

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VPLIV MAKROEKONOMSKIH IN INSTITUCIONALNIH
DEJAVNIKOV NA ŠTEVILO IN OBSEG PRVIH JAVNIH PONUDB
V NEMČIJI**

Ljubljana, maj 2020

MAJA CERAR

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Maja Cerar, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Vpliv makroekonomskih in institucionalnih dejavnikov na število in obseg prvih javnih ponudb v Nemčiji, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Dušanom Mramorjem

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu prek Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne _____

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 TEORETIČNI UVOD V PRVO JAVNO PONUDBO	3
1.1 Kaj je prva javna ponudba	3
1.2 Vrste prvih javnih ponudb	4
1.3 Vedenjski fenomeni (angl. IPO Puzzle)	5
1.3.1 Kratkoročna podcenjenost (angl. Initial or Short-run Underpricing).....	5
1.3.2 Dolgoročna nizka učinkovitost (angl. Long-run Underperformance).....	9
1.3.3 Vroča tema (angl. »Hot Issue« Market)	11
1.3.4 Napačno vrednotenje prve javne ponudbe	14
1.4 Mehanizem in proces prve javne ponudbe ZDA vs. Nemčija	15
1.5 Vloga bank pri prvi javni ponudbi.....	18
1.6 Zakaj se podjetja odločijo za prvo javno ponudbo	19
1.7 Kdaj se podjetja odločijo za prvo javno ponudbo	21
1.8 Prednosti in slabosti.....	22
1.9 Stroški postopka	25
1.10 Globalni trendi na trgih prvih javnih ponudb.....	27
2 MAKROEKONOMSKI, INSTITUCIONALNI DEJAVNIKI IN NJIHOV VPLIV NA ŠTEVILO OBSEG PRVIH JAVNIH PONUDB	31
2.1 Pregled ključnih člankov in literature.....	31
2.2 Primerjava ameriškega trga prvih javnih ponudb s trgom Evropske unije z institucionalnega vidika.....	33
2.3 Primerjava okrevanja Evropske unije po finančni krizi v primerjavi z Združenimi državami Amerike	36
2.4 Statistični pregled trga prvih javnih ponudb v Nemčiji.....	37
2.5 Učinek prelivanja (angl. Spillover Effect)	40
3 EMPIRIČNA ANALIZA: VPLIV MAKROEKONOMSKIH DEJAVNIKOV NA ŠTEVILO OZIROMA OBSEG PRVIH JAVNIH PONUDB V NEMČIJI	40
3.1 Opredelitev problema in hipotez	40
3.1.1 Pregled zbranih podatkov	42
3.1.2 Metodologija in merski instrumenti	43

3.2 Rezultati in njihova interpretacija	45
3.3 Glavne ugotovitve	52
3.4 Omejitve raziskave	53
SKLEP	53
LITERATURA IN VIRI	55
PRILOGE	61

KAZALO TABEL

Tabela 1: Opisne statistike odvisnih in neodvisnih spremenljivk	42
Tabela 2: Opisne statistike transformiranih odvisnih in neodvisnih spremenljivk	43
Tabela 3: Prikaz podcenjenih in precenjenih IPO po letih	43
Tabela 4: Korelacijska matrika odvisnih in neodvisnih spremenljivk	45
Tabela 5: Regresijska analiza – odvisna spremenljivka IPO_število in neodvisne spremenljivke	46
Tabela 6: Regresijska analiza – odvisna spremenljivka IPO_vol in neodvisne spremenljivke	46
Tabela 7: Korelacijska analiza za leto 2017	49
Tabela 8: Korelacijska analiza za leto 2018	50
Tabela 9: Korelacijska analiza obsega IPO in podcenjenosti	51
Tabela 10: Korelacijska analiza obsega IPO in podcenjenosti v letih 2015, 2017 in 2018.	51

KAZALO SLIK

Slika 1: Podcenjenost in precenjenost	10
Slika 2: Napačno vrednotenje IPO	15
Slika 3: Struktura stroškov IPO.....	26
Slika 4: Število in obseg izdaj IPO globalno v obdobju 2007–2018.....	28
Slika 5: Največji IPO na svetu (po obsegu izdaj) do julija 2019	29
Slika 6: Svetovne borze delniških papirjev glede na delež IPO v letu 2018	29
Slika 7: Število IPO po regijah za obdobje 2016–2018.....	30
Slika 8: Obseg izdaj po regijah za obdobje 2016–2018	30
Slika 9: Število in obseg izdaj IPO v Nemčiji v obdobju 1988–2006.....	38
Slika 10: Število in obseg izdaj IPO v Nemčiji v obdobju 2007–2018.....	38
Slika 11: Število IPO po sektorjih v obdobju 2007–2018	39
Slika 12: IPO po sektorjih glede na obseg izdaj v obdobju 2007–2018.....	40
Slika 13: Gibanje moči korelacije med makroekonomskimi dejavniki in IPO_številom ...	47
Slika 14: Gibanje moči korelacije med makroekonomskimi dejavniki in IPO_vol.....	48

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Seznam IPO na nemški borzi v obdobju od januarja 2007 do decembra 2018.....	1
Priloga 2: Korelacijska matrika odvisnih in neodvisnih spremenljivk	4

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

BDP – bruto domači proizvod

DC – Defined Contribution

DAX – Deutscher Aktienindex; delniški indeks v Nemčiji

EBITDA – (angl. Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization); dobiček iz poslovanja pred amortizacijo

ECO – (angl. Equity Carve-out); kapitalska izločitev

ECB – (angl. European Central Bank); Evropska centralna banka

EMEA – (angl. Europe, Middle East, Africa); regija Evrope, Bližnjega vzhoda in Afrike

EU – (angl. European Union); Evropska unija

FMA – First Mover Advantage

FED – Federal Reserve System

idr. – in drugi

IFRS – (angl. International Finance Reporting Standards); mednarodni standardi računovodskega poročanja

IPO – (angl. Initial Public Offering); prva javna ponudba

IRA – Individual Retirement Accounts

LBO – (angl. Leverage Buyout); prevzem z vzvodom

LSE – London Stock Exchange

M&A – (angl. Mergers & Acquisitions); združitve in prevzemi

npr. – na primer

SEO – (angl. Seasoned Equity Offering); sezonska ponudba lastniškega kapitala

SEC – (angl. Securities and Exchange Commission); Komisija za vrednostne papirje in borzo

t. i. – tako imenovani

ZDA – Združene države Amerike

UVOD

Prva javna ponudba predstavlja za podjetje razburljiv dogodek, saj to pomeni, da je podjetje dovolj uspešno, da lahko na ta način zbere dodatni kapital in ga nato vloži v rast podjetja ali v poplačilo finančnih dolgov. Borza namreč predstavlja idealen instrument za financiranje rasti, zaposlovanje in inovacije. Število prvih javnih ponudb je kazalnik gospodarskega stanja in stanja na trgih delniških papirjev. Tako ne preseneča dejstvo, da je v času recesije aktivnost nižja in se poveča, ko gospodarstvo zopet postane močnejše. Makroekonomski kazalniki so ključni kazalniki, ki pripomorejo k razumevanju ekonomskega oziroma gospodarskega stanja v državi (Tran & Jeon, 2011). Makroekonomski kazalniki imajo potemtakem vpliv na število prvih javnih ponudb.

Globalna aktivnost prvih javnih ponudb je bila v letu 2017 najvišja po letu 2007, torej po globalni finančni krizi v letih 2007–2009. Skupno je na borzni parket vstopilo 1.974 novih podjetij, dosegla so obseg izdaj v višini 338,4 milijarde dolarjev. Nemčija, kateri je v magistrskem delu namenjena posebna pozornost, je najvišjo aktivnost prvih javnih ponudb zabeležila v letu 2018, najvišjo vse od obdobja po globalni finančni krizi in nasploh od tehnološkega buma v letih 1999–2000. Na borzni parket je v letu 2018 vstopilo skupno 17 novih podjetij, tako kot v letu 2010, vendar je bilo leto 2018 po obsegu izdaj (11,1 milijarde evrov) nedvomno uspešnejše. Leto 2019 pa po rekordnem letu 2018 ni prineslo novega rekorda, temveč se je v zgodovino Nemčije zapisalo kot najslabše leto po finančni krizi (Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH & Co. KG, 2020).

Zadnja leta so bila glede dogajanja na borzi ekstremno turbulentna. Opazimo lahko prevlado kitajskih borz delniških papirjev, ki naj bi vodilno vlogo prevzela tudi v prihodnje do leta 2030. V Nemčiji trg prvih javnih ponudb ne igra več pomembne vloge kot v letih 1999–2000, saj je denar postal poceni, podjetja se ne odločajo več za trg kapitala kot včasih, vse več podjetij se odloča za umik z borze (WirtschaftsWoche Online, 2019). Razlogi se skrivajo v geopolitičnih dejavnikih, kot so konflikti med Združenimi državami Amerike (v nadaljevanju ZDA) in Kitajsko ter ZDA in Evropo, strahu pred novo recesijo, odnosu med Veliko Britanijo in Evropsko unijo (v nadaljevanju EU) – Brexit. Vlagatelji so posledično nenaklonjeni tveganju (PriceWaterhouseCoopers, 2018b). K negativnemu trendu je prispevalo tudi dejstvo, da so podjetjem na voljo drugi viri financiranja, kot so zasebne kapitalske družbe, ki so manj regulirane in stroškovno ugodnejše (Demary & Röhl, 2017).

V okviru magistrskega dela so v analizo zajeti ostali dejavniki, makroekonomski in institucionalni. Za nemški trg je Ljungqvist (1995) ugotovil pozitivno korelacijo med številom prvih javnih ponudb in delniškim indeksom ter številom prvih javnih ponudb in stopnjo rasti bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP). Kljub temu so bili v vsaki dosedanji raziskavi za nemški trg analizirani le posamezni makroekonomski dejavniki, zato sem se odločila, da ne analiziram le enega ali dveh, temveč štiri makroekonomske dejavnike in jih primerjam, da bi ugotovila, ali prihaja do statistično značilnih vplivov kot v raziskavah,

opravljenih v ZDA, saj prihaja med ameriškim in nemškim trgom prvih javnih ponudb do učinkov prelivanja. Vprašanja, povezana z makroekonomskimi dejavniki in tem, kako ti vplivajo na število in obseg prvih javnih ponudb ter kako dolgo trajajo njihovi vplivi, zanimajo predvsem vlagatelje, investicijske banke in podjetja, ki načrtujejo prvo javno ponudbo. Institucionalni dejavniki so povezani z institucionalno ureditvijo države in so največkrat posledica pravne in regulatorne infrastrukture, zgodovine in kulture. Ti dejavniki so velikokrat pozabljeni, a zelo pomembni pri pojasnjevanju, zakaj je v določenih državah bolj ali manj aktualen trg prvih javnih ponudb kot možnost financiranja. Predstavljeni so primerjalno, se pravi Evropa v primerjavi z ZDA, saj analiza makroekonomskih dejavnikov prav tako temelji na rezultatih empiričnih raziskav za ZDA.

Namen magistrskega dela je proučiti in predstaviti vpliv makroekonomskih in institucionalnih dejavnikov na število oziroma obseg prvih javnih ponudb v Nemčiji v tem izjemno zanimivem obdobju prvih javnih ponudb. Preverim, ali makroekonomski dejavniki, ki so se izkazali za statistično značilne v okviru empiričnih analiz za ameriški trg, igrajo pomembno vlogo oziroma so statistično značilni tudi na nemškem trgu v obdobju od leta 2007 do 2018. Poleg makroekonomskih dejavnikov opisno oziroma primerjalno proučim institucionalne dejavnike, ki razlikujejo ameriški trg od trga prvih javnih ponudb v EU. Magistrsko delo predstavlja prispevek za vlagatelje, investicijske banke in podjetja, ki načrtujejo prvo javno ponudbo, ter bo pripomoglo pri odločitvi o najprimernejšem časovnem trenutku za vstop na borzo, saj jim pomaga razviti kritično razumevanje makroekonomskih dejavnikov in njihovega pomembnega vplivanja na trg prvih javnih ponudb. Vlagatelji lahko raziskavo med drugim uporabijo kot referenco za napovedovanje dejavnosti na primarnem trgu in sprejemanje preudarnih naložbenih odločitev pri oblikovanju svojih naložbenih portfeljev.

Cilj magistrskega dela je s pomočjo teoretičnega pregleda literature, kvalitativne raziskave vpliva institucionalnih in kvantitativne raziskave vpliva makroekonomskih dejavnikov na število in obseg prvih javnih ponudb proučiti povezavo med institucionalnimi, makroekonomskimi dejavniki in številom ter obsegom prvih javnih ponudb in ugotoviti, ali so makroekonomski dejavniki statistično značilni kot v empiričnih raziskavah za ameriški trg ter kako se korelacija statistično značilnih makroekonomskih dejavnikov spreminja po statistični moči in smeri. Cilj je ugotoviti, kateri makroekonomski dejavniki so bili za ponovno prebujenje trga prvih javnih ponudb zaslužni v letih 2017 in 2018, ter raziskati povezanost med obsegom prvih javnih ponudb in podcenjenostjo. S pomočjo kvantitativnih (ekonometričnih) metod v okviru empirične analize je cilj preveriti in zavrniti/sprejeti naslednje hipoteze:

- **Hipoteza 1:** Na nemškem trgu prvih javnih ponudb v obdobju 2007–2018 prihaja do statistično značilnih vplivov makroekonomskih dejavnikov na število ali obseg prvih javnih ponudb kot v že izvedenih raziskavah za ameriški trg.

- **Hipoteza 2:** Moč korelacije med makroekonomskimi dejavniki in številom oziroma obsegom prvih javnih ponudb (po statistični moči in smeri) za obdobje 2007–2018 se povečuje.
- **Hipoteza 3:** V letih 2017 in 2018 je na aktivnost prvih javnih ponudb (na število in obseg) v največji meri vplival makroekonomski dejavnik delniški indeks.
- **Hipoteza 4:** Pričakujemo pozitivno korelacijo med številom oziroma obsegom prvih javnih ponudb in podcenjenostjo, prisotna je torej cikličnost na nemškem trgu prvih javnih ponudb.

Magistrsko delo je sestavljeno iz treh glavnih poglavij, ki so dodatno razdeljena na podpoglavja. Razdeljeno je na teoretični in raziskovalni del, pri čemer v teoretičnem delu (1. in 2. poglavje) uporabim deskriptivno metodo, ki opisuje, ter primerjalno metodo, ki primerja in analizira. V raziskovalnem delu (3. poglavje) na osnovi pregleda tuje literature v kombinaciji z empirično analizo preverim veljavnost postavljenih hipotez. Empirična analiza temelji na kvantitativnem (deduktivnem) pristopu. Poglavje z empirično analizo sklenem z rezultati, njihovo interpretacijo, glavnimi ugotovitvami in nato vse povzamem v sklepu magistrskega dela.

1 TEORETIČNI UVOD V PRVO JAVNO PONUDBO

1.1 Kaj je prva javna ponudba

Prva oziroma začetna javna ponudba (angl. Initial Public Offering, v nadaljevanju IPO) je dogodek, ko se delnice prvič ponudijo v prodajo splošni javnosti. Pričakuje se, da bo trg s tem dogodkom postal likviden. Podjetja v večini pričnejo z zbiranjem lastniškega kapitala manjšega števila vlagateljev. Vsako uspešno podjetje na neki točki potrebuje dodaten kapital za vstop na borzo, da proda delnice večjemu številu diverzificiranih vlagateljev. Javno trgovanje z njegovimi delnicami omogoča podjetju, da zbira kapital pod ugodnejšimi pogoji, saj se likvidnost tako zviša. Tovrstna poteza je za podjetje ugodnejša kot nadomeščanje pomanjkanja likvidnosti vlagateljem, saj je podjetje pod zasebnim lastništvom (Ritter, 1998, str. 1).

Nizozemska vzhodnoindijska družba, imenovana Vereenigde Oost-Indische Campagnie, je bilo prvo podjetje, ki je na začetku 17. stoletja začelo kotirati na borzi, oziroma prvo, ki je ponudilo svoje deleže v odkup. Prva javna ponudba je imenovana kot »prva«, saj s tem označuje, da gre za prvo uporabo lastniškega kapitala, ta oznaka sicer izvira iz ZDA (Kaar, 2015, str. 1 in 10).

Za uspešno, razvijajoče se podjetje predstavlja vstop na borzo eno od najpomembnejših odločitev v poslovnem ciklu, obenem pa tudi tvegano, saj mora podjetje dobro premisliti, ali želi postati javno oziroma želi raje ostati zasebno, saj IPO vključuje tudi stroške, ne le koristi (Cumming & Johan, 2018, str. 27). Stopnja vstopa na borzo ni samoumevna, do nje ne pridejo vsa podjetja avtomatično, temveč gre za zavestno odločitev (Pagano, Panetta &

Zingales, 1998, str. 28). Podjetje pa mora prav tako dobro premisliti glede lastniške strukture, kjer gre za strateško vprašanje, saj se s kotizacijo na borzi spremenijo pravna oblika podjetja, lastniška struktura in korporativno upravljanje (Demary & Röhl, 2017, str. 83).

Kotiranje na borzi predstavlja za podjetje prednost, saj ga potencialni prevzemniki po mnenju Zingalesa (v Ritter & Welch, 2002, str. 1798) veliko lažje opazijo kot morebitno tarčo za prevzem, prav tako veliko lažje izvajajo pritisk na njih kot na zunanje vlagatelje, predvsem glede koncesij za določanje cen. Postavil je prvo formalno teorijo glede odločitve za kotizacijo. Glede odločitve za kotiranje na borzi pravi, da ta pomaga pri prevzemu podjetja za višjo ceno kot pa pri neposredni prodaji. Na drugi strani sta Chammanur in Fulghieri (1999) razvila bolj konvencionalno teorijo. Pravita, da je večja razpršitev lastništva dvorezen meč, ki ima tako prednosti kot tudi slabosti. Imetniki tveganega kapitala, imenovani tudi »angelski vlagatelji«, imajo pred IPO nediverzificirane portfelje. Posledično niso pripravljeni plačati visokih cen, ki jih lahko plačajo vlagatelji na diverzificiranem javnem trgu. Omenjata, da je odhod na borzo povezan z določenimi fiksnimi stroški. Podatki o lastništvu podjetja niso na voljo vsem in brezplačno, pa tudi njihove skrivne inovacije so zaščitene, saj mali vlagatelji nimajo vpogleda. Običajno je, kot pravita, da podjetja na začetni stopnji ohranijo zasebno lastništvo, ko dovolj zrastejo, pa je najboljša odločitev zanje odhod na borzni parket.

Ker gre pri prodaji delnic v okviru prve javne ponudbe za prodajo v podjetjih s povezanim lastništvom, delničarji pridobivajo podatke, ki niso javnega značaja. To lahko privede do asimetričnih informacij, kar je tipična težava IPO. Dodatna težava, do katere lahko pride, poleg težave z izbiranjem, kdaj in če sploh iti na borzo, je dejstvo, da na osnovno vrednost podjetja vplivajo dejanja managerjev (Ritter, 1998, str. 1). Glede povprečne starosti, kdaj pričnejo podjetja kotirati na borzi, sta raziskovala Loughran in Ritter (v Ritter & Welch, 2002, str. 1801), ki navajata, da je od leta 1980 starost v povprečju enotna, ta je znašala 7 let, z izjemo obdobja mehurčka spletnih podjetij, ko je bila ta 5 let. Izjema je prav tako leto 2001, ko je bila povprečna starost odhoda na borzo, ko je podjetje dopolnilo 12 let obstoja.

Načinov, kako sprožiti prvo javno ponudbo, je ogromno. Bateni in Asghari (2014, str. 69) sta izpostavila registracijo, javno ponudbo v obliki dražbe, javno ponudbo s fiksno ceno in inovativne načine prek spleta.

1.2 Vrste prvih javnih ponudb

Prodaja javne izdaje delnic poteka tako, da se javna izdaja delnic proda širši javnosti z javno ponudbo ali pa neposredno obstoječim delničarjem na drugi strani (Shapiro & Balbier, 2000, str. 432). Obstoječi delničarji imajo pridržan vpis delnic ali ponudbo pravic. Ponudba pravic omogoča vsakemu delničarju, da kupi določeno število novih delnic podjetja. Delnice je moč kupiti po določeni ceni v določenem času. Po preteku tega te pravice potečejo (Ross, Westerfield & Jordan, 2003, str. 546).

Ločimo štiri posebne vrste IPO. To so kapitalska izločitev, imenovana tudi izrez pri prvi javni ponudbi (angl. Equity Curve-out – ECO), in izčlenitev oziroma oddelitev (angl. Spin-off) ter obratni prevzem z vzvodom oziroma zadolžitvijo (angl. Reverse Leverage Buyout, v nadaljevanju obratni LBO) in nenazadnje tracking stock. Kapitalska izločitev je proces, ko lastniška družba javno proda delnice podružnice oziroma podružničnega podjetja s prvo javno ponudbo. Proda lahko nekaj delnic odvisnega podjetja, kar predstavlja eno od možnosti. Druga možnost je, da odvisno podjetje izda nove delnice. Na ta način lastniško podjetje tako skoraj vedno ohrani svoj nadzorni delež v novoustanovljeni delniški družbi (Megginson & Smart, 2006, str. 478).

