk, De Jong Abe, Koedijk Kees: Capital structure policies in Europe: Survey evidence. Working paper No. ERS-2005-005-F&A. Rotterdam : Research Institute of Management, 2005. 33 str.
23. Chazi Abdelaziz, Tripathy Niranjana: Which version of the equity market timing affects capital structure? Working paper. Chicago : 2005 FMA Annual Meeting, 2005. 39 str.
24. Chen Long, Zhao Xinlei: On the relation between the market to book ratio, growth opportunity, and leverage ratio. Working paper. Michigan : Michigan State University, 2005. 44 str.
25. Chen Long, Zhao Xinlei: Understanding the roles of the market-to-book ratio and profitability in corporate financing decisions. Working paper. Philadelphia : American Financial Association annual meeting, 2004. 51 str.
26. Clarke Jonathan, Dunbar Craig, Kahle Kathleen M.: The long-run performance of secondary equity issues: A test of the windows of opportunity hypothesis. Working paper. [URL: <http://ssrn.com/abstract=316565>], 2002.
27. Claus James, Thomas Jacob: Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts earnings forecasts for domestic and international stock markets. Journal of Finance, New York, 2001, 56, str. 1629-1666.

28. De Bie Tijs, De Haan Leo: Does market timing drive capital structures? A panel data study for dutch firms. DNB Working paper, št. 16. Amsterdam : De Nederlandsche Bank NV, 2004. 27 str.
29. D'Mello Ranjan, Ferris Stephen P.: The Information Effects of Analyst Activity at the Announcement of New Equity Issues. Working paper. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=267722], 2000.
30. D'Mello Ranjan, Shroff Pervin K.: Equity undervaluation and decisions related to repurchase tender offers: An empirical investigation. Journal of finance, New York, 2000, 55, str. 2399-2425.
31. Dong Ming et al.: Does investor misvaluation drive the takeover market? Glasgow : EFA 2003 Annual Conference Paper No. 652, 2003. 44 str.
32. Dutordoir Marie, Van De Gucht Linda: Is there a window of opportunity for convertible debt issuance? Evidence for Western Europe. Working paper. Katholieke Universiteit Leuven : AFI Leuven Research Center, 2004. 45 str.
33. Elliott William B., Koëter-Kant Johanna, Warr Richard S.: Further Evidence on the Financing Deficit: The Impact of Market Timing. Working paper. [URL: <http://ssrn.com/abstract=637282>], 2004.
34. Elliott William B., Koëter-Kant Johanna, Warr Richard S.: Market timing and the debt-equity choice. Working paper. [URL: <http://www.fma.org/Siena/Papers/130282.pdf>], 2005.
35. Fama E., French K. R.: Testing tradeoff and packing order predictions about dividends and debt. Oxford: Review of financial studies, 2002, 15, str. 1-33.
36. Farinos Jose E., Garcia C. Jose, Ibanez Ana M^a: Equity Issues in the Spanish stock market: windows of opportunity, earnings management or market timing? University of Valencia working paper. [URL: <http://ssrn.com/abstract=855364>], 2005.
37. Faulkender Michael: Hedging or market timing? Selecting the interes trate exposure of corporate debt. The Journal of Finance, New York, 60(2005), 2, str. 931-962.
38. Filipič Drago, Markovič-Hribernik Tanja: Osnove financ (zapiski predavanj). Maribor : Ekonomsko poslovna fakulteta, 1998. 221 str.
39. Fischer O. E., Heinkel R., Zechner J.: Dynamic capital structure choice: theory and tests. Journal of finance, New York, 1989, 44, str. 19-40.
40. Frankel Richard, Lee Charles M. C.: Accounting valuation, market expectation, and cross sectional stock returns. Journal of accounting and economics, Amsterdam, 1998, 25, str. 283-319.