Megginson in Smart (2006, str. 478) pravita, da je izčlenitev oziroma oddelitev postopek, pri katerem lastniško podjetje svojo podružnico »oddeli«. Dodeli jo delničarjem lastniškega podjetja, pri čemer torej iz enega podjetja nastaneta dve podjetji. Delnice se razdelijo po načelu sorazmernosti oziroma na temelju sorazmerne osnove. Obratni LBO prinaša prednost, saj je pri njem določanje cen lažje kot pri tradicionalnemu IPO. To je mogoče zaradi tega, ker so na voljo že podatki o tem, kako je podjetje vrednoteno s strani trga, iz obdobja, ko je to kotiralo na borzi. Pri obratnem prevzemu prične delniška družba, ki je postala zasebna, ponovno kotirati na borzi. Zasebnost je bila omogočena prek odkupa z vzvodom. S temi transakcijami je partnerjem pri obratnem LBO omogočeno, da veliko zaslužijo. Empirične raziskave kažejo, da je tracking stock najnovejša inovacija, pri čemer gre za konverzije terjatev v lastniški delež. Konverzije temeljijo na prihodkih podružnic, ki so v 100 % lastništvu diverzificiranih podjetij. Produkt so hibridni vrednostni papirji. Podjetje s tracking stock ostane združeno z lastniškim podjetjem tako v pravnem kot poslovnem pogledu in ni ločeno od lastniškega podjetja. Pri kapitalski izločitvi in izčlenitvi je obratno kot pri tracking stock, saj pri njih nastanejo pravno ločena podjetja.

1.3 Vedenjski fenomeni (angl. IPO Puzzle)

V ZDA, številnih evropskih državah, pa tudi drugod je moč zaznati tri glavne vedenjske fenomene oziroma vzorce. Ti so kratkoročna podcenjenost, dolgoročna nizka uspešnost ter cikli v obsegu in podcenjenosti/vroča tema. Ti vedenjski fenomeni so v nasprotju s teorijo učinkovitih trgov, vendar Ibbotson, Sindelar in Ritter (1994, str. 66) pravijo, da gre tu za povezanost anomalij na naslednji način: vlagatelji so periodično pretirano optimistični, pri čemer ustavijo »okno priložnosti«. Znotraj tega »okna priložnosti« mnoga podjetja hitijo na trg. To se odraža v nizkih donosih dolgoročnih vlagateljev v primeru, da izdajatelji ne izpolnijo visoko optimističnih pričakovanj. Poleg tega podjetja, ki se odločijo med obdobji z nižjim obsegom za izdajo, ne doživijo velikega začetnega dviga oziroma naraščanja cen, kot tudi ne izkusijo dolgoročnega obdobja nizke uspešnosti.

1.3.1 Kratkoročna podcenjenost (angl. Initial or Short-run Underpricing)

Kratkoročna podcenjenost je najboljše poznan vzorec. Povezan je z začetkom kotiranja na borzi in govori o pogostem pojavljanju visokih začetnih donosov vlagateljev v prvih dneh

pri vlagateljih IPO navadnih delnic. Do tega pojava podcenjenosti pri prvi ali novi izdaji delnic prihaja v vseh državah, v katerih je prisotna borza. Le po obsegu se razlikuje od države do države (Ritter, 1998, str.4).

Kaar (2015, str. 71) pravi, da podcenjenost po definiciji pomeni povprečno odstopanje vrednosti delnic v prvih dneh trgovanja. Gleda se razliko glede na izdajno ceno delnic. Pojav je predmet empirične raziskave že vse od sredine 70. let.

Zakaj pride do tovrstnih anomalij? Razloga sta po mnenju Kaara (2015, str. 72) dva, in sicer nasprotujoča si:

- ker je zaradi vnaprejšnje negotovosti izdajatelj izdajna cena namenoma postavljena prenizko,
- zaradi pretiranega optimizma vlagateljev (angl. Investor Sentiment) prihaja do precenjenosti izdanih delnic.

Rock (1986) je v svoji študiji raziskoval hipotezo asimetrije informacij, v kateri je predstavil model, s katerim podcenjenost razlaga kot posledico »zmagovalčevega prekletstva«. Ta doleti nepoučene vlagatelje in se zgodi ob tem, ko ti predložijo naročila za nove delnice (Levis, 1990, str. 76). Pri prodaji gre za bolj ali manj fiksno število delnic, ponujenih po fiksni ceni, zato v primeru, da je povpraševanje nepričakovano visoko, pride do racionalizacije oziroma obročnega določanja. Racionalizacija ni tista, ki povzroči podcenjenost. Kljub temu bodo določeni vlagatelji, ki imajo manj informacij od ostalih, na slabšem v primerjavi s tistimi z več informacijami. Vsi vlagatelji spadajo namreč v eno od dveh skupin glede na poznavanje prihodnjih tržnih cen delnic. Ti skupini sta popolnoma informirani/poučeni in popolnoma nepoučeni. Ta model govori o tem, da poučeni vlagatelj kupi delnice zgolj, ko so te podcenjene, ali obratno nepoučeni vlagatelj ne ve, katere delnice so precenjene ali podcenjene, zato bo uspel kupiti le manjši delež najbolj zaželenih novoizdanih delnic, poleg tega bo dobil vse najmanj ugodne delnice, ki so novoizdane. »Prekletstvo zmagovalca« je torej muka, s katero se morajo spopadati nepoučeni vlagatelji. V primeru, da dobijo vse delnice, ki jih želijo, je to le zaradi njihovega zavračanja s strani poučenih vlagateljev. Ko se nepoučeni vlagatelji soočajo s težavo »slabe izbire«, bodo kot predmet kompenzacije za pristranskost pri dodeljevanju novih delnic predložili le nakupne naloge (Ibbotson, Sindelar & Ritter, 1994, str. 70).

Model po Rocku (1986) je privedel do implicitne posledice, in sicer tega, da do večje podcenjenosti pride pri podjetjih, ki jih vlagatelji ocenjujejo kot visoko kakovostna. Tudi avtorji, kot so Allen in Faulhaber (1989), Welch (1989) ter Grinblatt in Hwang (v Welch, 1989), so prišli do podobnih ugotovitev. Njihov zaključek je, glede na signalizacijski model, da pri IPO- podjetjih prihaja do namerne podcenjenosti, kar naj bi nakazovalo njihovo visoko kakovost. V modelu je predpostavljeno, da IPO-podjetje najbolje pozna lastne obete. Optimalno za podjetja z najugodnejšimi obeti je, da signalizirajo njihov tip s podcenjenostjo njihove prve izdaje delnic. Na ta način lahko pričakujejo, da bodo v nadaljnjih sezonskih

izdajah pokrili stroške podcenjenosti. Za razliko od visoko kakovostnih podjetij morajo podjetja nizke kakovosti vlagati v stroške posnemanja podjetij z visoko kakovostjo (Welch, 1989).

Zheng in Stangeland (2007, str. 46) sta prišla do spoznanja, da pri tem, ko prihaja do podcenjenosti pri prvi javni ponudbi podjetij z visoko kakovostjo, to zadostno vpliva na stroške posnemanja nizkokakovostnih podjetij, kar povzroči, da je pričakovani izkupiček posnemanja ravno negativen. Podjetje z nizko kakovostjo tako opusti to strategijo, poleg tega razkrije svojo kakovost samo od sebe. Avtorja razlagata, da omenjeni argument temelji na predvidevanju, da podjetja z nizko kakovostjo svojih IPO ne podcenijo v tolikšni meri kot visokokakovostna podjetja. Na osnovi tega lahko vlagatelji pravilno zaznajo kakovost podjetja na osnovi njihove podcenjenosti, ki v tem primeru služi kot signal kakovosti.

Še ena teorija temelji na tako imenovanem signalnem učinku. Ta teorija po Welchu (1989) razkriva, da imajo o imanentni vrednosti najboljše in največ informacij izdajateljska podjetja, zato lahko kot signal svoje vrednosti/kakovosti uporabijo podcenjenost. Podjetja, ki imajo višjo kakovost in boljši poslovni uspeh, lahko zato na ta način reducirajo asimetrijo informacij za vlagatelje. O pridobivanju informacij od dobro obveščenih vlagateljev govori praksa naslednjih avtorjev: Benveniste in Spindta, Benveniste in Wilhelm, Spatt in Srivastava. Ti trdijo, da splošna praksa trženja pred vpisom delnic (angl. Bookbuilding) omogoča vodilnim prevzemnikom prve izdaje (angl. Underwriters) pridobivanje informacij. Ko se zbirajo naročila, pride do postavitve cenovnega razpona IPO. Prevzemniki nato tržijo vrednostne papirje (angl. Roadshow) pri potencialnih vlagateljih. S tem se oceni povpraševanje in izmeri »interes« vlagateljev in če je povpraševanje visoko, prejemnik izdaje postavi višjo ceno. Če so potencialni vlagatelji obveščeni, da pripravljenost za plačilo višje cene povzroča višjo ponudbeno ceno, bodo zahtevali nekaj v zameno. Dokaz za opisano teorijo postopka zbiranja naročil je učinek revizij ponujene cene v obdobju uvrščanja, ki ga navaja Hanley (v Ritter & Welch, 2002, str. 1805). Ugotovila je, da ne pride do popravljene cenitve v celoti navzgor, če pride do podcenjenosti v času povpraševanja, kar pomeni, da v preliminarnem prospektu po popravljene ceni delnic navzgor glede na začetne cene s strani prejemnikov po navadi pričakujemo višjo podcenjenost.

Če so potencialni vlagatelji pozorni na lastno poučenost glede novih izdaj, kot tudi na to, kaj drugi vlagatelji v tem trenutku kupujejo, se lahko pojavi učinek, imenovan »bandwagon«. Ta učinek vpliva na IPO-trg in pomeni, da ravnanje drugih vpliva na lastno ravnanje in tako učinkuje na IPO trg. Vlagatelj na primer opazi, da se nihče ne odloči za nakup. Kljub informacijam, ki svetujejo nakup, se ne bo odločil za nakup. Izdajatelj lahko z namenom njegove prepričitve sklene, da podceni izdajo delnic. S tem pritegne potencialne vlagatelje, ki se kot prvi odločijo za nakup, kar pozitivno vpliva na odločitev ostalih vlagateljev, da se prav tako odločijo za nakup ne glede na informacije, ki jih imajo. Na ta način se sproži učinek »bandwagon« (Ritter, 1998, str. 9).

Ostale hipoteze, ki ponujajo pojasnilo glede pojava podcenjenosti, so:

- hipoteza povratne informacije s strani trga,
- hipoteza monopsonske moči investicijskega bankirja,
- hipoteza izogibanja tožbam,
- hipoteza signaliziranja,
- hipoteza razpršitve lastništva.

Druga skupina, ki opisuje podcenjenost IPO, se nanaša na »institucionalne razlage«. Pri hipotezi izogibanja tožbam, stabilizaciji cen in davčnih ugodnosti je podjetje (izdajatelj) soočeno s potencialno izpostavljenostjo tveganjem, ki sledijo po IPO. Hipoteza izogibanja tožbam prinaša s seboj idejo, da prihaja do podcenitve IPO s strani izdajatelja z razlogom, da se izogne potencialnim posledicam, ki jih prinaša podcenjenost. Zaradi pravnih dolžnosti oziroma odgovornosti morajo izdajatelji in njihovi svetovalci obvezno razkriti vsa predvidljiva tveganja, ki nastanejo pri transakciji. Zaradi njih imajo kupci delnic pri IPO možnost tožbe proti vsem, ki so bili odgovorni za IPO, saj hipoteza predpostavlja, da razočarani delničarji lahko tožijo v primeru, da se po uspešnost delnic IPO drastično zmanjša. Teorija stabilizacije cen govori o vlogi prejemnika pri transakciji IPO. Temelji na praksi intervalnih cen, kar pomeni, da v primeru, če cena pri IPO in poprodajnem obdobju pade, prejemnik posreduje ter cene tako za določen čas ostanejo stabilne. Hipoteza davčnih ugodnosti je zadnja institucionalna razlaga, ki pojasnjuje podcenjenost IPO, in sicer govori o tem, da uprava in zaposleni v določenih podjetjih v okviru IPO sodelujejo prek delniških opcij. Individualni interesi, povezani z davčnimi ugodnostmi ter razpršitvenimi stroški podcenjenosti privzamejo ali uprava daje prednost večji ali manjši podcenjenosti (Reiche, 2014, str. 52).

Podcenjenost je bila v preteklosti predmet številnih raziskav. Zheng in Stangeland (2007, str. 45) sta prišla do zaključka, da je podcenjenost IPO v pozitivnem razmerju z rastjo prodaje ter EBITDA (angl. Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization), vendar pa ni povezana z rastjo prihodkov. Lowry in Schwert (2002) sta dokazala, da obstaja empirična povezanost med podcenjenostjo in obsegom IPO. Vzorec je zajemal podjetja, ki so kotirala na ameriški borzi v letih od 1960 do 2001. Empirična raziskava je ugotovila, da stopnjam z veliko podcenjenostjo sledijo stopnje z visokim obsegom. Za stopnje z visokim obsegom IPO je značilna manjša podcenjenost (Kaar, 2015, str. 76).

Na nemškem delniškem trgu so bile prve raziskave izvedene ob koncu 80. let, med drugimi so omembe vredne študije Schmidta in drugih (v Rummer, 2006, str. 161) ter Uhlirja (v Rummer, 2006, str. 161). V prvi študiji je bil vzorec sestavljen iz 32 borznih kotizacij v letih 1984 in 1985. Podcenjenost je takrat znašala 20,6 %. Uhlir je raziskal 97 prvih borznih kotacij v obdobju 1977 do 1987, na osnovi česar je izračunal donos izdanih delnic, ki je znašal 21,5 %. Najbolj priznana in poznana je raziskava Ljungqvista (v Rummer, 2006, str. 161), ki se je nanašala na nemški kapitalski trg in s katero je proučil kar 180 prvih kotizacij. Vzorec je obsegal prve borzne kotizacije v obdobju od 1970 do 1993. Ugotovljena podcenjenost za vse tržne segmente, razen za neregulirani prosti promet, je znašala 9,2 %. Za segment nereguliran prosti promet je znašala 37,5 %. Največje baze podatkov do tedaj,

do leta 1990, sta pri raziskovanju uporabila Erhardt in Stehle (v Rummer, 2006, str. 161), kjer sta proučila 220 prvih javnih izdaj, pri katerih sta ugotovila povprečno donosnost v višini 15,8 %. Najnovejša izmed raziskav obsega 319 prvih borznih kotizacij. Opravila sta jo Gerke in Fleischer (v Rummer, 2006, str. 161) v obdobju od 1997 do 2000, pri čemer sta ovrednotila stopnjo hitrega razvoja prvih javnih ponudb v Nemčiji in v okviru analize ugotovila povprečni donos izdanih delnic v višini 50 %.

1.3.2 Dolgoročna nizka učinkovitost (angl. Long-run Underperformance)

Dolgoročna nizka učinkovitost cen delnic IPO je drugi vzorec, povezan z IPO. Ta vzorec je bil prav tako poglobljeno raziskan kot kratkoročna podcenjenost. Ritter (1991) pravi, da so IPO veliko manj učinkoviti v primerjavi z ustreznim merilom v proučevanem triletnem obdobju v okviru raziskave dolgoročne učinkovitosti IPO v ZDA. V času močnih trgov, ko so bili obsegi IPO visoki, učinkovitost ni bila visoka, temveč zelo nizka. Ocenjeno premoženje je bilo na vrhuncu. Ta opis se sklada s hipotezo o »oknih priložnosti«. Omenjena hipoteza se sklada s teorijo o tržnem tempiranju, ko naj bi podjetja morebiti izkoriščala dejstvo, da je bilo ocenjeno premoženje vlagateljev na kapitalskem trgu na visoki ravni.

Ritter (1991) je proučil gibanje donosov po IPO za obdobje od 1975 do 1984. Vzorec je obsegal 1.254 borznih kotiranj, v okviru katerega je primerjal uspešnost novih izdaj delnic z uspešnostjo plasiranih podjetij na borzi. Ugotovil je, da je uspešnost že uvrščenih podjetij višja kot od novih izdaj delnic, in sicer 61,86 %. Nove izdaje delnic so dosegale 34,37 % uspešnost. Stehle in Ehrhardt (v Kaar, 2015, str. 82) sta prišla do podobnih spoznanj v okviru raziskave za nemški trg kapitala za obdobje od 1960 do 1995. Pri raziskavi sta ugotavljala podobno kot Ritter, torej nove izdaje delnic v primerjavi z že uveljavljenimi podjetji na borzi in rezultati so pokazali, da skupni presežni donos dosega 1,54 %, kar je bistveno bolje od novih izdaj delnic, ki so zabeležile -5,04 % uspešnost.

Po Ritterju (1998, str. 16) poznamo tri teorije, ki razlagajo pojav dolgoročne nizke uspešnosti IPO. To so hipoteza o oknih priložnosti, hipoteza o »impresariju« in hipoteza o razhajanju mnenj. Prva hipoteza, imenovana hipoteza o oknih priložnosti, pravi, da imajo podjetja, ki gredo na borzo v obdobjih z večjim obsegom poslovanja, večjo verjetnost, da bodo precejšena, kot pri drugih IPO. Ritter (1998, str. 16) dodaja: »Če obstajajo obdobja, ko so vlagatelji zelo optimistični o potencialu za rast podjetij na borzi, lahko veliki cikli obsega predstavljajo odziv podjetij, ki poizkušajo tempirati njihove IPO, da bi izkoristila ta nihanja v razpoloženju vlagateljev.«

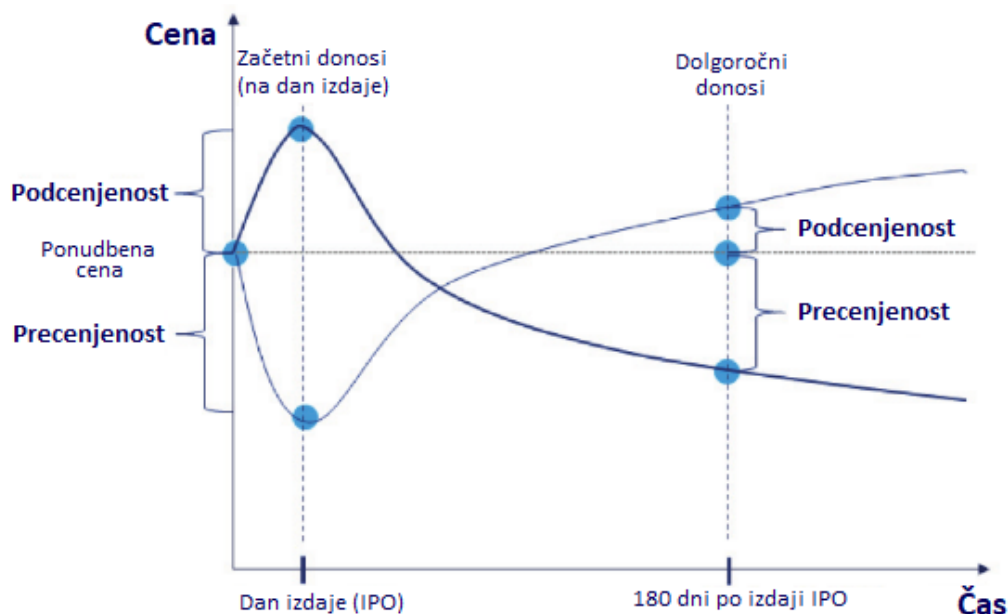
Druga hipoteza, hipoteza o »impresariju«, govori o tem, kako je trg za IPO podvržen kapricam. Podcenjeni investicijski bankirji so tu z namenom, da ustvarjajo videz presežnega povpraševanja. Predvideva, da podjetja z najvišjimi začetnimi donosi dosegajo najnižje naknadne donose. Hipoteza o razhajanju mnenj pravi, da bodo tisti vlagatelji, ki so najbolj optimistični glede IPO, tudi kupci in da bodo v primeru precejšnje negotovosti glede vrednosti IPO ocene vlagateljev z optimističnim razmišljanjem veliko višje od ocen tistih s

pesimističnim pogledom. V primeru, da je na voljo več informacij, lahko pride do manjšega razhajanja glede mnenj optimističnih in pesimističnih vlagateljev kot sicer. Posledično tržna cena pade (Ritter, 1998, str. 16).

Do drugačne teorije so se opredelili Schultz (2003), Brav in Gompers (1997), ki v svoji teoriji trdijo, da nezadostno uspešnost povzročajo izračuni, ki se ne ujemajo z vrednostnimi obtežitvami. Pri ujemanju ustreznih meril z imanentnimi razmerji med knjigovodskimi in tržnimi vrednostmi ter velikostjo proučevanih podjetij je nizka uspešnost pri vrednostnih obtežitvah donosnosti IPO zelo zmanjšana. Podjetja, ki so že uveljavljena na borzi, imajo visoko razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo, gledano relativno. Največkrat gre za »small-cap« delnice podjetij, ki imajo nizko kapitalizacijo.

Lammi (2016) pravi: »Delnice z nizko rastjo imajo na splošno zelo nizke donose in če primerjamo IPO z neizdajatelji, ki so izbrani na temelju razmerja med knjigovodsko in tržno vrednostjo ter velikosti, je prenizka uspešnost manjša, kot ko so neizdajatelji izbrani zgolj na temelju velikosti.«

Slika 1: Podcenjenost in precenjenost



Vir: Prirejeno po Reiche (2014).

Povedano na drugačen način, Ibbotson (1975) meni, da gre pri podcenjenosti za najbolj proučevan pojav učinkovitosti. Upošteva kratko časovno obdobje po IPO, ko je ta podcenen glede na tržno ceno. Podcenjenost se zgodi, ko je začetna cena delnic nižja kot končna cena delnic na prvi dan trgovanja. Zaradi tega lahko prihaja do velikih razlik na značilnih trgih, pa tudi po razsežnosti prihaja do velikih razlik. Povprečna podcenjenost je po podatkih Ibbotsona okoli 10–20 %. Dawson (1987, str. 159) pravi, da naj bi se študije glede

podcenjenosti osredotočale na razliko med prodajno in tržno ceno oziroma donos za nove vlagatelje, ki izhaja iz njih. Poudarja, da številne študije kažejo, da so prve javne ponudbe ob začetku kotiranja v povprečju podcenjene. Empirične analize o dolgoročni učinkovitosti kažejo, da je učinkovitost na dolgi rok nizka, kar prikazuje slika 1 (Reiche, 2014, str. 43).

1.3.3 Vroča tema (angl. »Hot Issue« Market)

Cikli obstajajo tako pri obsegu kot povprečnih začetnih donosih IPO, o čemer govori zadnji vzorec, imenovan vroča tema oziroma cikličnost IPO, kjer visokim začetnim donosom sledi višji obseg IPO. Trgi vroče izdaje, bolje poznani kot »Hot Issue« trgi, predstavljajo obdobja visokih povprečnih začetnih donosov in rast obsega. Ne le v ZDA, temveč tudi v drugih državah se je obseg IPO po obdobjih visokih tržnih donosov dokazano povečal. Delnice se prodajajo po »premium to book«. Oktobra 1986 je v ZDA prišlo do »velikega poka«, ko je prišlo do izteka fiksnih oziroma vnaprej določenih provizijskih stopenj. V tem času je trg zabeležil veliko rast obsega IPO oziroma obdobje vroče izdaje. Leta 1988 je do tovrstnega pojava prišlo prav tako v Južni Koreji. Trg vroče izdaje je takrat sovpadal z veliko rastjo na korejskem trgu (Ritter, 1998, str. 11).

Ritter, Wasserfallen, Wittleder in Uhlir (v Rummer, 2006, str. 117) določajo različne stopnje dejavnosti IPO s primerjavo povprečnih donosov glede na zgodovinsko srednjo vrednost. Na ta način določajo, ali gre za obdobje rasti ali upada IPO-dejavnosti. Pri trgu »hladne izdaje« gre za borzno stopnjo, katere stopnja donosnosti je nižja od povprečne. Pri tem trgu »hladne izdaje« gre za upadajočo dejavnost izdajanja novih delnic.

Izrazite cikle pri številu novih izdaj in povprečnem začetnem donosu na mesec v nadaljevanju ugotavljajo Ibbotson in Jaffe ter Ibbotson, Sindelar in Ritter, in sicer naj bi med obema nizoma obstajala zakasnitev, saj obdobjem visokih, rastočih začetnih donosov sledi velik obseg IPO, ki jim ponovno sledijo obdobja nižjih začetnih donosov (v Lowry & Schwert, 2002, str. 1171). Lowry in Schwert (2002, str. 1197) razlagata cikel »vročih izdaj«. Pravita, da cena v okviru teh izdaj, ki so jo pri prvi javni ponudbi delnic določili svetovalci, ni ustrezna, saj ne ustreza dejanski vrednosti. Prav tako pravita, da vlagatelji podjetjem, ki so na borzi, pripisujejo višjo vrednost.

Trgi »vročih izdaj« IPO so določeni z nenavadno velikim obsegom ponudb, podcenjenost je velika, pogoste so preobsežne ponudbe za vpis delnic in občasno s koncentracijo v določenih panogah. Medtem ko so trgi »hladnih izdaj« določeni z manjšim številom izdaj, podcenjenost je prav tako manjša in primerov preobsežnega vpisovanja delnic ni tako veliko (Helwege & Liang, 2001, str. 3). Model po Allen in Faulhaberju (1989) se imenuje signalizacijski model. Ta po njunem mnenju predvideva vroči trg, če obstajajo pozitivni pretresi glede pričakovanih dobičkov podjetja. Chloe, Masulis in Nanda (1993) v okviru teorije ciklov sezonske ponudbe lastniškega kapitala (angl. Seasoned Equity Offering – SEO), ki temelji na asimetriji informacij in ciklu poslovanja, pravijo, da vsa podjetja dobivajo projekte, ki imajo višje pričakovane denarne tokove, ko gospodarstvo raste.

Asimetrija informacij v tem primeru predstavlja manjšo težavo. Bayless in Chaplinsky (1996) trdita nasprotno. Pravita, da na trge vročih izdaj ne vpliva le nihanje bruto domačega proizvoda, saj se okno priložnosti pojavi v kateremkoli trenutku, ko je strošek izdaje nižji.

Koncept »vročih izdaj« IPO-trgov najpogosteje temelji na obsegu. Statistično razmerje med obsegom in podcenjenostjo na vročih in hladnih trgih sta proučevala Lowry in Schwert ter ugotovila, da obdobjem visoke podcenjenosti običajno sledi velik obseg IPO. Njuna druga ugotovitev je bila, da imajo IPO »vročih izdaj«, ki jih določa obseg, nizke dolgoročne delniške donose. To pa zaradi tega, ker so IPO vročih trgov običajno manj uspešni kot hladna ali nevtralna podjetja (Helwege & Liang, 2001, str. 15).

Po mnenju Lowryja (2003) na nihanja v obsegu IPO vplivajo trije dejavniki. To so spremembe v agregatnem povpraševanju zasebnega podjetja po kapitalu, spremembe v stroških negativne selekcije izdaje vrednostnih papirjev in razlike v optimizmu vlagateljev. Lowry (2003): »Več podjetij prvič poveča število javnih delnic, ko so skupne potrebe podjetij, ki še kotirajo na borzi, po kapitalu večje, stroški negativne selekcije pri izdajanju delnic pa so nižji in so vlagatelji še posebej optimistični in zato pripravljeni na preplačilo za IPO podjetja.«

Njegovo teorijo o treh dejavnikih so potrdili dokazi ostalih avtorjev in njihovih raziskav: Lee in Henderson, Bayless in Chaplinsky, Choe, Masulis in Nanda, Rajan in Servaes, Lee, Shleifer in Thaler, Helwege in Liang, Pagano, Panetta in Zingales ter Cook, Jarell in Kieschnick. Izdajanje vrednostnih papirjev je torej povezano z enim ali več dejavniki. Cikli v obsegu IPO po modelu Persona in Wartherja ter Stoughtona, Wonga in Zechnerja ne odražajo nujno neracionalnih balončkov. Po njihovem mnenju so cikli v obsegu IPO morebiti skladni z učinkovitimi trgi (v Lowry & Schwert, 2002, str. 1177).

Vrsta različnih dejavnikov lahko povzroča tudi razlike v povprečnih začetnih donosih IPO, na primer monopsonska moč vodilnih prevzemnikov izdaje, razlike v povprečnem tveganju podjetij, ki se uvrstijo na borzo, pretirani odzivi vlagateljev v določenih obdobjih. V 80. letih 20. stoletja je višje povprečje začetnih donosov ohranjalo veliko število majhnih, tveganih podjetij z naravnimi viri. Vodilni prevzemniki izdaj teh IPO so jih ocenili nižje od njihove naknadne tržne vrednosti. Ritter (1991) odkrije, da nihanje začetnih donosov povzročajo pretirani odzivi vlagateljev v določenih obdobjih, v nadaljevanju pravi, da preveč optimistični vlagatelji dvignejo poprodajno ceno IPO-podjetij, kar se odraža v visokih začetnih donosih (Lowry & Schwert, 2002, str. 1177). Loughran in Ritter (2004) sta razvila teorijo možnosti. Ta razlaga, da so začetni donosi povezani z javnimi informacijami, ki postanejo znane v obdobju vpisa in so umetno vključene v ponudbeno ceno. To pomeni, da so ponudbe, katerih vpisno obdobje sovpada z visokimi donosi na trgu, podcenjene. Vpisna obdobja IPO časovno sovpadajo, kar ustvarja cikel začetnih donosov.

Prve javne ponudbe v okviru »vročih izdaj« torej prinašajo s seboj višje prvodnevne donose v skladu s študijami Lowryja in Schwerta (2000), ki pravijo, da so začetni donosi povezani

z obsegom IPO. Helwege in Liang (2001, str. 19) sta ugotovila, da vroči IPO-trgi zberejo več sredstev kot hladni trgi IPO ter da so IPO vročih trgov predvsem večji ter delujejo z večjim institucionalnim lastništvom kot hladni. Vroči IPO-trgi naj bi imeli, tisti z močno podcenjenostjo, prav tako večje možnosti rasti v primerjavi s hladnimi IPO-trgi. V nadaljevanju pravi avtorja, da imajo trgi »vročih izdaj« IPO običajno višja razmerja med knjigovodsko in tržno vrednostjo, višjo dolgoročno rast in višje kapitalske izdatke.

Ivanov in Lewis (2003, str. 2) opisujeta, da je skozi čas prišlo do številnih razlag ciklov izdaje vrednostnih papirjev. Glede na vso literaturo razlage razvrščamo v tri skupine: poslovni pogoji, spreminjajoča se asimetrija informacij v času in razpoloženje vlagateljev. Skupina, v katero spadajo razlage poslovnih pogojev, opisuje izdajatveno dejavnost kot nekaj, kar odraža gospodarske razmere in je v pozitivnem sorazmerju z makroekonomskimi ukrepi, kar pomeni, ko se gospodarstvo povečuje, je investicijski kapital takoj na voljo. Lastniški kapital je glede na zgodovinske standarde nizek. Zasebna podjetja pa spodbujajo izdajanje novih delnic po nizkih cenah v tolikšni meri, da izdajajo delnice, s katerimi se trguje javno.

Na modelih asimetrije informacij, ki se spreminjajo s časom, temeljita dve razlagi ciklov. Prva razlaga pravi, da stroški negativne selekcije spodbujajo vlagatelje k temu, da zahtevajo velike cenovne popuste takrat, ko imamo veliko asimetrijo informacij in v okviru tega obdobja izdajatelj niso tako zelo pripravljeni na pridobivanje novih naložb zaradi visokih mejnih stroškov novega kapitala. To privede do cikličnega vzorca, vse dokler ne pridobijo sredstev po nižjih stopnjah. Druga razlaga je, da podjetja v panogah, v katerih je nedavno prišlo do tehnoloških inovacij ali višje produktivnosti, odražajo odločitve o izdajah v obliki povečanega izdajanja. Zaradi tovrstnih dogodkov se asimetrija informacij o nadaljnjih obetih panoge zmanjša in podjetjem je tako omogočeno izdajanje vrednostnih papirjev po ugodnih, nizkih cenah. Razlaga o razpoloženju vlagateljev se nanaša na iracionalne vlagatelje, saj obstajajo obdobja, ko ponudniki kapitala postanejo izrazito navdušeni glede novih vlaganj ter možnosti glede vlaganj, ki so na razpolago. Dogajanje se odrazi v visokem povpraševanju po izdajah novih delnic, kar pripelje do tega, da so mejni stroški pridobivanja sredstev nižji, kar za podjetja pomeni ugodnejše projekte, ki prej morda celo niso bili dosegljivi. Podjetja se zato odločijo za nove naložbe z novo pridobljenim lastniškim kapitalom, kar vodi v ciklični vzorec na trgu novih izdaj. Optimizem vlagateljev je v stalnem spreminjanju skozi čas (Ivanov & Lewis, 2003, str. 3).

Günther in Rummer (2006) opredeljujeta dve razlagi ciklične narave IPO-trgov. Prva je ta, da podjetja v določenih obdobjih potrebujejo svež kapital za naložbe v nove projekte. Druga pa ta, da imajo vlagatelji v določenih obdobjih na razpolago velike količine denarja, pripravljene za vlaganje, in so tako pretirano optimistični. Benninga, Helmantel in Sarig (2005) ponujajo glede vročih trgov obširnejšo, makro razlago, in sicer trdijo, da imajo spremembe makroekonomskih pogojev paralelno vpliv na številne druge panoge in podjetja, saj mnenje podjetja, da je trenutno primeren trenutek za izdajo delnic, vpliva na odločitev drugih podjetij, da tudi ona to storijo ravno v istem trenutku. Lowry (2003) pravi, da je za

obseg IPO pomembno tudi razpoloženje vlagateljev, ne le potreba podjetij po kapitalu. Podjetja so pri kotiranju na borzi uspešna, če se sektor trga ocenjuje kot visok, in bodo verjetneje izdala IPO, ko sta potreba po kapitalu in razpoloženje vlagateljev visoka ter ko so stroški negativne izbire nižji. To trdi teorija asimetrije informacij. Trdi, da podjetja v času visoke asimetrije informacij ne začenjajo tako pogosto z javnim trgovanjem svojih delnic ali pa odložijo IPO, dokler se stroški negativne izbire in stroški izdaje kapitala ne znižajo.

Ugotovitve Ritterja, Signorija in Vismara (2013) za razvite kapitalske trge EU potrjujejo, da ima pozitivno vzdušje na kapitalskih trgih pozitiven učinek. Vzorec je zajemal obdobje od 1995 do 2011. Regresijski model je dokazal pozitivno korelacijo med delniškim indeksom in dejavnostjo IPO.

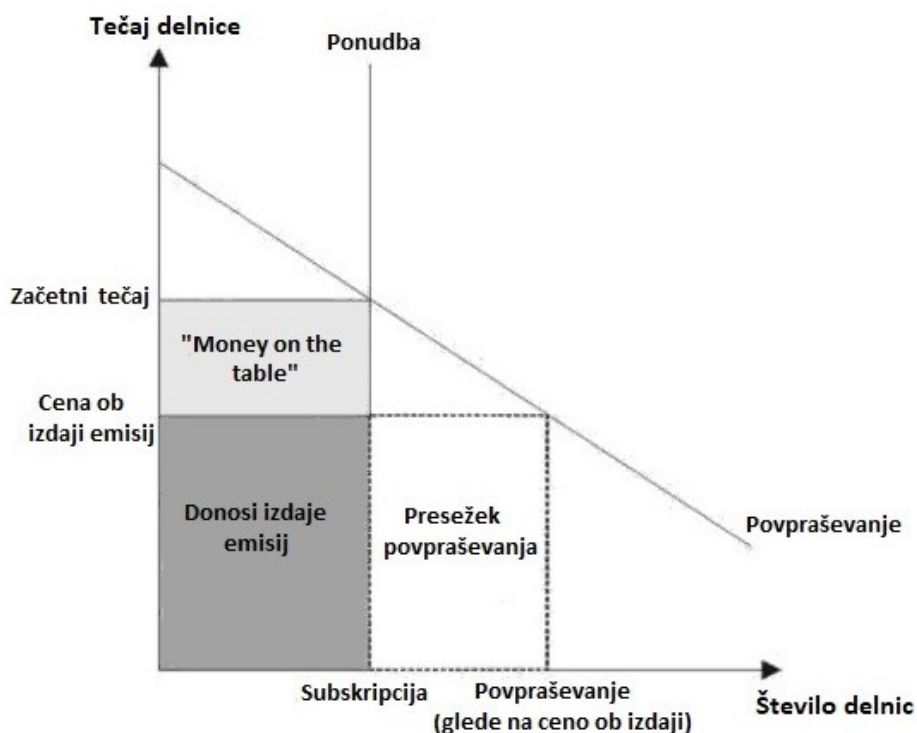
Še zadnjo raziskavo v okviru vroče teme, ki se tiče povezave med trgi »vročih izdaj« ter dolgoročno neustrezno uspešnostjo, so izvedli Coackley, Hadass in Wood (v Kaar, 2015, str. 76). Zajeli so obdobje od 1985 do 2003 ter skupno 591 IPO, uvrščenih na London Stock Exchange ali LSE. Na trgu »vročih izdaj« je (prenizka) uspešnost znašala –18,52 %, na referenčnih trgih pa 11,86 %. Sklep je, da na IPO »vročih izdaj« še močnejše vpliva premajhna učinkovitost in da so se IPO »vročih izdaj« dolgoročno slabše razvijali kot primerjalni trgi. IPO, aktivirani na običajnih stopnjah, so se razvijali sorazmerno s trgom.

1.3.4 Napačno vrednotenje prve javne ponudbe

Pri kotiranju na borzi na začetku sta ocena in vrednotenje poštena, če določitev cene vodi do izenačenja ponudbe in povpraševanja. Če med začetnim in končnim borznim tečajem prvega dne trgovanja opazimo razliko, je vrednotenje napačno, in sicer pride do klasičnega napačnega vrednotenja, če je povpraševanje večje kot ponudba, pri čemer je cena postavljena nižje kot povpraševanje dejansko dopušča, kar privede do presežka v povpraševanju. Presežno povpraševanje se odraža v povišanju borznega tečaja na prvi dan trgovanja na borzi, vlagatelj na ta način dobi pozitivni donos na dan izdaje. Gre za delnice prvotnega lastnika ali modificirane delnice s povečanjem kapitala? Glede na to, za kaj gre, gredo stroški izgubljenega donosa pri izdaji (angl. »Money on the Table«) na račun podjetja ali starih lastnikov, in sicer pri postavljeni ceni, previsoko, pride do presežne ponudbe. Ta vodi v prodajo na sekundarnem trgu, zaradi česar se cena zniža. V tem primeru govorimo o precenjenosti (Ilk, 2012, str. 29).

Slika 2 prikazuje podcenjenost, kjer je povpraševanje večje od ponudbe, in sicer je cena postavljena nižje, kot dovoljuje povpraševanje, zato prihaja do presežnega povpraševanja, kar se odraža v povečanju cene na prvi dan trgovanja. Vlagatelji na ta način lahko pridejo do pozitivnega donosa. Izkupiček od izdaje delnic pripada starim lastnikom ali družbi, odvisno od tega, ali delnice prihajajo od starega lastnika ali so nastale zaradi povečanja kapitala. Obratno, če je cena postavljena previsoko, prihaja do presežne ponudbe, kar vodi v nižjo prodajo na sekundarnem trgu in znižuje ceno. Prihaja do precenjenosti (Brühl & Oei, 2001).

Slika 2: Napačno vrednotenje IPO



Vir: Prirejeno po Brühl & Oei (2001).

Ghosh, Petrova, Feng in Pattanapanchai (2012, str. 2) pojasnjujejo pojav, imenovan »money on the table«, tako, da je za izdajatelje prodaja delnic, ki so podcenjene, zelo draga, saj prejmejo manj sredstev od pričakovanega. Obenem pa so zadovoljni, da pride do apreciacije cen delnic po trgovanju, zato izdajatelji sprejmejo določeno stopnjo podcenjenosti, če obdržijo zadostno število delnic po IPO, ki prinesejo večje dobičke zaradi povečanega kapitala v primerjavi z izgubljenim zneskom zaradi podcenjenosti.

1.4 Mehanizem in proces prve javne ponudbe ZDA vs. Nemčija

V ZDA časovnico glede postopka IPO določajo predpisi ameriške Komisije za vrednostne papirje in borzo (angl. Securities and Exchange Commission, v nadaljevanju SEC), in sicer je, še preden se predloži prošnja za vstop, treba pripraviti vse nujne dokumente, ki so zahtevani za vpis emisije na borzo (Wolff, 1994, str. 254).

Predpisi SEC temeljijo na Zakonu o vrednostnih papirjih iz leta 1933. SEC ne ugotavlja, ali je vrednostni papir pošteno ovrednoten ali ne, temveč zahteva popolno razkritje informacij, materialne narave.

Kot že omenjeno, je treba pripraviti vse obvezne dokumente, podjetje mora predložiti revidirana finančna poročila. Glede podrobnosti in zahtevane ravni se odloči predvsem na osnovi velikosti podjetja, količine zbranega denarja in dobe delovanja podjetja, predpisi glede tega se hranijo v uredbah SEC. Uredbi S-K in S-B zajemata potrebne opise poslovanja podjetja. Uredba S-X zajema potrebna finančna poročila. Tako lahko podjetja pri večjih ponudbah uporabijo obrazec S-1 za registracijo, podjetja s prihodki v višini do 25 milijonov dolarjev lahko uporabijo obrazec SB-2, ki omogoča uporabo finančnih poročil, pripravljenih v skladu s splošnimi računovodskimi načeli. Pri obrazcu S-1 je treba upoštevati predpise iz uredbe S-X. Ponudbe, ki so manjše in zberejo manj kot 5 milijonov dolarjev, se lahko registrirajo pod uredbo A, ki je najmanj stroga glede zahtev razkritij. Zahteve glede razkritij so oblikovane in se razlikujejo glede na panoge in glede na zlorabe v preteklosti. Prvi javni razpis vedno poteka tako, da izdajatelj najame investicijske bankirje, ki mu pomagajo določiti cene ter pomagajo pri vrednotenju in trženju ponudbe vrednostnih papirjev. Investicijski bankirji opravijo pregled poslovanja, sestavijo prospekt in predložijo potrebne dokumente SEC. Uprava podjetja in investicijski bankirji po izdaji preliminarne prospekta (angl. Red Herring) sprožijo tržno kampanjo za ponujene delnice. V okviru trženja izdaje vrednostnih papirjev (angl. Road Show), ki se odvije pred njihovo izdajo po vseh večjih mestih, se opravijo predstavitve za potencialne institucionalne kupce in pomembni pogovori s kupci IPO, na primer vzajemnimi skladi (Ritter, 1998, str. 2).