41. Gebhardt William, Lee Charles M. C., Swaminathan B.: Toward an implied cost-of-capital. *Journal of Accounting Research*, Chicago, 2001, 39, str. 135-176.
42. Graham John R., Harvey Campbell R.: How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions? *Journal of applied corporate finance*, New York, 15(2002), 1, str. 8-23
43. Graham John R., Harvey Campbell R.: The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 2001, 60, str. 1-28.
44. Hennessy C. A., Whited T. M.: Debt dynamics. Working paper. [URL: <http://ssrn.com/abstract=417200>], 2003.
45. Högfeldt Peter, Oborenko Andris: Does the market timing or enhanced pecking order determine capital structure? Stockholm School of Economics Working paper. Stockholm : European Corporate Governance Institute (ECGI), 2005. 48 str.
46. Homafair G., Zietz J., Benkato O.: An empirical model of capital structure: Some new evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, Boston, 1994, 21, str. 1-14.
47. Hovakimian Armen G., Opler Tim, Titman Sheridan: The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Seattle, 2001, 36, str. 1-24.
48. Hovakimian Armen G.: Are Observed Capital Structures Determined by Equity Market Timing? Baruch College Working paper (New York). [URL: <http://ssrn.com/abstract=413387>], 2003.
49. Huang Rongbing, Ritter Jay R.: Testing the market timing theory of capital structure. Working paper. [URL: http://bear.cba.ufl.edu/ritter/work_papers/TestingSept2.pdf], 2005.
50. Ikenberry D., Lakonishok J., Vermaelen T.: Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Finance*, New York, 1995, 39, str. 181-208.
51. Jaffee Jeffrey F., Ross Stephen A., Westerfield Randolph W.: *Corporate finance*. 6th Edition. Boston : The McGraw-Hill Companies, 2002. 932 str.
52. Jalilvand A., Harris R. S.: Corporate behavior in adjusting to capital structure and dividend targets: An econometric study. *Journal of Finance*, New York, 1984, 39, str. 127-145.
53. Jamnik Borut, Simoneti Marko: Projekt: Razvoj trga kapitala v Sloveniji, raziskava: investicije in financiranje podjetij (anketa 1999). Ljubljana : Central & Eastern European Privatization Network, 2000. 87 str., 19 str. pril.
54. Jarc Mitja: Optimalna struktura kapitala podjetja IKS. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1997. 52 str.

55. Jensen Michael C., Meckling William: The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 3(1976), 4, str. 305-360.
56. Jenter Dirk: Market timing and managerial portfolio decision. Working paper No. 4310-03. Cambridge : MIT Sloan School of Management, 2002. 61 str.
57. Jindra Jan: Seasoned equity offerings, overvaluation, and timing. Ohio State University working paper. [URL: <http://ssrn.com/abstract=216010>], 2000.
58. Joksimović Boris: Optimalna struktura kapitala slovenskega podjetja. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 106 str.
59. Jones Charles P.: Investment analysis and management. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2000. 615 str.
60. Jung K., Kim Y., Stulz R. M.: Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 1996, 42, str. 159-185.
61. Južnič Peter: Analiza strukture kapitala. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 43 str., 6 str. pril.
62. Kayhan Ayla, Titman Sheridan: Firms' histories and their capital structures. Working paper. [URL: <http://ssrn.com/abstract=552144>], 2005.
63. Klepec Jure: Vpliv uprave na tečaj delnice. Ljubljana : Finance, 9.4.2002, str. 23.
64. Korajczyk Robert, Lucas Deborah, McDonald Robert: The effects of information releases on the pricing and timing of equity issues. *Review of Financial Studies*, Oxford, 1991, 4, str. 685-708.
65. Kostolany Andre: Borzna psihologija. Ljubljana : Soleco d.o.o., 2002. 215 str.
66. Krajnović Kuhelj Edita: Dejavniki optimalne strukture kapitala podjetja v Sloveniji. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 21 str.
67. La Porta Rafael, Lakonishok Josef, Shleifer Andrei, Vishny Robert: Good news for value stocks: Further evidence on market efficiency. *Journal of Finance*, New York, 1997, 52, str. 859-874.
68. La Porta Rafael: Expectations and the cross section of stock returns. *Journal of finance*, New York, 1996, 51, str. 1715-1742.
69. Leary Mark T., Roberts Michael R.: Do firms rebalance their capital structure? Conference paper. Utah : 14th Annual Utah Winter Finance Conference, 2004. 58 str.