Podjetja, ki razpisujejo delnice v ZDA, uporabljajo pogodbo o nameri ali prizadevanju, pri kateri se izda preliminarni prospekt. Ta vsebuje preliminarni cenovni razpon ponudbe. Po zaključeni trženjski kampanji podjetja izdajatelja in investicijskega bankirja se postavi končna ponudbena cena. Izdan je končni prospekt in po potrditvi ponudbe s strani SEC IPO postane veljaven. Vsi deleži v izdaji morajo biti s strani investicijskega bankirja prodani, in sicer cena ne sme biti višja od ponudbene cene. Pogodba o prizadevanju določa, da se podjetje izdajatelj in investicijski bankir dogovorita o maksimalnem in minimalnem številu delnic, ki bodo na voljo, ter o ponudbeni ceni. Po tem sledi »prodajno obdobje«, v katerem si investicijski bankir prizadeva vlagateljem prodati kar se da največ delnic. V 90. dneh mora biti nujno prodano najmanjše število delnic po ponudbeni ceni, drugače se ponudba umakne. Vsem vlagateljem je z depozitnega računa povrnjen denar, le podjetje izdajatelj ne prejme povrnjenega denarja. Prizadevanje »po najboljših močeh« skoraj izključno uporabljajo manjši, špekulativni izdajatelji (Ritter, 1998, str. 19).

Podjetja morajo za to, da lahko trgujejo na nemški borzi, izpolnjevati zahteve, ki jih postavljajo vlagatelji in konzorcij bank, pri čemer so poleg občepravnih v ospredju tudi kvantitativne, kvalitativne in organizacijske zahteve, saj so konzorciji bank pozorni na primer na stopnje rasti prihodkov in dobička, poslovno strategijo ter poslovni načrt. V 80. in 90. letih so podjetja na primer morala pri začetnem kotiranju na borzi prikazati, da dosegajo določene prodajne cilje, in predložiti vsaj tri letna računovodska poročila s pozitivnim poslovanjem, na kar so pozorni tudi konzorciji bank, se pravi na poslovni načrt in iz njega izhajajoče stopnje rasti prihodkov in dobička ter poslovno strategijo. V idealnem primeru je

podjetje torej veliko in dobičkonosno. Pri razpisu delnic visokotehnoloških podjetij in zaradi uspeha »novih trgov« sta najnovejša kriterija potencial za rast ter poslovni koncepti (Schanz, 2007, str. 191). Za vstop na nemško borzo vrednostnih papirjev je potrebno, da podjetje deluje v pravni obliki d. d. ali d. o. o., saj je le tako možno trgovati z vrednostnimi papirji, izraženimi z deleži družbe v obliki delnic. Zakon o delnicah, natančneje 1. člen, pravi, da je delniška družba podjetje, ki je z lastno pravno osebnostjo odgovorno za svoje obveznosti do upnikov z lastnim premoženjem in ne s premoženjem delničarjev (Kaar, 2015, str. 16).

Oleownik in Last (2001, str. 208) pravita, da sta temeljna pogoja za kotiranje na borzi z organizacijskega vidika pregleden in transparenten razvoj ter jasna razmerja med deležniki, v okviru česar morajo biti nejasnosti odpravljene ali pa morajo ponujati natančno razlago. To mora biti opravljeno še pred njihovo izdajo v času promocije ali v borznem prospektu. Prav tako konzorcij bank veliko težo pripisuje usposobljeni in sposobni upravi ter sodobni računovodski in revizijski službi zaradi dolžnosti poročanja. Avtorja pogoje imenujeta kot kapitalski trg ali borzno zrelost, ki odražajo investicijske kriterije vlagateljev.

Baumann (1998, str. 410) je mnenja, da je pri izvedbi prve javne ponudbe pomemben ustrezen partner, saj se v okviru postopka opravijo pogovori z različnimi bankami. Eno od njih se izbere za vodjo konzorcija, konzorciju sicer pogosto pripadajo še druge banke, ki so prisotne pri izdaji. Ena od njih opravi pregled poslovanja podjetja. Analiza podjetja ni zakonsko predpisana, vendar je od vodilne banke konzorcija zahtevana izjava o verodostojnosti finančnih izkazov, ki jo zahtevajo borzni odbori. Po analizi poslovanja je objavljen prospekt, ki širši javnosti razkriva vse zahtevane podatke in informacije o podjetju, na temelju katerega podjetje v okviru promocije zbira sredstva za vstop na borzo in izdaje delnic.

Po vsem tem sledi postopek določitve ponudbene cene izdaje delnic. Ta postopek določanja ponudbene cene in plasiranja vrednostnih papirjev se deli na različne postopke: postopke za določitev fiksne cene, oceno krivulje povpraševanja po vrednostnih papirjih in dražbo. Določanje fiksne cene poteka tako, da emisijske banke že pridobijo plasirane delnice, ki imajo fiksno ceno, poleg tega prevzamejo obsežne naloge v okviru izdaje delnic. Izdajatelj s tem prenese vsa tveganja vzpostavitve in plasiranja delnic na emisijske banke, ki so udeležene pri postopku. Fiksna cena plasiranih delnic se oblikuje pred objavo emisijskega prospekta. V nadaljevanju postopka, v okviru promocije oziroma trženjske stopnje, ni dovoljeno, da se fiksna cena spreminja (Schanz, 2002, str. 302). Achleitner (2000, str. 564) pravi, da je izdajateljem s postopkom določitve cene zagotovljena varnost načrtovanja, starim delničarjem pa onemogoča maksimiranje donosov, saj emisijske banke zaradi zmanjševanja tveganja plasiranja želijo čim nižjo ponudbeno ceno.

Weiler (2001, str. 159) pravi, da je najpogosteje uporabljeni postopek, s katerim ocenjujemo krivuljo povpraševanja po vrednostnih papirjih, imenovan v nasprotju s postopkom določitve fiksne cene, saj v proces vključuje tudi vlagatelje. Konzorcij bank še pred objavo ponudbe, torej v okviru predtrženjske stopnje, naveže stik s pomembnejšimi

institucionalnimi vlagatelji. Ti na osnovi lastnih analiz in analiz bank podajo oceno cene, ki predstavlja temelj za določitev fiksne cene. Odstopanje je 10–20 % in ga vodstvo konzorcija vključi v povabilo za ponudbo v okviru klasičnega postopka ocene krivulje povpraševanja, in to pred začetkom promocije delnic. To je čas, v katerem lahko vlagatelji oddajo še vse svoje ponudbe konzorciju bank v okviru tega cenovnega razpona, koliko časa je za to na voljo, je odvisno od obsega izdaje, po navadi 2–10 delovnih dni.

Z dražbo lahko prav tako določimo ceno, kot je omenjeno že zgoraj. Dražba poteka na način, da se zberejo vse ponudbe znotraj določenega časovnega obdobja v tako imenovani (v nadaljevanju t. i.) zbirnik naročil. Na začetku se izklicujejo po najvišji ceni, ki sledi do tečaja, kjer je povpraševanje vsaj tako visoko kot število vrednostnih papirjev, ki so že plasirani. V nadaljevanju prejme vsak želeno število delnic, če je ponudil oblikovano ceno ali pa višjo od te, in sicer vsak prejme delnice po enotnem tečaju. Ko je emisijska cena določena, sledi ponudba delnic v subskripcijo oziroma prednaročilo. Sledi vnaprej določeno obdobje, v katerem se določi prva javna ponudba, torej potencialni vlagatelji za določeno število delnic, in sicer če je povpraševanje po delnicah večje kot ponudba, je potrebno, da se poveča obseg izdaj. Drugi ukrep je, da se vzpostavi deleže, možen je tudi skrajšan rok subskripcije. Postopek se zaključi s tem, da se vzpostavi trgovanje, pri čemer je dolžnost podjetja, da redno in aktivno komunicira s kapitalskim trgom (Wahrenburg, 2001, str. 629).

V nadaljevanju so podrobneje predstavljeni nemška borza in njeni segmenti, skupno štirje segmenti. Prime Standard je segment z najvišjim standardom transparentnosti. Sledi mu segment General Standard, pri čemer oba predstavljata reguliran trg. »Nova ekonomija« je oblikovala borzni segment, imenovan Entry Standard, ki je vzpostavil nove zahteve po višji transparentnosti in je bil marca 2017 ukinjen ter nadomeščen s segmentom Lestvica za majhna in srednje velika podjetja, bolje poznanim kot segment Scale (Deutsche Börse, 2017). Četrty segment se imenuje Basic Board. Podjetja se za izbrani segment in regulacijski okvir odločijo na osnovi tehtanja stroškov skladnosti, povezanih z borznimi poročili ter prednostjo dostopa do baze vlagateljev (Demary & Röhl, 2017, str. 82). Segment, imenovan Scale, so oblikovale nacionalne vlade v sodelovanju z Deutsche Börse z namenom oziroma ciljem obuditi aktivnost IPO, ki predvsem majhnim in srednje velikim podjetjem pomaga pri hitrejšem vstopu na trg IPO.

1.5 Vloga bank pri prvi javni ponudbi

Vloga bank v Nemčiji pri odločitvi o prvi javni izdaji delnic je pomembna, saj te opravijo podrobno finančno analizo podjetja, ki mora zajemati obdobje vsaj zadnjih petih let poslovanja, v najboljšem primeru 10 let, in pri kateri se preverja, ali je srednjeročni poslovni načrt verodostojen. Verodostojnost se preverja prav tako pri investicijskih načrtih in ciljnih glede dobičkov. Posebno pozorni so pri izrednih obremenitvah in dohodkih ter potrebah po financiranju v nadaljnjih letih, se pravi pri srednje- in dolgoročnem finančnem načrtu (Wolf, 1994).

Wolff (1994, str. 71) pravi, da je udeležba banke pri uvajanju vrednostnih papirjev v trgovanje, tako javno kot prosto, predpisana z zakoni in uredbami. Prošnjo za vstop na borzo morata predložiti izdajatelj in banka. Poleg tega izdajateljska hiša za uvrstitev na borzo omogoča podjetju vrsto storitev v okviru prve javne ponudbe. Ponuja na primer vodenje izdajatelja skozi celoten postopek, svetuje, pripravlja rešitve, analizira kapitalski trg, pripravi prospekt, prevzame tveganje plasiranja, zagotavlja kredit ob izdaji, vodi konzorcij izdaje. Poleg tega omogoča naknadno financiranje po razpisu delnic in drugo.

V ZDA je stanje drugačno, saj tam ni zakonsko predpisano, da mora pri prvem javnem razpisu sodelovati tudi investicijska banka. Podjetja v ZDA običajno sodelujejo z izdajnimi hišami, katerih naloga je vodenje izdajatelja skozi celoten postopek, svetovanje, priprava rešitev, pomoč pri pripravi in vložitvi prošnje. Druge naloge so sprejem dogovora o obveznosti nakupa, prevzem ali vpis primarne izdaje, zagotavljanje emisijskega kredita in po potrebi izvaja naknadne izdaje. Investicijska banka lahko izvede vrednotenje podjetja (osrednjega pomena za določanje cene), prevzem ali vpis primarne izdaje vrednostnih papirjev in prevzem tveganja plasiranja. V primerjavi z Nemčijo morajo biti opravljene analize celovite, po ravni podrobnosti presegajo raven, ki je določena v Nemčiji, saj ima v ZDA večjo vlogo preverjanje kvalitativnih dejavnikov kot v Nemčiji (Wolff, 1994, str. 78).

1.6 Zakaj se podjetja odločijo za prvo javno ponudbo

Kotiranje na borzi naj bi bila zgolj stopnja v rasti podjetja, pravi konvencionalna modrost, kar je deloma resnično, vendar pa ta teorija ne more razložiti vzorca uvrščanja delnic na borzo, saj celo nekatera ogromna podjetja na kapitalskih trgih, kot je ZDA, ne kotirajo na borzi. V Nemčiji so podjetja, ki trgujejo s svojimi delnicami, prav tako bolj izjema kot pravilo. Mnogo podjetij z omejenim trgovanjem je veliko večjih od povprečja podjetij, ki javno trgujejo z delnicami. Opisa zgoraj ter razlike med panogami in posameznimi državami kažejo na to, da kotiranje na borzi oziroma javno trgovanje z delnicami ni stopnja, ki je samoumevna in jo dosegajo vsa podjetja, temveč gre za odločitev oziroma izbiro, ali podjetje to želi ali ne (Pagano, Panetta & Zingales, 1998, str. 27).

V nadaljevanju se torej pojavi vprašanje »Zakaj se podjetja odločijo za trgovanje z lastnimi delnicami?«. Večinoma gre za željo po povečanju lastniškega kapitala in ustvarjanje javnega trga. Na njem lahko ustanovitelji in drugi deležniki pretvorijo del svojega premoženja v gotovino v prihodnosti. Drugi, nefinančni razlogi za trgovanje z lastnimi delnicami, kot je na primer večja prepoznavnost, nimajo tolikšne teže kot finančni razlogi (Ritter & Welch, 2002, str. 1796).

Razlog, ki vpliva na odločitev, da podjetje začne javno trgovati z lastnimi delnicami, je, da banke in trgi vrednostnih papirjev uspešno rešujejo različne težave z informacijami. Booth in Thakor navajata, da se te težave z informacijami spreminjajo skupaj s podjetji, in sicer po njih besedah imajo podjetja nižje kakovosti glede na javne informacije navadno korist od izposojanja denarja od bank. Bančno nadzorništvo je namreč posebej primerno za reševanje

tistih težav z moralnimi nevarnostmi. Do teh prihaja zaradi oportunističnega ravnanja posojiljemalcev. Podjetja, ki so visokokakovostna, imajo na drugi strani večjo možnost dostopa do trgov vrednostnih papirjev, saj ti združujejo informacije vlagateljev in te informacije posredujejo prek cen podjetjem. Booth in Thakor pravita, da zgodnejše stopnje gospodarskega razvoja vodijo podjetja k nižji zaznavni kakovosti, zaradi česar se zanašajo na nadzor in bančno financiranje in uspešni posojiljemalci med tem, ko se finančni sistem razvija, pridobijo večji ugled. S tem napredujejo tudi do financiranja na trgih vrednostnih papirjev (v Biais & Pagano, 2002, str. xi).

Za neodvisna podjetja se po IPO stvari spremenijo. Pagano, Panetta in Zingales (1998, str. 29) so ugotovili, da se zanje zniža strošek bančnega kredita. Tovrsten učinek je prisoten tudi pri nadzoru lastnosti podjetja in znižanju finančnih vzvodov. Po IPO je podjetjem omogočeno, da si izposojajo od večjega števila bank. Na ta način zmanjšujejo koncentriranost izposojanja. Vzrok za nižje stroške kredita so morda boljše javne informacije v povezavi z uvrstitvijo na borzo ali zaradi močnejšega pogajalskega položaja zaradi dostopnosti zunanjih virov financiranja.

Chammanur in Fughieri (1999) sta zagovornika konvencionalne modrosti. Njuno mnenje je, da IPO omogoča večjo razpršenost lastništva, kar ima svoje prednosti in slabosti. »Angelski vlagatelji ali kapitalisti tveganega kapitala imajo pred IPO nediverzificirane portfelje. V primerjavi z vlagatelji na diverzificiranem javnem trgu niso pripravljeni plačati visokih cen. Prvi razpis delnic prinaša fiksne stroške, podatki o lastništvu pa se ne morejo brezplačno razkriti, saj si manjši vlagatelji ne morejo ogledati podjetja. Javno trgovanje za podjetje na zgodnji stopnji cikla ne pride v poštev, ko to postane dovolj veliko, pa ta možnost pomeni optimalno rešitev (Ritter & Welch, 2002, str. 1798).

Glavni dejavnik, ki vpliva na verjetnost IPO, je po mnenju avtorjev Pagano, Panetta in Zingales (1998, str. 28) razmerje med knjigovodsko in tržno vrednostjo. Pri tej trgujejo podjetja iste panoge, in sicer rast odstopanja enega standarda v razmerje med knjigovodsko in tržno vrednostjo poveča verjetnost, da bo prišlo do IPO, za 25 %. Pozitivno razmerje lahko pomeni, da je potreba po naložbah večja, čemur ustreza visoko razmerje med knjigovodsko in tržno vrednostjo, ali pa pomeni, da želijo podjetniki tempirati trg. Druga pomembna spremenljivka je velikost podjetja, saj je pri večjih bolj verjetno, da bodo pričela z javnim trgovanjem delnic. IPO po navadi koristijo podjetja, ki so pred tem hitro rastla in bila dobičkonosna.

Glavni cilj, ki ga podjetja zasledujejo pri prihodu na borzo, je krepitev lastniškega kapitala. IPO podjetju prinese potrebna dodatna sredstva za nadaljnji razvoj, ki jih je mogoče dolgoročno financirati. Dva kritična praga rasti, za katera je značilna velika potreba po kapitalu, ki je ni mogoče zadovoljiti niti z interno pridobljenimi sredstvi ne s pomočjo zunanjega posojilodajalca, sta (Kaar, 2015, str. 21):

- financiranje inovacij (razvoj inovacij proizvodov, postopkov s potrebo po vlaganju in dolgoročnim časovnim horizontom),
- ekspanzivno financiranje (strategija rasti z notranjimi in zunanjimi cilji rasti).

To sta kritični fazi, ki ju je možno s pomočjo kotiranja na borzi lažje premagovati (Kaar, 2015, str. 21).

Maksimovic in Pichler (v Kaar, 2015, str. 26) sta v svojem modelu IPO povezala z boljšim konkurenčnim položajem. Podjetja naj bi imela prednosti v smislu pionirstva (angl. First Mover Advantage – FMA), podjetjem prinese večje zaupanje vlagateljev, strank in financerjev. Chammanur He in Nandy (v Kaar, 2015, str. 26) sta za proizvodni sektor v ZDA raziskala razmerje med trenutkom IPO in med Product Market Competition, pri čemer sta ugotovila naslednje:

- na verjetnost, da pride do IPO, vpliva prodajni trg, vezan na proizvod,
- po IPO se na račun njihovih konkurentov povečajo tržni deleži podjetij, konkurenti so podjetja, ki so že na borzi, kot tudi tista, ki še niso,
- pri podjetjih v zasebni lasti tržni deleži bolj upadejo kot pri ostalih.

Kotiranje na borzi glede na povzeto vpliva na konkurenčnost in konkurenčne pogoje podjetja (Kaar, 2015, str. 26).

Izboljšan položaj pri združitvah in prevzemih (angl. Mergers & Acquisitions – M&A) je še ena spodbuda za podjetja, ki se odločijo za prihod na borzo. Zaradi te poteze, torej odhoda na borzo, je lažje izpeljati dejavnosti, kot so (Kaar, 2015, str. 28):

- lastne delnice so s pomočjo javnega razpisa na voljo kot plačilno ali menjalno sredstvo pri transakcijah v okviru združitvev in prevzemov,
- zmanjšajo se negotovosti glede ocenjevanja vrednosti lastnega podjetja,
- uvedba ukrepov za prestrukturiranje je lažja,
- z izdajo delnic pridobljena sredstva omogočijo dokupe podjetja.

Tudi Brau in Fawcett (v Kaar, 2015, str. 28) potrjujeta, da ima javni razpis delnic odločujoči vpliv pri izboljšanju položaja pri združitvah in prevzemih; to je bilo ugotovljeno za anglosaške dežele.

1.7 Kdaj se podjetja odločijo za prvo javno ponudbo

Za vstop podjetja na borzo oziroma določanje trenutka vstopa sta na voljo dve osrednji hipotezi: življenjski cikel podjetja (angl. Life Cycle) in tempiranje trenutka za vstop na borzo (angl. Market Timing). Da je podjetje uspešno pri kotiranju na borzi, mora dokazati ustrezno zrelost, in sicer je odločitev za odhod na borzo posledica stalnega razvoja v času rasti in povečevanja financiranja. Drugo pomembno dejstvo je, da je nemogoče udejanjiti uspešno plasiranje na borzi v času težkih tržnih razmer, zato se lahko izvede uspešen IPO, ko oba

dejavnika vzpostavita idealno okolje za odhod na borzo. Teorija življenjskega cikla podjetja je teorija, ki zajema dolgoročen zorni kot, in sicer je razvoj podjetja v središču vprašanja o tempiranju odhoda na borzo. Teorija tempiranja trenutka vstopa na borzo na drugi strani se osredotoča na zunanje okvirne pogoje. Na kapitalskih trgih je treba upoštevati vsakodnevna nihanja. V okviru teorije tempiranja trenutka je dokazana povezanost med obdobji borzne rasti in številom prvih javnih ponudb, boljše je okolje, več podjetij si želi iti na borzo. Še vedno pa je nejasno časovno obdobje, ki je neposredno pred prvim dnevom poslovanja, četudi je sorazmerje med tržnimi stopnjami in številom IPO dokazano (Kaar, 2015, str. 4).

Kaar (2015, str. 53) v nadaljevanju pojasnjuje, da je trenutek nastopa IPO s strani zagovornikov hipoteze življenjskega cikla podjetja opredeljen kot razvojni korak v poslovnem oziroma življenjskem ciklu podjetja, kotiranje na borzi podjetjem ponuja predvsem stroškovne prednosti. Novoizdane delnice se uporabijo predvsem za uresničitve možnosti rasti ali za naložbe v nove projekte s pozitivno knjigovodsko vrednostjo, kar je neodvisno od dogajanja na kapitalskem trgu. Do povečanega števila prvih javnih ponudb lahko vodijo tudi tehnološki pretresi ali deregulacija. Iz tržno določenega trenutka izhajajo hipoteze, ki v središče pozornosti postavljajo zunanje okvirne pogoje, tako sta na primer (v nadaljevanju npr.) za prijazno sprejetost novega podjetja pomembna vzdušje in borzni indeks. Managerji izkoriščajo napačne ocene vrednotenja podjetja, tako iz te predpostavke izhajajo premisleki glede trenutka odhoda na borzo. Te hipoteze oziroma njihovi avtorji izhajajo iz polovično uspešnih ali neuspešnih trgov, saj šele če alokacija kapitala ni učinkovita, ta omogoča, da se ustvari dodana vrednost iz ciljnega tempiranja trenutka.

Na odločitev podjetja o morebitnem odhodu na borzo zato, kot je bilo že pojasnjeno, nedvomno vplivajo premisleki o specifičnih življenjskih ciklih, vplivajo na najprimernejši trenutek za to potezo. Proti hipotezi življenjskega cikla podjetja govorita obenem dve anomaliji trga IPO, ki sta »vroče izdaje« in dolgoročna nizka uspešnost (Kaar, 2015, str. 54).

1.8 Prednosti in slabosti

Prva javna ponudba prinaša podjetju, ki se za to odloči, tako prednosti kot slabosti. Velika prednost je, da zasebnemu podjetju omogoča povečanje lastniškega kapitala bolj kot iz kateregakoli drugega vira, in sicer tovrsten dotok lastniškega kapitala omogoča podjetju, da dobičkonosno vlaga, izboljšuje njihovo splošno finančno sliko in omogoča dodatne možnosti izposojanja. Znotraj nedavne akademske raziskave je bilo ugotovljeno, da je bilo v ZDA pri tipičnem IPO zbranih v povprečju 110 milijonov dolarjev (Magginson & Smart, 2006, str. 476).

Naslednja prednost je, da je podjetjem z IPO omogočeno, da lažje pritegnejo, zadržijo in uvajajo spodbude za nadarjene managerje na način, da jim ponudijo možnost odkupa delnic in druge kompenzacije v povezavi z delnicami. Obenem zagotavlja managerjem, ki so z delnicami dobili določen delež v podjetju, likvidnost v času, ko to še ni kotiralo na borzi (Magginson & Smart, 2006, str. 477).

Pagano, Panetta in Zingales (1998, str. 38) pravijo, da je najpogosteje omenjena prednost kotiranja na borzi ta, da podjetje na ta način pridobi dostop do nebančnega vira financiranja. V večini modelov je ta prednost eksplicitno ali implicitno prisotna. Za pridobivanje sredstev na javnih trgih so motivirana posebej podjetja z visokimi trenutnimi in prihodnjimi naložbami, podjetja z velikim finančnim vzvodom in tista z visoko rastjo. Vsi naštetih dejavniki so v pozitivni korelaciji z verjetnostjo IPO. Problem bančnih posojil je, da banke s tem lahko pridobijo rente zaradi privilegiranih informacij o kreditni sposobnosti svojih strank. Avtorji v nadaljevanju ugotavljajo, da podjetje s pridobitvijo dostopa na trg vrednostnih papirjev ter diskriminacijo informacij med vlagatelji spodbudi zunanjo konkurenco svojega posojilodajalca ter si na ta način zagotovi nižje stroške kredita, lahko tudi večji obseg zunanjega financiranja. Mogoče je tudi, da si zagotovi oboje od naštetega.

Glede na to, ali se podjetje odloči za borzno kotiranje, to vpliva na likvidnost delnic podjetja, kot tudi na obseg diverzifikacije lastnikov podjetja. Z delnicami, s katerimi se trguje le prek neformalnega iskanja ustreznega partnerja in ki niso v javnem trgovanju, predstavlja za prvo stranko precejšen strošek, saj je trgovanje z delnicami na organizirani borzi cenejše, še posebej za manjše delničarje. Če začetni lastniki dobijo denar od razpršenih vlagateljev, upoštevajo tako likvidnost, ki je zagotovljena s kotiranjem na borzi. Likvidnost delnic si lahko predstavljamo kot naraščajočo funkcijo volumna njihovega trgovanja. Dejanske koristi od te likvidnosti imajo le velika podjetja, kar vodi k drugemu razlogu, zakaj je korelacija med velikostjo in verjetnostjo IPO pozitivna. Kotiranje na borzi prinaša lastnikom podjetja pomembne možnosti za diverzifikacijo, kar lahko doseže neposredno, če na primer proda ali reinvestira v drugo premoženje. Druga možnost je posreden način, podjetje lahko zbere svež lastniški kapital po IPO in ima deleže v drugih podjetjih. Če je diverzifikacija pomemben motivacijski dejavnik ali spodbuda za kotiranje, bi morala iti na borzo bolj tvegana podjetja, večinski delničarji pa bi morali v času IPO ali tik zatem prodati večji del svojih delnic (Pagano, Panetta & Zingales, 1998, str. 39).

Po besedah Pagana, Panette in Zingalesa (1998, str. 40) je vrednostni trg na nek način orodje, s katerim se disciplinira managerje tako z ustvarjanjem nevarnosti za sovražne prevzeme kot tudi z vzpostavljanjem tržne ocene odločitev managerjev. Delničarji lahko uporabijo informacije, ki se odražajo v cenah delnic. To storijo za načrtovanje kompenzacijskih shem za managerje, ki bi bile bolj učinkovite, kar dosežejo z indeksiranjem njihovih plač glede na cene delnic ali s ponudbo delniških opcij.

Zingales (v Pagano, Panetta & Zingales, 1998, str. 41) opredeli odločitev odhoda na borzo kot posledico odločitve začetnega lastnika za maksimiranje vrednosti, saj začetni lastnik želi nenazadnje prodati podjetje. Z IPO lahko vpliva na obseg pravic denarnega toka. Določi lahko večinske deleže, ki jih želi obdržati. Obstaja situacija, ko korporativni nadzor ni popolnoma konkurenčen, medtem ko trg za individualne delnice je. To razmerje bo vplivalo na presežek od potencialnega kupca podjetja, imetnik namreč uspe pridobiti presežek s prodajo pravic denarnega toka za razpršitev delničarjev in za ohranitev nadzora. Ta presežek

izhaja iz povečanega denarnega toka prodajalca in se obenem izogne pogajanjem s kupcem. Če imetnik ohrani nadzor, lahko z neposrednim pogajanjem pridobi presežek, izhajajoč iz zasebnih dobičkov kupca. Če povzamem že povedano, je IPO orodje, s katerim začetni lastnik doseže lastniško strukturo podjetja, ki maksimira njegove skupne prihodke iz prodaje. Zaradi vsega tega se pričakuje velika pogostost prenosa nadzora po odhodu oziroma uvrstitvi na borzo.

Naslednja prednost, ki jo razlaga Wolff (1994, str. 35), je okrepljena publiciteta. Okrepljena publiciteta povečuje stopnjo prepoznavnosti nekega podjetja, s čimer zraste ugled podjetja pri vlagateljih, strankah, poslovnih partnerjih in sodelavcih. V ZDA pomeni kotiranje na borzi, da je podjetje uspelo, je torej znak podjetniškega uspeha, ta učinek lahko opazimo tudi v Nemčiji.

Zadnja prednost, ki jo prinaša kotiranje na borzi, so okna priložnosti. Ritter (v Pagano, Panetta & Zingales, 1998, str. 41) pravi, da lahko pride do napačne postavitve cene, če podjetja ugotovijo, da so ostala podjetja v njihovi panogi precenjena, tako imajo še večjo spodbudo za uvrstitev na borzo. Podjetniki lahko uspejo in izkoristijo precenjenost svojega podjetja s strani vlagateljev in če jim to uspe, pričakujemo, da se podjetje bolj verjetno odloči za odhod na borzo, saj je trg takrat še razburljiv in živahen. To lahko izmerimo s srednjim razmerjem tržne in knjigovodske vrednosti podjetja, in sicer lahko visoko razmerje med njima pomeni tudi, da racionalni vlagatelji močno cenijo prihodnje možnosti za rast panoge. Če ta priložnost zahteva od podjetja velika vlaganja, bo to bolj spodbujeno za odhod na borzo in pridobitev novih finančnih sredstev. Po drugi strani pa obstaja veliko slabosti javnega kotiranja na borzi, na primer finančni stroški IPO, managerski stroški IPO, poudarek na ceni delnic, negativna selekcija in izguba zaupnosti.

Stalni stroški posredovanja informacij vlagateljem in regulatorjem podjetij predstavljajo velik delež stroškov. V okviru javnega trgovanja lastnih delnic se ustvarijo precejšnji enkratni stroški, ki jih delimo na posredne in neposredne stroške, ki vplivajo na kapitalske stroške podjetij, ki se plasirajo na borzo. Posredni stroški so povezani predvsem z managerskim časom in naporom v okviru izpeljave ponudbe, ublažitvijo, ki jo povezujemo s prodajo delnic po ponudbeni ceni. Ta je sicer v povprečju nižja od cene, ki je na trgu takoj po IPO. Neposredni stroški pa so na primer pravne in revizijske tarife, pristojbine za postopke, ki so izvedeni pred prevzemom delnic (Ritter, 1998, str. 1).

Tudi Pagano, Panetta in Zingales (1998, str. 38) v svojem delu pravijo, da javna ponudba delnic poleg podcenitve na začetku prinaša visoke neposredne stroške. Mednje prištevajo registracijske pristojbine. V nadaljevanju pravijo, da stroški, kot so letne dajatve za revizije, pridobivanje potrdil in dovoljenj ter diseminacijo računovodskih podatkov, borznih tarif, bolj obtežijo manjša podjetja, saj se ne povečujejo sorazmerno z velikostjo IPO.

IPO prinaša izzive v povezavi z upravljanjem v podjetju, saj se zahteve po upravljanju povečajo. Te zahteve so sestavljene iz celovitega poročanja, jasnega razločevanja med

nadzorništvom in upravljanjem ter četrletnega poročanja kapitalskemu trgu. Podjetje naj bi predstavljalo discipliniranje uprave podjetja za uspešnost in večje dobičke delničarjev. Zato ni presenečenje, da je izboljššan nadzor pomemben vidik za odločitev iti na borzo predvsem v velikih podjetjih (Kaar, 2015, str. 32).

Leland in Pyle (1977) sta raziskovala asimetrijo informacij in ugotovila, da so vlagatelji o dejanski vrednosti podjetij, ki vstopijo na borzo, slabše obveščeni kot izdajatelji. To negativno vpliva na povprečno kakovost podjetij, ki bi želela prodati svoje delnice. Vpliva tudi na ceno, po kateri se delnice prodajajo. Rock (1986) dodaja, da asimetrija informacij vpliva na obseg podcenjenosti, ki je potrebna za njihovo prodajo. Chammanur in Fulghieri (1999) pojasnjujeta, da strošek negativne selekcije pomeni večjo oviro za manjša in mlajša podjetja, za podjetja z manjšo prepoznavnostjo.

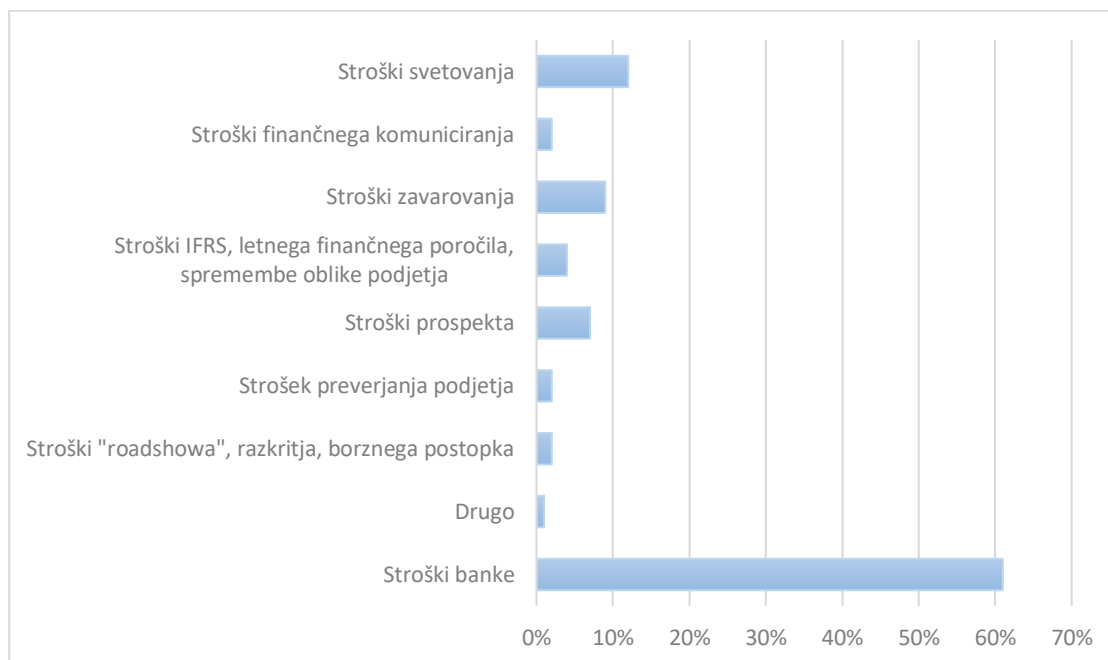
Slabost IPO je v borznih pravilih o razkritju podatkov, ki podjetja prisilijo, da včasih izdajo podatke, povezane s konkurenčno prednostjo, ki bi morali ostati tajni. Delikatni so tudi vsi podatki o aktualnih projektih za raziskave in razvoj, prihodnje strategije trženja itd., saj so ti podatki nato pod drobnogledom davčne uprave. To za podjetja pomeni manjše možnosti, da bi se odločila za davčne utaje in se izogibala plačevanju davkov podjetjem, ki niso na borzi. Campbell kot prvi omeni, da je to element, ki odvrča od pridobivanja sredstev na javnem trgu. Yosha je prikazal, da se podjetja z občutljivejšimi podatki ne odločijo tako hitro za odhod na borzo; če so stroški javne ponudbe visoki, pa še kasneje (v Pagano, Panetta & Zingales, 1998, str. 38).

Kot že omenjeno, slabost kotiranja na borzi predstavljajo enkratni in stalni stroški, od katerih skupni stroški znašajo praviloma med 5 in 8 % obsega izdaje in obsegajo stroške pretvorb, publicitete, pristojbin, oglaševanja in provizij za konzorcij bank (Rödl & Zinser, 2000, str. 99). Tudi strošek časa je eden, na katerega ne smemo pozabiti, zato je priporočeno, da se pomembne managerske kadre pred odhodom na borzo preusmeri v IPO-dejavnosti, kot sta pogajanje z bankami, računovodji, pravniki ter preliminarna promocija razpisa delnic.

1.9 Stroški postopka

Stroški postopka IPO so v literaturi najpogosteje omenjeni kot glavna ovira, ki podjetjem preprečuje odločitev, da bi se odločila za IPO. Poznamo dve skupini stroškov, ki se pojavljajo pri IPO. Po eni strani imamo neposredne stroške v obliki stroškov plačil za banke, svetovalce, pravnike. Posredno zmanjšanje premoženja nastane zaradi začetne podcenitve.

Slika 3: Struktura stroškov IPO, izraženo v %



Vir: Prirejeno po Ilk (2012).

Po Kaar (2015) ločimo dve vrsti stroškov. Slika 3 nazorno prikazuje, kolikšen del prispeva vsak od stroškov v celotni strukturi stroškov IPO:

- V okviru neposrednih stroškov ni mogoča splošna izjava o stroških. Stroške je mogoče opredeliti glede na izkupiček ob izdaji, tako na primer skupni neposredni stroški znašajo nekje med 5 in 13 % izkupička obsega izdaje. Ločimo tri vrste skupnih neposrednih stroškov: bančne provizije, svetovalne stroške in stroške za odnose z vlagatelji, od katerih stroški provizij predstavljajo daleč največji obseg oziroma delež za konzorcij bank.
- Med posredne stroške prištevamo oportunitetne stroške (empirično zabeležene podcenitve), kar pomeni zvišanje cen v prvem dnevu trgovanja z novimi delnicami. Če se podcenjenost sistematično ponavlja, to pomeni, da je znižanje vrednosti sprejeto s strani podjetja, in sicer v tem primeru govorimo o »Money left on the table«, ki govori o zavestnem sprejemanju zniževanja na prvi dan trgovanja.

Poleg neposrednih stroškov in začetne podcenjenosti prihaja pri IPO do davčnih učinkov, ki so opazni na ravni podjetja in družbenikov. Pri novem podjetju na borzi se pričakuje sorazmerna porazdelitev dividend, ki lahko povzroči zožitev finančne prožnosti. Tekoči stroški IPO so na primer organiziranje skupščin, priprava četrletnih in zaključnih letnih poročil, ki so pripravljena po mednarodnih računovodskih smernicah, ter tekoči stroški, povezani z odnosi z vlagatelji (Kaar, 2015, str. 33).

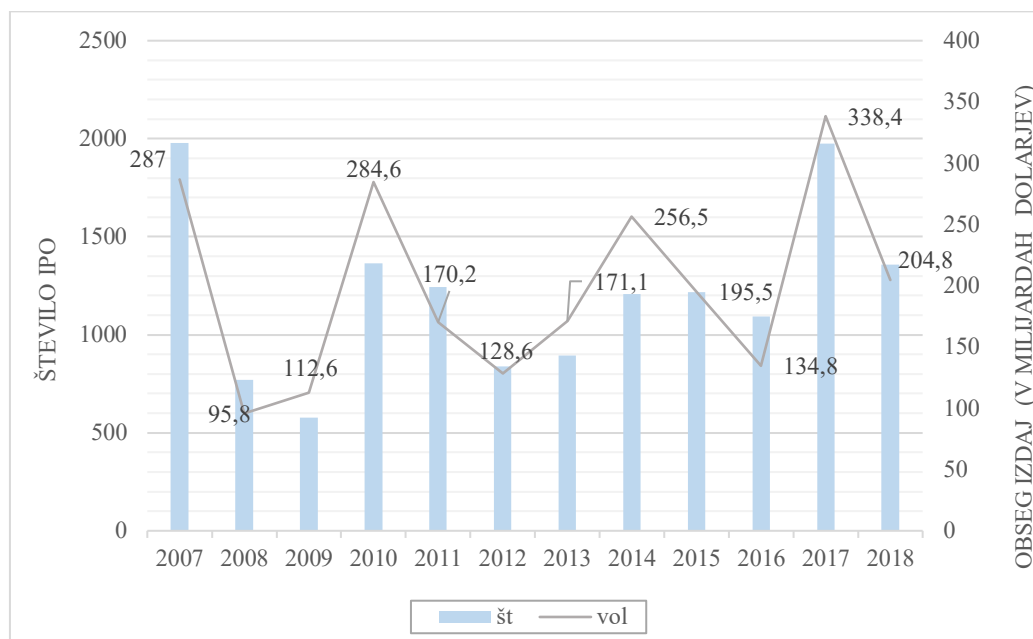
Podjetje mora izpolnjevati neštete predpise v okviru IPO, kar za polovico podjetij predstavlja občutne stroške, posebej velike stroške prinaša računovodstvo mednarodnih standardov računovodskega poročanja (angl. International Financial Reporting Standards – IFRS), kar zadeva zgolj podjetja na reguliranem trgu. Obveznost poročanja je na drugem mestu glede na stroškovno obremenitev, kjer govorimo o letnih in polletnih zaključnih poročilih, takoj za njimi so stroški obveščanja, kjer govorimo o sprotnih obvestilih, zahtevah za korporativno upravljanje itd. in zadevajo podjetja na reguliranih trgih. Po zelo aktualni anketi iz leta 2018, opravljeni v nemškem prostoru, je dve tretjini vprašanih podjetij skupne stroške izpolnjevanja regulatornih zahtev ocenilo na 100.000–500.000 evrov na leto, medtem ko se stroški prostega trgovanja gibljejo med 50.000 in 250.000 evri (Deutsches Aktieninstitut, 2019).

Pri primerjavi pristojbin ob izdaji IPO v ZDA glede na Evropo so Abrahamson, Jenkinson in Jones (v Ilk, 2012, str. 27) ugotovili naslednje: v ameriškem prostoru se pristojbine gibljejo okoli 7 %, medtem ko so v Evropi občutno nižje, za 3 odstotne točke. V ZDA pristojbine pri večjih izdajah narastejo, v Evropi pa upadejo. To je bila druga ugotovitev avtorjev, za kar menijo, da se zgodi zaradi večjega pritiska konkurence v ZDA. Drugi razlog je heterogen strukturni razvoj evropskega trga ter tretji strateško določanje cen med bankami. Kot dodatna zanimivost naj bi bilo poprodajno tveganje IPO višje za tista podjetja, ki pričnejo s kotiranjem v obdobju, ko je trg nestanovit. Ugotovitev so prispevali Gleason, Johnston in Madura (2008).