70. Lee C., Myers S. C., Swaminathan B.: What is the intrinsic value of the Dow? *Journal of finance*, New York, 1999, 54, str. 1693-1741.
71. Lipson Marc L., Mortal Sandra: Capital Structure Decisions and Equity Market Liquidity. Working paper. [URL: <http://ssrn.com/abstract=887413>], 2004.
72. Loughran Tim, Ritter Jay: The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. *Journal of finance*, New York, 1997, 52, str. 1823-1850.
73. Marsh Paul: The choice between equity and debt: An empirical study. *Journal of finance*, New York, 1982, 37, str. 121-144.
74. Mramor Dušan, Valentinčič Aljoša: When Maximizing Shareholder's Wealth is Not The Only Choice. *Eastern European Economics*, New York, 39(2001), 6, str. 64-93.
75. Mramor Dušan: Finančna politika podjetja (teoretični prikaz). Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1991. 154 str.
76. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 191 str.
77. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
78. Myers S., Majluf N.: Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 1984, 13, str. 187-221.
79. Myers Stewart C.: Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 1977, 5, str. 147-175.
80. Myers Stewart C.: The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, New York, 1984, 3, str. 575-592.
81. Pagano Marco, Panetta Fabio, Zingales Luigi: The stock market as a source of capital: Some lessons from initial public offerings in Italy. *European Economic Review*, Maastricht, 1996, str. 1057-1069.
82. Pejić Dejan: Uganka premije na lastniški kapital. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 43 str.
83. Petavs Stane: Posojilo. Alternative zamrznjene. *Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 5.11.2001, str. 37.
84. Petavs Stane: Vlagatelji za obveznice bi se našli. *Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 20.4.2000, str. 23.

85. Rajan Raghuram G., Zingales Luigi: What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, New York, 50(1995), 5. str. 1421-1460
86. Ritter Jay R., Warr Richard S.: The decline of inflation and the bull market of 1982-1999. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Seattle, 2002, 37, str. 29-61.
87. Shapiro Alan C.: *Modern Corporate Finance*. New York : Macmillan, 1989. 1045 str., 46 str. pril.
88. Slovenska tiskovna agencija (STA): Finančna in kapitalska struktura slovenskih podjetij vse bolj podobna evropski. Rubrika: Gospodarstvo Slovenije. [URL: <http://www.gvin.com/IskanjeClankov/PrikazClanka/PrikazClanka.asp?articleID=885178>], 21.11.2004.
89. Šrubar Sonja: Preverjanje hipoteze premočnega odziva na slovenskem trgu kapitala. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 46 str.
90. Taggart Robert A.: A model of corporate financing decisions. *Journal of Finance*, New York, 1977, 32, str. 1467-1484.
91. Titman Sheridan, Tsyplakov Sergey: A dynamic model of optimal capital structure. McCombs School of Business Research Paper Series No. FIN-03-06. Austin : McCombs School of Business, 2002. 56 str.
92. Titman Sheridan: The Modigliani and Miller theorem and the integration of financial markets. *Financial Management*, New York, 2002, 31, str. 101-115.
93. Vernimmen Pierre: *Corporate finance-Theory and practice*. 6th Edition. New York : John Wiley&Sons Ltd., 2005. 1030 str.
94. Wagenvoort Rien: Are finance constraints hindering the growth of SMEs?. [URL: www.eib.eu.int/Attachments/efs/eibpapers/y03n2v8/y03n2a02.pdf], 2003.
95. Welch Ivo: Capital structure and stock returns. Yale ICF Working paper št. 02-03. New Haven : Yale School of Management, 2003. 35 str.

VIRI

- 1) Poročilo o denarni politiki – oktober 2004. Letno poročilo Banke Slovenije, Ljubljana, 2004. 48 str.

SLOVARČEK SLOVENSКИH PREVODOV TUJIH IZRAZOV

<i>asymmetric information</i>	asimetričnost informacij
<i>dividend/price ratio</i>	dividendni donos
<i>equity market timing</i>	tempiranje trga lastniškega kapitala
<i>financial risk</i>	finančno tveganje
<i>financial slack</i>	kapaciteta zadolževanja
<i>insider</i>	oseba, ki razpolaga z notranjimi informacijami
<i>intrinsic value</i>	notranja vrednost
<i>market-to-book ratio</i>	razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo kapitala
<i>net insider selling</i>	neto prodaje vrednostnih papirjev insiderjev
<i>pecking order theory</i>	teorija vrstnega reda finančnih virov
<i>price/earnings ratio</i>	multiplikator čistega dobička
<i>residual income model</i>	model dohodkovnega reziduala
<i>tangibility of assets</i>	opredmetenost sredstev
<i>tax shield</i>	davčni ščit
<i>trade-off theory</i>	teorija glavnega toka (teorija izključevanja)
<i>underwriter</i>	primarni vpisnik
<i>window of opportunity</i>	okno priložnosti