1.10 Globalni trendi na trgih prvih javnih ponudb

Slika 4 podaja informacije o številu izdanih IPO in zbranem kapitalu. V zadnjem desetletju je bilo skupno število IPO 14.517, pritegnili so skupni obseg primarnih izdaj v višini 2,38 bilijona dolarjev. V letu 2017 je bilo izvedenih 1.974 IPO, kar je 55 % več kot leto prej. V desetletju po globalni finančni krizi 2008–2009 so ti količinski kazalniki veliko uspešnejši kot v letih 2008, 2009. Skupni znesek naložb, ki so jih podjetja v letu 2017 pritegnila na finančnem trgu, je bil 338,4 milijarde dolarjev, ki je presegel do tedaj najboljše leto 2010 (284,6 milijarde dolarjev).

Slika 4: Število in obseg izdaj IPO globalno v obdobju 2007–2018

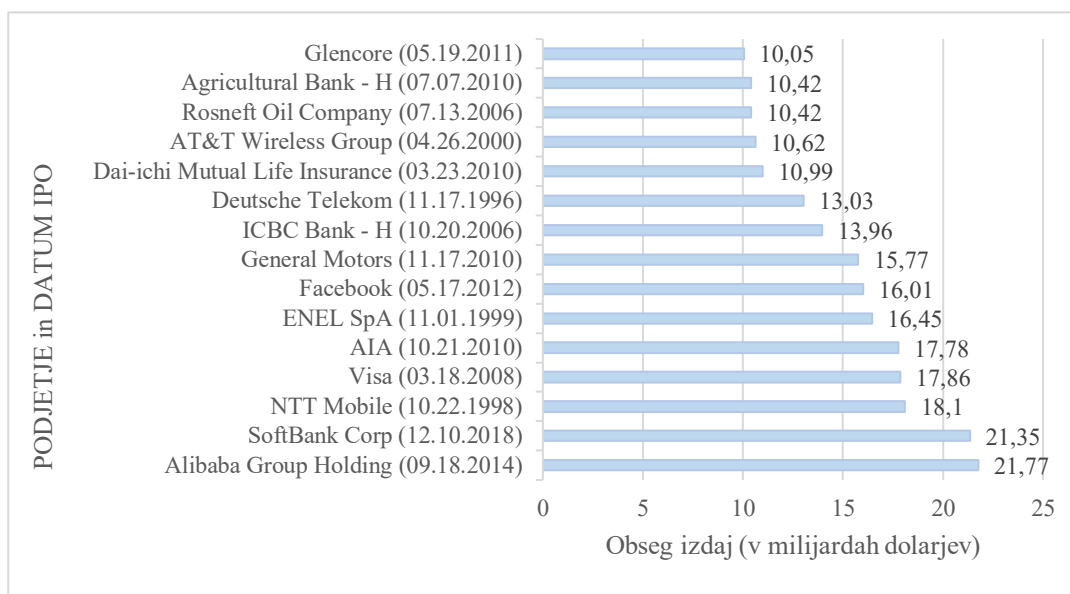


Vir: Prirejeno po Statista Inc. (2020a) in Statista Inc. (2020b).

Slika 5 prikazuje 15 največjih IPO glede na obseg izdaj, ki so se odvile do julija 2019. V preteklih letih je Alibaba Group Holding v letu 2014 zbral neverjetnih 21,77 milijarde dolarjev, kar je največji IPO do sedaj. Sledi SoftBank Corp v letu 2018 s 21,35 milijarde dolarjev.

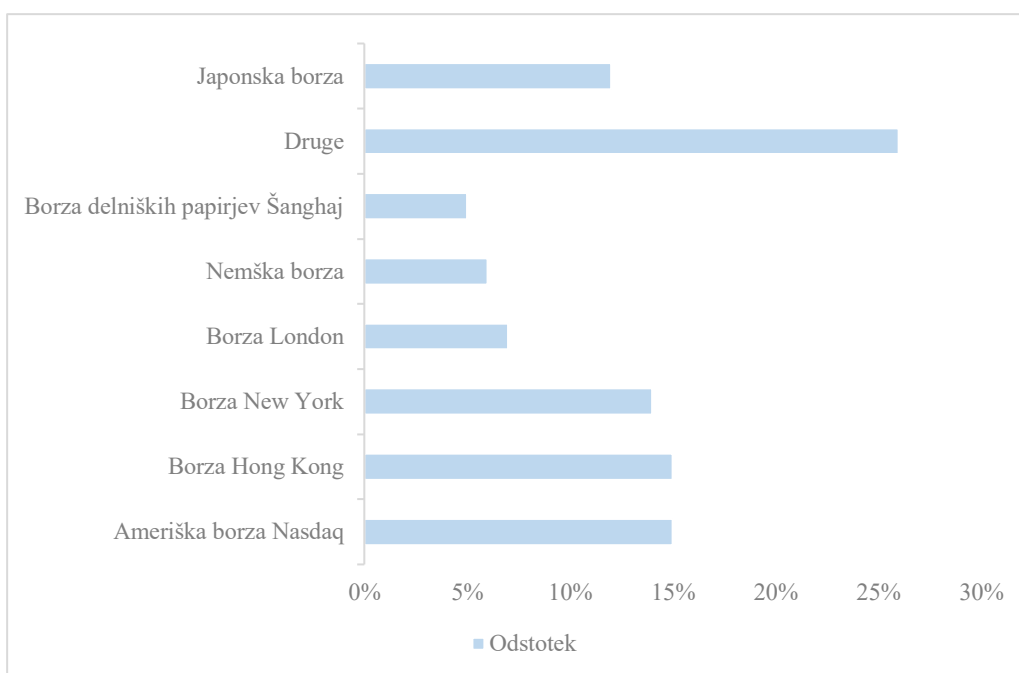
Iz slike 6 lahko razberemo, na katerih svetovnih borzah delniških papirjev je bilo opravljenih največ IPO-transakcij, v letu 2018. Najbolj uspešni sta bili ameriška borza Nasdaq in borza v Hongkongu. Na borzo Nasdaq je v letu 2018 na novo vstopilo 210 podjetij, ki so skupno zbrala 34 milijard dolarjev. Na borzo v Hongkongu pa je v letu 2018 vstopilo 195 podjetij z obsegom izdaj v višini 33 milijard dolarjev. Takoj za njima sledi borza v New Yorku s 14 % vseh svetovnih transakcij. Na borzo v New Yorku je vstopilo 71 podjetij, obseg izdaj je znašal 32 milijard dolarjev.

Slika 5: Največji IPO na svetu (po obsegu izdaj) do julija 2019



Vir: Buchholz (2019).

Slika 6: Svetovne borze delniških papirjev glede na delež IPO v letu 2018, izraženo v %

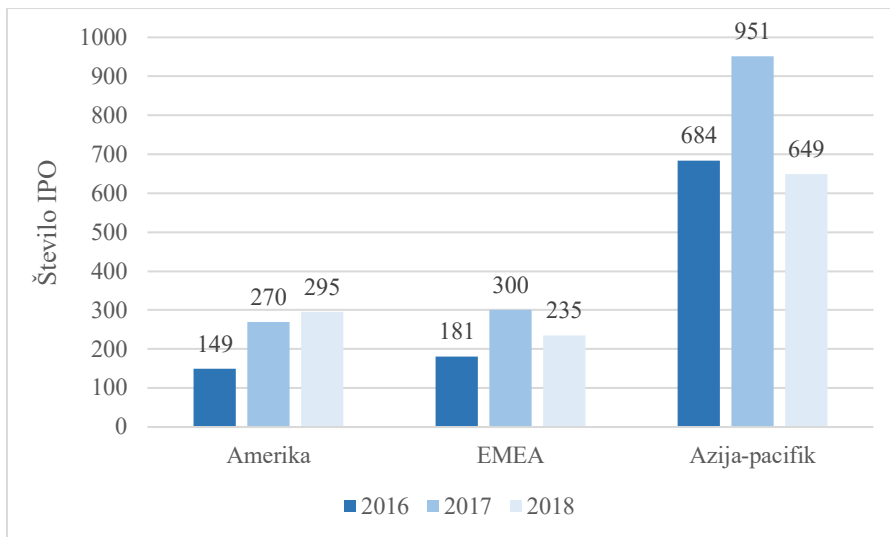


Vir: Prirejeno po PriceWaterhouseCoopers (2018a).

V okviru globalne analize IPO poznamo tri glavne regije: regija Evrope, Bližnjega vzhoda in Afrike (angl. Europe, Middle East, Africa, v nadaljevanju EMEA), Amerika in Azija-Pacifik. Slika 7 prikazuje aktivnost IPO-trgov teh regij v letih 2016–2018 po številu IPO. V

teh letih je bila regija Azija-Pacifik najbolj aktivna ne le po številu IPO, temveč prav tako po obsegu, le v letu 2018 je obseg izdaj znašal 99,1 milijarde dolarjev.

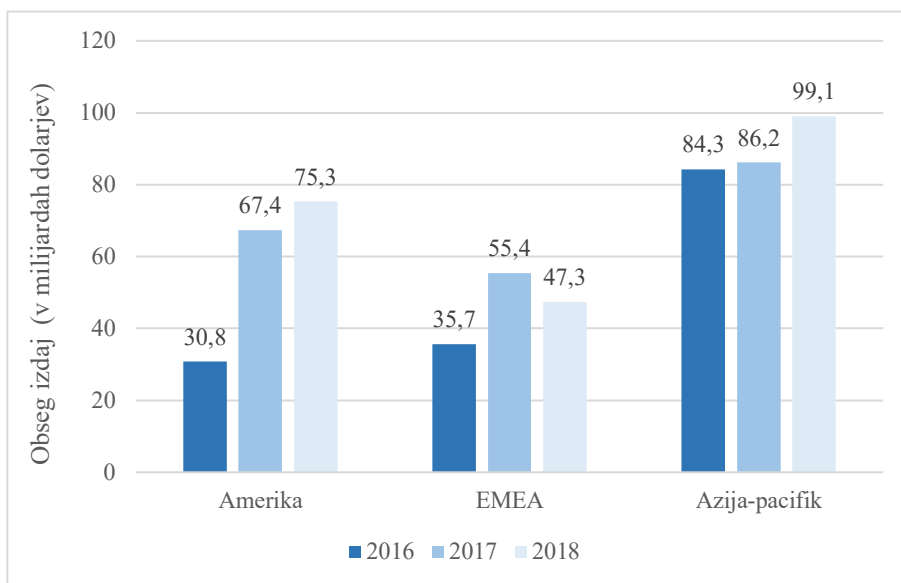
Slika 7: Število IPO po regijah za obdobje 2016–2018



Vir: Prirejeno po PriceWaterhouseCoopers (2018a).

V EMEA je v letu 2018 obseg izdaj dosegel 47,3 milijarde dolarjev, v regiji Amerika pa 75,3 milijarde dolarjev, kar prikazuje slika 8.

Slika 8: Obseg izdaj po regijah za obdobje 2016–2018



Vir: Prirejeno po PriceWaterhouseCoopers (2018a).

Po raziskavi podjetja za revizijo in druge finančno-računovodske storitve PriceWaterhouseCoopers je več kot polovica anketiranih, natančneje 55 %, ocenilo Šanghaj kot najbolj popularno borzo do leta 2025. IPO-trg naj bi do leta 2030 po njihovih prepričanjih dominiral predvsem azijski trg, za Kitajsko je 80 % anketiranih ocenilo, da bo prevzela vodilno vlogo pri novih izdajah ter zbrala največ kapitala na ta način. Na drugem mestu takoj za Kitajsko je po mnenju anketiranih Indija glede na število novih IPO (PriceWaterhouseCoopers, 2011).

2 MAKROEKONOMSKI, INSTITUCIONALNI DEJAVNIKI IN NJIHOV VPLIV NA ŠTEVILO OBSEG PRVIH JAVNIH PONUDB

2.1 Pregled ključnih člankov in literature

Tran in Jeon (2011, str. 2) pravita, da makroekonomski dejavniki v določeni meri vplivajo na uspešnost poslovanja in na optimalno uspešnost, kar vpliva na odločitev podjetja o odhodu na borzo. Za vlagatelje so po besedah avtorjev zanimiva vprašanja načina vplivanja makroekonomskih dejavnikov na dejavnost IPO, vprašanja dolžine trajanja vplivov in obsega, v katerem posamezni dejavniki vplivajo na izdajanje novih delnic. Ameer (2012, str. 42) pravi, da so makroekonomski dejavniki nadvse primerni za raziskovanje dejavnikov, ki vplivajo na število IPO. Makroekonomski dejavniki prav tako vplivajo na denarni tok in diskontno stopnjo glede na tveganja. Ostajajo sicer nestrinjanja glede zanesljivosti in doslednosti teh dejavnikov za napovedovanje prihodnjih delniških dobičkov. Po drugi strani pa obstajajo mnenja, da ima obseg s časom spreminjajočega se odzivanja cen delnic na pričakovane ali nepričakovane spremembe v makroekonomskih politikah ekonomske posledice za nastopajoče na trgu.

Makroekonomske dejavnike proučuje relativno malo člankov. Za ameriški trg je bilo opravljenih nekaj raziskav, za namen magistrskega dela sem se osredotočila na štiri najpomembnejše raziskave. Prvo raziskavo so opravili Loughran, Ritter in Rydqvist (1994), ki so našli statistično značilen vpliv delniškega indeksa oziroma pozitivno korelacijo med delniškim indeksom in številom prvih javnih ponudb. Analizirali so 15 držav, s čimer so želeli proučiti čas nastopa IPO. Modelirali so številne podatke glede indeksov cen delnic, prilagojene na inflacijo in stopnje rasti BDP, pri čemer so ugotovili pozitivno razmerje med dejavnostjo IPO in ravnmi cen delnic. Ugotovili pa niso povezave med gibanjem poslovnih ciklov. La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer in Vishny (1997) so v drugi raziskavi za nastajajoče trge odkrili močen pozitiven vpliv stopnje BDP rasti na število IPO. Odnos med vlaganjem v IPO in obrestnimi merami sta raziskovala Jovanovic in Rousseau (2004) ter odkrila, da je njihovo razmerje nemonotono, kar pomeni, da visoke obrestne mere odvrnejo od naložbe. Razlog je predvsem, da se trenutnih sredstev zaradi visokih obrestnih mer ne izplača tvegati, sploh če se znižajo prihodnji prihodki. Če so obrestne mere nizke, podjetja IPO odložijo. Nizke obrestne mere podjetja odvrnejo od vlaganja, če so vlaganja nepovratna, saj v obdobju nizkih obrestnih mer ni več tako drago čakati na pogoje, ki omogočajo

ugodnejše vlaganje. Neoklasična ekonomska teorija opisuje dinamično sovplivanje med vlaganjem, financiranjem in obrestnimi merami, po njej ustvarjajo obrestne mere posebne »kreditne multiplikacijske učinke« ter šok prenosa monetarne politike (Ameer, 2012, str. 45). V četrti pomembni raziskavi pa Neumeyer in Perri (2005) opredeljujeta industrijsko proizvodnjo kot vodilni kazalnik poslovnega cikla, ki naj bi bil v pozitivni korelaciji s številom prvih javnih ponudb.

V nadaljevanju so navedene ostale raziskave, tako z območja Evrope kot tudi ZDA in drugih držav. Raziskava z območja ZDA, ki jo je opravil Kaye (v Ameer, 2012), ugotavlja, da so spremembe v stopnjah obrestnih mer odražale velikost IPO. Na Poljskem sta razmerje med referenčno obrestno mero in številom IPO raziskovala Kovandova in Zinecker (v Ameer, 2012) ter pri tem ugotovila, da empirični dokazi podpirajo hipotezo, da obrestna mera vpliva na število IPO, kar je potrdilo ugotovitve Reesa (1997). Glede obrestne mere sta svojo raziskavo objavila tudi Dayaratne in Wijethunga (v Ameer, 2012). Ugotovila sta dolgoročno ravnovesno razmerje med BDP, 91-dnevno obrestno mero, inflacijo, menjalnim tečajem, skupnim zneskom, zbranim z IPO, ter povprečnim zneskom IPO. Le menjalni tečaj in obrestna mera sta dokazovala večje razmerje s skupnim zneskom IPO. Raziskava, ki sta jo izvedla Rani in Kaurmann (v Ameer, 2012), pa je pokazala vpliv BDP kot napovednika za število IPO. Raziskava je pokazala, da so IPO in tržne obrestne mere v kointegraciji.

Razlagalno zmožnost in dinamičen vpliv makroekonomskih razmer na število IPO sta raziskovala Tran in Jeon (2011) za območje ZDA v obdobju od 1970 do 2005. Ugotavljata, da med dejavnostmi IPO in izbranimi makroekonomskimi dejavniki obstaja dolgoročno razmerje, ki je v ravnovesju. Učinkovitost in nestanovitnost borznega trga v največji meri vplivata na izbiro trenutka odhoda na borzo. Ta učinek borznega trga pa je zasenčen s strani učinka likvidnosti na trgu in realne gospodarske dejavnosti, ki jo predstavlja industrijska proizvodnja. Glede na raziskavo imajo donosnost desetletnih zakladnih obveznic in sredstva Ameriške zvezne banke pomembno vlogo pri določanju količine sredstev, ki se zberejo z IPO. Za razlaganje števila IPO je zelo pomembna uspešnost na borzi.

Raziskava Ljungqvista in Högholma (v Breininger & Glogova, 2002, str. 87) je pri raziskavi uporabila vzorec podatkov 11 evropskih držav za obdobje 1980–1989. Njuna ugotovitev je bila, da neprilagojeni dobički od delnic pomembno pojasnjujejo IPO. Rast BDP naj ne bi imela pomembnejše vloge pri dejavnosti IPO. Visoke frekvence IPO naj bi bile po ugotovitvah za nemški prostor pozitivno povezane z visokimi ravnmi delniških indeksov kot dobrimi razmerami poslovanja. Te visoke frekvence IPO sledijo stopnjam obsežne podcenitve v okviru IPO. Raziskava avtorjev Breininger in Glogova (2002, str. 87) je proučila, kako dobiček delniških indeksov, spremembe pri varčevalnih depozitih, BDP in obrestne mere vplivajo na število in obseg IPO. Ugotovila sta, da je imel delniški indeks močno pozitivno razmerje z IPO-aktivnostjo.

Raziskavo na britanskem trgu sta za obdobje od 1996 do 2016 opravila Angelini in Foglia. Proučevala sta dinamično povezavo med IPO in makroekonomskimi dejavniki. Ugotovitve

so pokazale, da med spremenljivkami obstajata dve kointegracijski razmerji. Najpomembnejšo vlogo med njimi pri odločitvi o odhodu na borzo igra nestanovitnost delniškega trga. V okviru raziskave sta bili za analizo usmeritve in vzročnega razmerja uporabljeni dve metodologiji, ki sta Grangerjev test vzročnosti in Toda-Yamamoto test. Med spremenljivkami obstaja pomembno vzročno razmerje. Prek Grangerjevega testa avtorja podarjata vzročno povezanost med nestanovitnostjo, industrijsko proizvodnjo, obrestnimi merami in številom IPO (Angelini & Foglia, 2018, str. 333).

2.2. Primerjava ameriškega trga prvih javnih ponudb s trgom Evropske unije z institucionalnega vidika

Bijlsma in Zwart (2013, str. 2) opisujeta vlogo bank kot pomembnejšo v celinski Evropi kot pa v ZDA. V ZDA trgi igrajo večjo vlogo v transakcijah med ponudniki in uporabniki kapitala. Banke imajo tam sicer pomembno vlogo na primer, ko gre za financiranje manjših podjetij. V Nemčiji, ki tradicionalno temelji na bankah, je v zadnjem desetletju močno zrasel trg za korporativne obveznice. ZDA so tržno usmerjene, njeni trgi so v splošnem bolj razviti za financiranje lastniškega kapitala, ki vključuje tvegani kapital. Gospodinjski depoziti so v ZDA nižji kot v bančno usmerjenih državah, kar je pričakovano, pričakovano pa ni dejstvo, da imajo države EU, ki so tržno usmerjene, veliko večje bančne sektorje, ki imajo veliko večje čezmejno premoženje in dolgove. Manjši del svojih prihodkov zaslužijo iz obresti kot pa bančni sektorji v bančno usmerjenih državah.

Allen, Chui in Maddaloni (2004, str. 490) pravijo, da finančne strukture posameznih držav kljub globalizaciji in njenim trendom ostajajo različne. Allen, Chui in Maddaloni (2007, str. 36) opisujejo značilnosti finančne strukture ZDA, za katere so značilni majhen obseg bančnih posojil, velik delniški trg in velik trg obveznic. Gre za najbolj tržno usmerjeno gospodarstvo, kjer imajo gospodinjstva v neposredni lasti veliko število delnic. Večina finančnega premoženja je naloženega pri posrednikih na finančnih trgih.

Prebivalci Nemčije imajo za več kot 5 bilijonov evrov premoženja v denarju, od katerega pa je le desetina naloženega v delnice. Pokojninsko zavarovanje v Nemčiji še vedno temelji na sprotnem obračunavanju pokojnine, ki je zakonsko določena. Prek kapitalsko kritega pokojninskega zavarovanja je možno zbrati ogromna finančna sredstva za naložbe na borznem trgu, kar kaže primer iz ZDA, ki so v 70. letih 20. stoletja postavile smernice za razvoj kapitalskega trga z delnicami. Največja investicijska sklada, ki to omogočata, sta Individual Retirement Accounts (v nadaljevanju IRA) in Defined Contribution (v nadaljevanju DC), ki sta skupno naložila 3,3 milijarde dolarjev v delnice ameriških podjetij in 1 milijardo dolarjev v delnice tujih. Skupni delež delnic, ki so naložene v skladih, je še večji, saj je premoženje, naloženo v IRA in DC, zgolj ena tretjina pokojninskih zahtevkov na kapitalnem trgu, ki znaša 25 milijard ameriških dolarjev. V ZDA je torej zelo močno delniško usmerjeno pokojninsko zavarovanje, ki krepi jedro sistema financiranja rasti v ZDA. Sredstva vlaga prav tako večje število institucionalnih vlagateljev (pokojninski skladi). Pokojninski skladi ne vlagajo denarja prihodnjih upokojencev le v podjetja, ki so že

na borzi, temveč tudi v podjetja, ki so šele na začetku kotizacije in spodbujajo ponudbo ekspertiz kapitalnega trga emisijskih bank, družb za upravljanje kapitala in revizorjev (Deutsches Aktieninstitut, 2017).

Fragmentacija je naslednja razlika med ZDA in evropskim prostorom, saj so imele ZDA daleč najmanj koncentriran bančni sektor, kar ni naključje. Roe (v Rajan & Zingales, 2003, str. 43) pravi, da je ta fragmentacija zgodovinskega izvora, ki je ZDA tudi preprečila, da bi postale kot Evropa ali Japonska. Takrat je namreč obstajal populistični strah pred velikimi finančnimi ustanovami. Glavni razlog, da ZDA oziroma njen razvoj ni bil usmerjen proti konkurenci, je, da je bila prisotna vrsta nasprotujočih si zasebnih interesov, pri čemer se investicijske banke niso razumele s komercialnimi, cilji velikih in majhnih bank niso bili enaki. Drugi razlog pa je bila različna politična podpora. V drugih državah je prišlo do sprememb, usmerjenih proti prostemu trgu, česar pa ni bilo v ZDA, te so ubežale spremembam, politična moč je bila tam široko porazdeljena, zakonodaja ni odražala interesov zgolj ene skupine, majhne banke so na primer dobile zvezno zavarovanje depozitov, to je zagotovilo stabilnost in omejilo njihove stroške financiranja (Rajan & Zingales, 2003, str. 43).

Zanimiva je primerjava finančnih sistemov ZDA z evropskimi z zgodovinskega stališča, saj je bil evropski finančni sistem pred prvo svetovno vojno razvitejši kot ameriški, vendar je do preobrata prišlo v 20. letih 20. stoletja in kasneje po veliki gospodarski depresiji. V tem času je ameriški finančni sistem dobil obliko, kot jo ima danes. Vzrok za različen razvoj je različen začetni položaj obeh sistemov, ki je vplival tudi na odziv na veliko depresijo. Na večer pred prvo svetovno vojno je bil ameriški bančni sistem fragmentiran, po besedah Roe (v Rajan & Zingales, 2003, str. 3) je bila fragmentiranost posledica strahu pred velikimi finančnimi ustanovami, ki ga je delno povzročalo politično rivalstvo, ter strahu, da bi celoten nadzor nad državo prihajal iz New Yorka zaradi močnih bank, ki so bile pozicionirane tam. Še en razlog za to je, da je bilo v Illinoisu prepovedano, da bi banke iz Chicaga odprle podružnice in bi s tem bilo spodbujeno reinvestiranje prihrankov kmetov na domačem trgu. V evropskem prostoru je bil čas pred prvo svetovno vojno povsem drugačen, velike narodne banke v Evropi so bile veliko bolj centralizirane glede dodeljevanja sredstev, bančni sistem je bil koncentriran, kar je zmanjševalo učinkovitost odzivanja na gospodarsko depresijo. V Evropi je prevlado v rokah imelo le nekaj bank, kar je olajšalo nastanek politične koalicije. Pravna infrastruktura ni bila v celoti razvita, regulacija pa je bila vzpostavljena v prid velikim bankam. Ta bi sicer bila potrebna za podpiranje neodvisnih, enakopravnih trgov. Ugotovimo lahko, da niti evropski niti ameriški sistem ne predstavlja naravnega izida tržnih sil, vendar sta oba posledica političnih izbir. Povezave med intervencionističnimi vladami in sistemi so se v Evropi nadaljevale tudi po drugi svetovni vojni, kar je omogočal t. i. sistem Bretton Woods. Ta je dopuščal omejevanje prostega pretoka kapitala in narodnim vladam je bilo omogočeno vmešavanje v bančni sistem, zaradi česar se niso razvili neodvisni in enakopravni trgi. Propad sistema Bretton Woods (kot tudi progresivna integracija narodnih finančnih trgov) kasneje je oslabil politično opozicijo, zato so se finančni trgi začeli hitro

razvijati najbolj v Evropi in med drugim tudi po vsem svetu (Rajan & Zingales, 2003, str. 3).

Za to, da so ZDA še po drugi svetovni vojni ohranile dominantno tržno usmeritev, sta bila zaslužna druga razloga. Prvi je, da je bil finančni sistem ZDA po drugi svetovni vojni močnejši in učinkovitejši od sistemov drugih držav, finančne ustanove so dobile več od finančnih trgov in igrale odločilno vlogo pri preprečitvi oteževanja mednarodnih kapitalskih tokov (Helleiner, 1994). Drugi razlog pa je sistem menjave v dolarjih, prevladujoč po drugi svetovni vojni, saj je omogočal omejevanje kapitalskih tokov. Skupaj z Bretton Woodsom je omogočal neodvisne monetarne politike, kar je bilo povezano z možnostjo, da države omejijo mednarodne kapitalske tokove in oblike arbitraže mednarodnega kapitala v celoti. Opisano je sprožilo predsodke do trgov pri evropskih centralnih bankah, na drugi strani je sistem menjave v dolarjih omogočil, da ZDA izvajajo neodvisno monetarno politiko, kar je ameriškim monetarnim oblastem omogočilo manj težav s trgi (Rajan & Zingales, 2003, str. 45).

Po mnenju Rajana in Zingalesa (2003, str. 54) Evropa nekoliko zaostaja pri pravni in regulatorni infrastrukturi. Pravita, da bi ta omogočala delovanje neodvisnih in enakopravnih trgov in da so v ZDA pravila glede razkritja boljša, vendar še vedno ne popolna. Navajata tudi, da je evropski finančni sistem v zadnjih 20 letih postal bolj tržno usmerjen zaradi bolj ugodnih mednarodnih pogojev in gospodarskih pogojev, kot sta povečanje mednarodne trgovine in kapitalskih tokov ter izboljšanje pri obdelavi in prenosu podatkov. Tudi lokalni politični pogoji so pripomogli k temu, kot je na primer prehod od ločenih državnih vlad k poenoteni evropski vladi. Glede pravne ureditve je razlika med evropskimi in ameriški praksami v tožbah. Te so v ZDA pogoste, v Evropi pa redke. Tožba s skupinsko tožbo premaga težavo »free riderja«, ko stranka, ki toži, nosi vse stroške, vendar dobi le del koristi, če so oškodovani vsi delničarji. V ZDA je veliko odvetniških pisarn specializiranih za tožbe korporacij ter njihovih uslužbencev in direktorjev, in sicer v tako imenovanih »stavkovnih tožbah«. V praksi skoraj vsa ameriška podjetja, s katerimi se trguje na borzi, plačujejo zavarovanje, znano kot zavarovanje Directors & Officers ali D&O, da zmanjšajo ta učinek, in sicer, če podjetje izgubi tožbo, delničarji izgubijo dvakrat (Ritter, 2003, str. 428).

Glede posedovanja delnic državljanov ZDA in Nemčije lahko opazimo ogromne razlike. V ZDA ima 10 % najpremožnejših kar polovico bogastva v delnicah in obveznicah, kar je posledica tega, da je bilo po zadnji finančni krizi leta 2008 tiskanje poceni denarja v porastu in je omogočalo meteorsko rast (Kocbek, 2018). Narava Nemcev je, da delnicam ne zaupajo tako močno. Študija Nemškega inštituta za delnice je pokazala, da jih ima le okoli 10,3 milijonov v lasti delnice ali denar vlagajo v sklade, kar ustreza 16,2 % prebivalstva (Deutsches Aktieninstitut, 2019). Tako Nemčija bistveno zaostaja za ZDA, k čemer je prispevalo tudi dogajanje v preteklosti, ko so morali lastniki delnic in posojil reševati zadnjo gospodarsko krizo v EU.

Zaradi vsega navedenega je Evropska komisija v letu 2015 oblikovala načrt o oblikovanju unije kapitalskih trgov, ki je med drugim predvidel ukrepe za olajšan vstop podjetij na javne trge in njihovo zbiranje kapitala na teh trgih. V njem je zapisano, da so kanali financiranja za rastoča podjetja, ki iščejo druge oblike financiranja zunaj bančnega sistema v Evropi, slabo razviti. To naj bi zlasti veljalo za mala in srednje velika podjetja v Evropi, ki več kot 75 % zunanjega financiranja pridobijo z bančnimi posojili. Ukrep, kot je sprememba direktive o prospektu, naj bi pripomogel k olajšanemu vstopu na trg javnih ponudb. Veliko število IPO v letu 2018, najvišje od finančne krize, bi lahko bil rezultat tega ukrepa (Evropska komisija, 2015). Tudi ukrep nacionalne vlade v Nemčiji s segmentom »Scale« je morebiti pripomogel k temu trendu.

2.3 Primerjava okrevanja Evropske unije po finančni krizi v primerjavi z Združenimi državami Amerike

Okrevanje po gospodarski krizi v EU v primerjavi z ZDA ni bilo tako uspešno, na evropskem gospodarstvu pa so se posledice krize drugače odrazile kot na ameriškem. ZDA so po najhujši gospodarski krizi potrebovale približno eno desetletje za okrevanje in vzpostavitev finančne stabilnosti. EU na drugi strani ni dosegla tako hitrega gospodarskega okrevanja, šele v obdobju 2016–2017 je dosegla ponovno rast, a šibko, kar je rezultat neodpornosti ustanov v EU. Razlogi, ki pojasnjujejo negotovost stabilnosti in rasti so visoka nezaposlenost (posebej med mladimi), presežek negativnih dolgov v bilancah bank in nepopolna bančna unija (Demertzis, 2017).

Če analiziramo obdobje po finančni krizi, je EU po njej potrebovala veliko dlje za okrevanje kot ZDA. ZDA so za okrevanje potrebovale obdobje od decembra 2007 do junija 2009, EU pa je za okrevanje potrebovala obdobje od januarja 2008 do aprila 2009, vendar pa je po tem sledilo obdobje daljše recesije od tretjega kvartala leta 2011 za nadaljnji dve leti (Weisbrot, 2014). Krizo so takrat v EU morali reševati delničarji in imetniki obveznic, potrebna je bila dokapitalizacija bank z denarjem davkoplačevalcev, saj je EU bolj bančno usmerjena in ne toliko na trg kapitala kot ZDA. ZDA so raje podpirale rast in zaposlenost, evroobmočje pa se je osredotočilo na prilagoditev (s konsolidiranjem javnih financ in spodbujanjem zunanje »konkurenčnosti«). V celotni EU je prišlo do zmanjšanja državne porabe in dviga davkov.

Finančna kriza v ZDA in evropska finančna kriza po letu 2007 sta pokazali, da različne finančne strukture različno odgovarjajo na situacijo, kot je finančna kriza, in so strateški ukrepi v vsakem primeru drugačni. Kako finančni sistemi in realno gospodarstvo sovplivajo, je odvisno od regulatornega vidika, kot sta finančni nadzor in regulacija, ter od tega, kako organiziran je finančni sistem. Na finančno stabilnost in okrevanje lahko med drugim vplivata še ustanovna sestava finančnega sistema ter porazdelitev med bančnimi in nebančnimi ustanovami. Delnice in vrednostni papirji, torej instrumenti kapitalskih trgov, imajo še vedno pomembno vlogo kot vir financiranja za nekoga, ki vzame kredit, vendar bančna posojila ostajajo prevladujoči vir financiranja (European Savings and Retail Banking Group, 2016, str. 3).

Pomemben razlog, da je bilo okrevanje v evroobmočju počasneje kot v ZDA, je v odzivanju. V evroobmočju naj bi bilo storjenih več napak, ki so imele veliko težo. Več držav evroobmočja se je pri sanaciji bank okoristilo špekuliranja. Špekulacije so bile predvsem glede okrevanja, da naj bi se to kmalu zgodilo in naj bi banke zopet postale dobičkonosne. Ker je v evroobmočju vloga bank pomembnejša in se podjetja nanje zanašajo (zaradi bančnih posojil) bolj kot v ZDA, so slabotne banke bolj obtežile finančni sistem v evroobmočju. Evroobmočje je fiskalno politiko izvajalo manj ekspanzivno v letu 2009 kot ZDA, ta pa je bila nato tudi ostreje omejena. Politični, institucionalni in drugi razlogi so pokazali, da je bila Evropska centralna banka (v nadaljevanju ECB) pri ukrepih bolj previdna kot ameriška centralna banka (angl. Federal Reserve System, v nadaljevanju FED), zato je bilo okrevanje v ZDA uspešnejše (Whyte, 2013).

Opisane primerjave v tem in prejšnjem podpoglavju govorijo v prid trgu IPO v ZDA, zato je na ameriškem trgu financiranje z vstopom na borzo bolj privlačno in pogosteje korišćeno kot v EU.

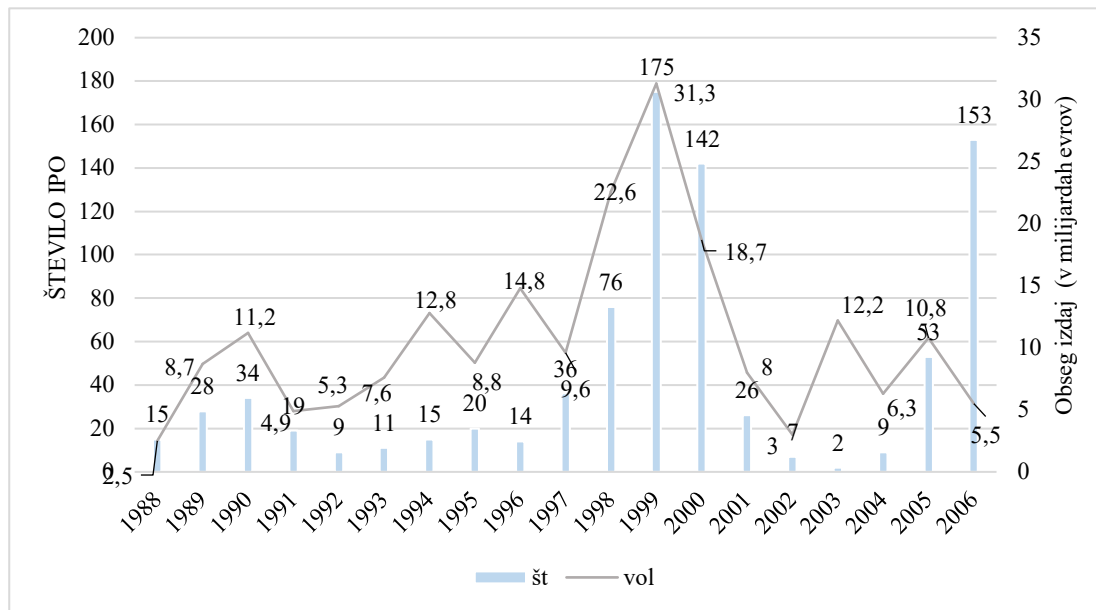
2.4 Statistični pregled trga prvih javnih ponudb v Nemčiji

Von Rosen (2013) je v Nemčiji obseg novih izdaj delnic opisal tako, da ta kaže podoben razvoj kot število prvih javnih izdaj. Izdaja podjetja Telekom je bila največja izdaja takoj po vojni v Nemčiji, leta 1996. Obseg je znašal 10 milijard evrov. Takrat je to predstavljalo kar 80 % celotnega obsega v tistem letu izdanih delnic. V naslednjih letih se je obseg IPO močno povečal, kot prikazuje slika 9, nastal je borzni mehurček, ki je počil, ko se je delniški trg nekoliko umiril. Izboljšanje je sledilo v letih 2005–2007.

Od sredine 90. let 20. stoletja je bilo izdajanje delnic umirjeno. V letih 1998–2000 je sledil ponoven bum in okrevanje je bilo nekoliko kasnejše, za kar je krivo zvišanje vrednosti delnic. Višja vrednost delnic je namreč vodila v njihovo izdajanje, visoka raven dejavnosti je bila povezana s pojavom posebnih tržnih segmentov. Nov trg, imenovan tudi kot »New Economy«, se je ravnal po mladih tehnoloških podjetjih od leta 1997 do 2003. Ta so v tem času borzo bolj aktivno uporabljala kot vir financiranja. Novi trg je takrat sestavljalo 292 od 462 prvih javnih ponudb (Von Rosen, 2013).

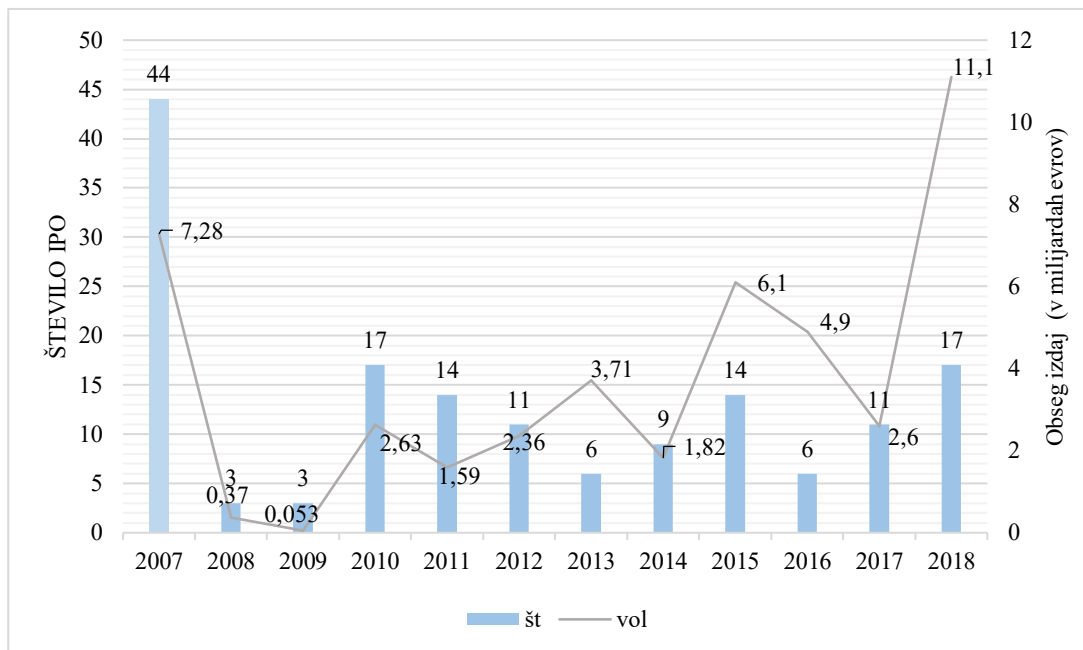
Od leta 2005 so z uvedbo novega ukrepa želeli vzpostaviti ugodne razmere na borzi za majhna, mlada in/ali srednje stara podjetja, ukrep je imenovan Scale. Najbolj znana ukrepa sta Entry Standard (borza vrednostnih papirjev v Frankfurtu) in M:access (borza v Münchnu). Pri obeh je stopnja regulacije nižja kot na trgu, ki ga regulira javno pravo (Von Rosen, 2013). Slika 10 prikazuje obdobje, ki ga analiziram v empiričnem delu, obdobje od leta 2007 do 2018 in prikazuje, koliko podjetij se je v posameznem letu odločilo za IPO in kolikšen je bil obseg teh izdaj. V letu 2018 je borzni trg po dolgem času vse od 1999–2000 ponovno presegel magično mejo 10 milijard evrov.

Slika 9: Število in obseg izdaj IPO v Nemčiji v obdobju 1988–2006



Vir: Prirejeno po Statista Inc. (2019a) in Statista Inc. (2019b).

Slika 10: Število in obseg izdaj IPO v Nemčiji v obdobju 2007–2018



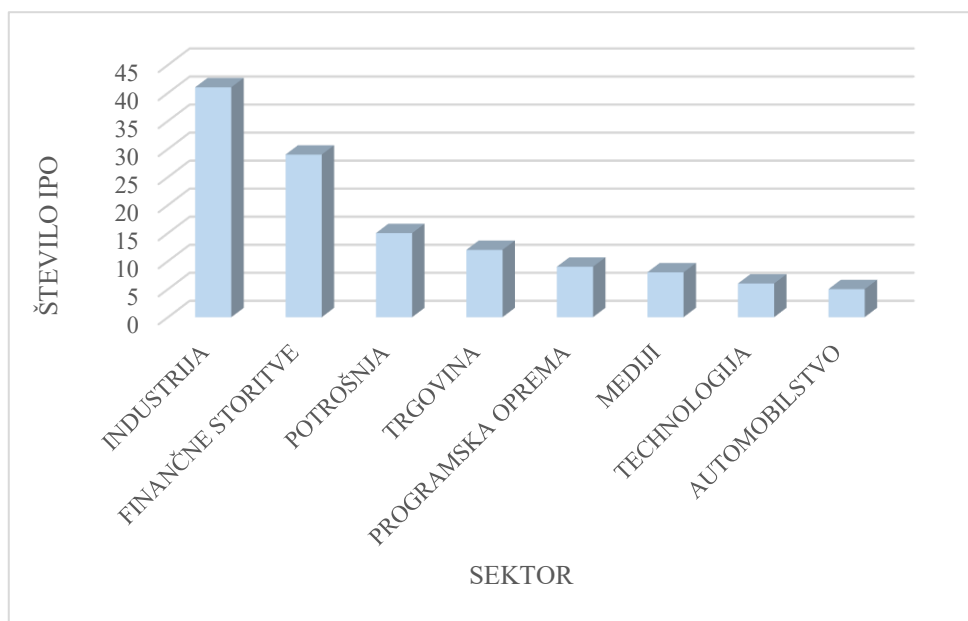
Vir: Prirejeno po Deutsche Börse (2020).

Leto 2018 je po uvedbi »Novega trga« prineslo največ novih IPO. V segmentu Prime Standard se je število novih IPO podvojilo (z 8 na 16 IPO) glede na leto 2017 in je predstavljalo eno od najbolj uspešnih let po finančni krizi v letu 2007. Le en IPO je končal v segmentu »Scale« v letu 2018 kljub prizadevanjem nacionalne vlade, ki je v letu 2017 uvedla platformo »Scale« kot substitut za platformo »Markt 2.0« in naj bi vlagatelje ter

predvsem majhna in srednje velika podjetja pripeljal do hitrejšega sodelovanja. Obseg izdaj se je v letu 2018 glede na leto 2017 več kot potrojil, na 11,1 milijarde evrov (z 2,6 milijarde evrov), kar je največ od obdobja velikega tehnološkega buma, ki se je končal v letu 2000. IPO podjetij Siemens Healthineers, Knorr-Bremse in DWS Skupina so največ prispevali k obsegu, kar 80 %. Siemens Healthineers je bil z izdajo v vrednosti 4,2 milijarde evrov tudi največji IPO v Evropi (Kirchhoff Consult AG, 2018).

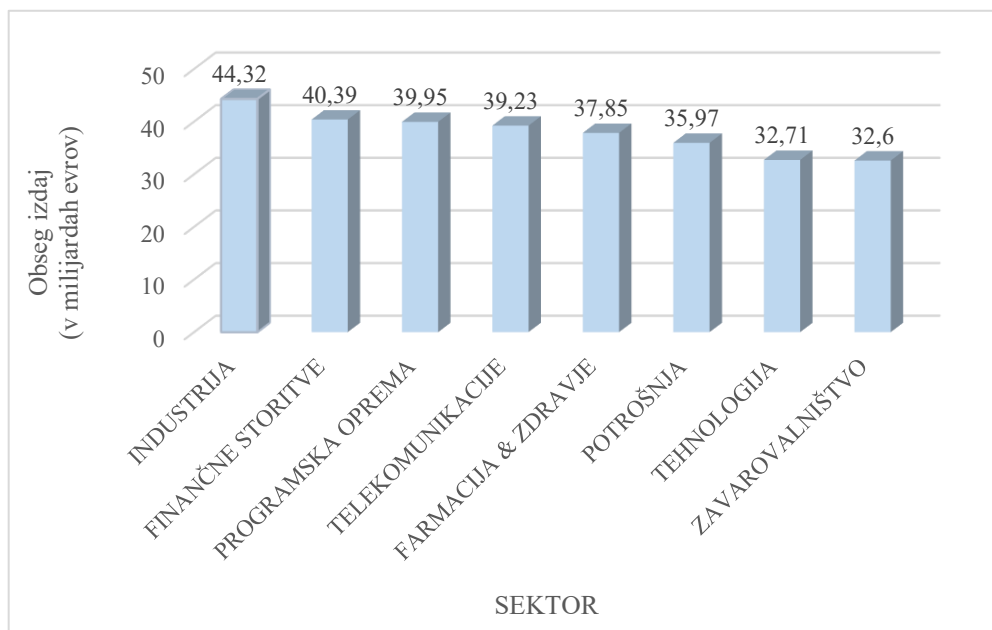
V nadaljevanju sledi podrobnejša analiza IPO za nemški trg za obdobje 2007–2018. Slika 11 prikazuje, da so se v tem obdobju za IPO najpogosteje odločila podjetja, ki so v sektorju industrija, skupno je na borzni parket stopilo 41 IPO. Sledi sektor finančne storitve s skupno 29 IPO. Slika 12 prikazuje podobno sliko, saj so podjetja s skupno največjim obsegom izdaj izhajala prav iz sektorja industrije. Obseg je znašal 44,32 milijarde evrov za to obdobje. Sledi mu sektor finančnih storitev z obsegom 40,39 milijarde evrov.

Slika 11: Število IPO po sektorjih v obdobju 2007–2018



Vir: Lastno delo.

Slika 12: IPO po sektorjih glede na obseg izdaj v obdobju 2007–2018



Vir: Lastno delo.

2.5 Učinek prelivanja (angl. Spillover Effect)

Empirična analiza avtorja Baelea (v Rummer, 2006, str. 192) je proučevala najpomembnejše delniške trge na evropskem ozemlju in učinke prelivanja med posameznimi trgi in vpliv ameriškega delniškega trga na razvoj na evropskem trgu. Rummer (2006, str. 193) pa je med drugim raziskoval tudi vpliv ameriških delniških trgov na razvoj v evropskem prostoru. Ugotovil je, da ima ciljni donos ob izdaji na ameriškem trgu določen vpliv na število novih IPO v Nemčiji. Druga ugotovitev z njegove strani pa je, da število IPO v ZDA prav tako vpliva na donose v Nemčiji, vendar je ta vpliv manj pomemben. Razlog se lahko skriva v tem, da je veliko število novih IPO vzbudilo zanimanje in povpraševanje po IPO tudi v Nemčiji, situacija je omogočila večje donose izdaj.

3 EMPIRIČNA ANALIZA: VPLIV MAKROEKONOMSKIH DEJAVNIKOV NA ŠTEVILO OZIROMA OBSEG PRVIH JAVNIH PONUDB V NEMČIJI

3.1 Opredelitev problema in hipotez

Razumeti, kateri dejavniki vplivajo na aktivnost IPO-trga in na kakšen način vplivajo nanjo, je za podjetja ključnega pomena, da poiščejo pravi trenutek za vstop na IPO-trg. V povezavi s primernim časovnim trenutkom je Ritter (1991) razvil teorijo »okna priložnosti«, kjer pravi, da se podjetniki za prvo javno ponudbo odločijo na osnovi tržnih pogojev, in sicer predvidijo manjše število delnic, ko so cene v padajočem trendu in obratno. Podjetje lahko

vstop na trg načrtuje med drugim na osnovi makroekonomskih dejavnikov, kot so delniški indeks, obrestna mera, stopnja rasti BDP in drugi (v nadaljevanju idr.). Ljungqvist (1995) je za nemški trg ugotovil pozitivno korelacijo med številom IPO in delniškim indeksom ter številom IPO in rastjo BDP. Kljub temu so bili v vsaki dosednji raziskavi za nemški trg analizirani le posamezni makroekonomski dejavniki, zato sem se odločila, da ne analiziram le enega ali dveh, temveč štiri makroekonomske dejavnike in jih primerjam, ali prihaja do enakih korelacij kot v raziskavah, opravljenih v ZDA, saj med ameriškim in nemškim trgom IPO prihaja do učinkov prelivanja. V analizi sem zajela obdobje od leta 2007 do 2018, torej leta neposredno po globalni finančni krizi (2009, 2010), kot tudi leti 2017 in 2018, ko so bili IPO ponovno bolj priljubljeni, predvsem pa sem kot odvisni spremenljivki zajela tako število IPO kot tudi obseg IPO.

Raziskave za trg ZDA, na katerih temelji prva hipoteza, so naslednje: Loughran, Ritter in Rydqvist (1994) so našli statistično značilen vpliv delniškega indeksa kot odločilnega za število prvih javnih ponudb. La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer in Vishny (1997) so v raziskavi odkrili močan pozitiven vpliv stopnje BDP rasti na število IPO. Jovanovic in Rousseau (2004) sta odkrila, da je razmerje med obrestno mero in aktivnostjo IPO nemonotono, kar pomeni, da visoke obrestne mere odvrnejo od naložbe. Neumeyer in Perri (2005) opredeljujeta industrijsko proizvodnjo kot vodilni kazalnik poslovnega cikla, ki naj bi bil v pozitivni korelaciji s številom prvih javnih ponudb prevzemov. Na osnovi tega sem postavila *hipotezo 1*, da na nemškem trgu prvih javnih ponudb v obdobju 2007–2018 prihaja do statistično značilnih vplivov makroekonomskih dejavnikov na število ali obseg prvih javnih ponudb kot v že izvedenih raziskavah za ameriški trg. Ker je pri statistično značilnih makroekonomskih dejavnikih pomembno, kako se moč korelacije spreminja v času, v našem primeru v obdobju med letoma 2007 in 2018, sem preverila *hipotezo 2*, da se moč korelacije med makroekonomskimi dejavniki in številom oziroma obsegom prvih javnih ponudb (po statistični moči in smeri) za obdobje 2007–2018 povečuje. Ugotoviti sem želela, kateri makroekonomski dejavniki so v največji meri vplivali na povečanje števila oziroma obsega prvih javnih ponudb v letih 2017 in 2018, saj se je priljubljenost prvih javnih ponudb v tem obdobju povečala, zato sem preverila *hipotezo 3*, da je v letih 2017 in 2018 na IPO-aktivnost in s tem na število in obseg prvih javnih ponudb vplival makroekonomski dejavnik delniški indeks. Obsežen del obstoječe literature in obstoječih empiričnih analiz je namenjen raziskovanju treh glavnih vedenjskih fenomenov oziroma vzorcev (kratkoročna podcenjenost, dolgoročna nizka uspešnost ter cikli v obsegu podcenjenosti ali vroča tema), zato sem želela sprejeti/zavrnilo *hipotezo 4*, ki pravi, da pričakujemo pozitivno korelacijo med številom oziroma obsegom prvih javnih ponudb in podcenjenostjo. Lowry in Schwert (2002) sta namreč empirično dokazala, da obstaja pozitivna povezanost med podcenjenostjo ter obsegom IPO, o čemer govori vedenjski fenomen o vroči temi. Rezultate bom preverjala oziroma obravnavala kot statistično značilne pri stopnji značilnosti 0,05.

3.1.1 Pregled zbranih podatkov

Vzorec je bil prvotno sestavljen iz 155 IPO, ki so bili plasirani na nemški borzi vrednostnih papirjev v Frankfurtu v časovnem obdobju od januarja 2007 do decembra 2018. V določenih mesecih ni bilo nobenega IPO in tako posledično tudi obsega izdaj IPO, zato so bili posamezni meseci izločeni iz empirične analize. Vzorec je sestavljen iz 69 IPO. Seznam podjetij, ki so se odločila za IPO v tem obdobju, sem pridobila na spletni strani Deutsche Börse Cash Market. Na tej spletni strani so bili na voljo tudi podatki o obsegu izdaj na mesečni ravni. Podatke o delniškem indeksu za Nemčijo, imenovanem Deutscher Aktienindex (v nadaljevanju DAX), sem pridobila na terminalu Bloomberg, mesečne podatke o industrijski proizvodnji, realni rasti BDP in dolgoročni obrestni meri pa na spletni strani OECD.Stat. Vse spremenljivke, odvisne in neodvisne, so zbrane na mesečni ravni, tako je variabilnost podatkov večja, kot bi bila v okviru podatkov na letni ravni. Za vse spremenljivke, ki sem jih uporabila v analizi za preverjanje hipotez, sem najprej izračunala opisne statistike in tako preverila njihove osnovne lastnosti. Iz tabele 1 je možno razbrati gibanje vrednosti posamezne spremenljivke (minimum in maksimum), povprečno vrednost s standardnim odklonom in varianco. Variabilnost je pri vseh spremenljivkah, z izjemo letne obrestne mere, velika.

Tabela 1: Opisne statistike odvisnih in neodvisnih spremenljivk

	VR	Min	Max	M	SD	Var
IPO_število	24,00	1,00	25,00	9,25	6,78	46,02
IPO_vol	11,50	,10	11,60	4,00	3,36	11,26
Dax_vol	22.800,00	22.350,00	45.150,00	30.830,00	7717,16	59.554.509,09
Dax_cena	810.744,00	481.020,00	1.291.764,00	869.318,83	252.935,56	63.976.398.668,52
IP_index	24,20	81,30	105,50	97,59	6,35	40,26
Realni_BDP	9,90	-5,70	4,20	1,44	2,55	6,53
obr_mera_letno	4,13	0,09	4,22	1,86	1,46	2,13

Vir: Lastno delo.

V nadaljevanju sem vse te spremenljivke z namenom izboljšanja kakovosti rezultatov logaritmirala z naravnim logaritmom (ln). Predstavljene so v tabeli 2, transformirane sem uporabila v nadaljnjih analizah.

Tabela 2: Opisne statistike transformiranih odvisnih in neodvisnih spremenljivk

	VR	Min	Max	M	SD	Var
lnIPO_število	2,08	0,00	2,08	0,63	0,574	0,330
lnIPO_vol	9,21	13,23	22,44	18,79	2,164	4,681
lnDax_vol	1,51	21,09	22,60	21,61	0,297	0,088
lnDax_cena	1,24	8,25	9,49	9,01	0,299	0,090
lnIP_index	0,34	4,34	4,69	4,58	0,071	0,005
lnRealni_BDP	3,80	-3,00	0,81	-0,72	0,793	0,628
lnobr_mera_letno	7,42	-2,12	5,30	,30	1,119	1,253

Vir: Lastno delo.

Tabela 3 prikazuje podcenjene in precenjene IPO po letih ter njihove začetne donose v odstotkih. V letu 2017 je bila v Nemčiji prisotna najvišja podcenjenost IPO, in sicer v povprečju 16,68 %. Najvišja precenjenost IPO je sledila v letu 2018 s povprečnimi začetnimi donosi v višini 10 %.

Tabela 3: Prikaz podcenjenih in precenjenih IPO po letih

Leto	Podcenjeni IPO		Precenjeni IPO	
	Število IPO	Začetni donosi (v %)	Število IPO	Začetni donosi (v %)
2007	33	250,87	5	-34,75
2008	3	22,70	0	0,00
2009	2	23,35	0	0,00
2010	9	46,18	3	-9,88
2011	9	35,15	0	0,00
2012	8	33,13	0	0,00
2013	4	5,96	0	0,00
2014	7	32,71	1	-2,50
2015	11	40,79	1	-2,70
2016	6	31,87	0	0,00
2017	8	133,47	1	-0,46
2018	12	49,18	1	-10,00

Vir: Lastno delo.

3.1.2 Metodologija in merski instrumenti

V empirično analizo sem vključila dve odvisni in štiri neodvisne spremenljivke. Odvisni spremenljivki sta število (IPO_število) in obseg (IPO_vol) IPO, neodvisne so realna BDP rast (Realni_BDP), dolgoročna obrestna mera (obr_mera_letno), delniški indeks Dax (Dax_vol in Dax_cena) in indeks industrijske proizvodnje (IP_index). V nadaljevanju sem

te uporabila za osnovno analizo v programu SPSS 21.0, v okviru katere sem analizirala deskriptivne statistike ter izvedla korelacijsko analizo (Pearsonov koeficient) in linearno regresijsko analizo.

Pearsonov koeficient korelacije je najpogosteje uporabljena mera linearne povezanosti dveh številskih spremenljivk, pri čemer morajo spremenljivke izpolnjevati določene predpostavke. Prva predpostavka je, da so spremenljivke intervalne ali razmernostne. Druga predpostavka se glasi: podatki so linearno povezani. Tretja predpostavka je, da so podatki normalno porazdeljeni. Baza podatkov izpolnjuje predpostavke, zato lahko izvedem korelacijsko analizo po Pearsonu.

Funkcijska oblika modela, ki je uporabljen v analizi:

Prva javna ponudba = f (realna stopnja rasti BDP, dolgoročna obrestna mera, delniški indeks Dax, indeks industrijske proizvodnje). Glede na transformacijo logaritamskih spremenljivk je model natančneje razdeljen na naslednja regresijska modela:

$$\text{Model (i) : } \ln IPO_število = \alpha_1 + \beta_1 \ln Realni_BDP + \beta_2 \ln obr_mera + \beta_3 \ln Dax + \beta_4 \ln IP_index + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$\text{Model (ii) : } \ln IPO_vol = \alpha_2 + \beta_1 \ln Realni_BDP + \beta_2 \ln obr_mera + \beta_3 \ln Dax + \beta_4 \ln IP_index + \varepsilon_2 \quad (2)$$

V okviru zadnje hipoteze preverjam povezanost obsega izdaje IPO in podcenjenosti. Podcenjenost po Ritter (2017) je opredeljena z naslednjo enačbo:

$$IR_i = \frac{P_{i,1} - P_{i,0}}{P_{i,0}} = \frac{P_{i,1}}{P_{i,0}} - 1, \quad (3)$$

pri čemer IR_i izraža začetni donos (angl. Initial Return) delnice »i«, $P_{i,1}$ je končna cena delnice »i« na prvi dan trgovanja in $P_{i,0}$ je izdajna cena delnice »i« pri izdaji. Ritter (2017) opredeljuje IPO kot podcenen, ko je IR_i večji od 0. Če je IR_i manjši od 0, govorimo o precenjenosti IPO. V nadaljevanju sem izračunala povprečne začetne donose \overline{IR} z enačbo:

$$\overline{IR} = \sum_{i=1}^N w_i IR_i, \quad (4)$$

kjer je

$$w_i = \frac{1}{n} = \frac{E_i}{\sum_{i=1}^N E_i}. \quad (5)$$

3.2 Rezultati in njihova interpretacija

S korelacijsko matriko sem v okviru hipoteze 1 preverila medsebojno povezanost dveh odvisnih spremenljivk z neodvisnimi spremenljivkami. Ker so vse spremenljivke številske in razmernostnega tipa, sem povezanost analizirala s Pearsonovim korelacijskim koeficientom.

Obe spremenljivki IPO sta odvisni spremenljivki, vse ostale so neodvisne spremenljivke. Iz spodnje korelacijske matrike oziroma tabele 4 je razvidno, da je odvisna spremenljivka IPO_število statistično značilno povezana z Dax_vol (pri stopnji značilnosti 0,01) in letno obrestno mero (pri stopnji značilnosti 0,05). Obe povezanosti sta po moči šibki in pozitivni, torej višja kot je vrednost števila IPO, višja je tudi vrednost Dax_vol in letne obrestne mere ter obratno. Odvisna spremenljivka IPO_vol je statistično značilno povezana s spremenljivkama Dax_cena in IP index. Obe povezanosti sta po moči šibki in pozitivni, torej višja kot je vrednost IPO_vol, višja je tudi vrednost Dax_cene in IP indexa ter obratno.

Tabela 4: Korelacijska matrika odvisnih in neodvisnih spremenljivk

	lnIPO število	lnIPO vol	lnDax vol	lnDax cena	lnIP index	lnRealni BDP	Inobr mera letno
lnIPO_število	1	0,538**	0,336**	-0,010	0,116	-0,114	0,272*
lnIPO_vol	0,538**	1	-0,108	0,352**	0,283*	0,092	-0,133
lnDax_vol	0,336**	-0,108	1	-0,644**	-0,229**	-0,137	0,581**
lnDax_cena	-0,010	0,352**	-0,644**	1	0,802**	0,010	-0,780**
lnIP_index	0,116	0,283*	-0,229**	0,802**	1	-0,047	-0,513**
lnRealni_BDP	-0,114	0,092	-0,137	0,010	-0,047	1	-0,038
Inobr_mera_letno	0,272*	-0,133	0,581**	-0,780**	-0,513**	-0,038	1

** Povezanost je značilna pri stopnji 0,01 (2-stransko).

* Povezanost je značilna pri stopnji 0,05 (2-stransko).

Vir: Lastno delo.

V nadaljevanju sem vpliv posameznih neodvisnih spremenljivk na dve odvisni spremenljivki preverila z linearno regresijsko analizo, ki je nadgradnja korelacijske analize in nam pove vpliv ene ali več spremenljivk na odvisno spremenljivko.

Tabela 5: Regresijska analiza – odvisna spremenljivka IPO_število in neodvisne spremenljivke

Model	Konstanta	Regresijski koeficienti					Adj R ²	SSE	F
		Dax_vol	Dax_cena	IP_index	Realni_BDP	obr_mera_letno			
1	-17,267	β 0,336 t 2,920					0,100	0,545	8,526
2	0,824	β t	-0,010 -0,082				-0,015	0,578	0,007
3	-4,220	β t		0,116 0,959			-0,001	0,574	0,920
4	0,636	β t			-0,114 -0,870		-0,004	0,580	0,757
5	0,597	β t				0,272 2,258	0,059	0,564	5,099

Vir: Lastno delo.

Iz tabele 5, kjer so povzeti vsi ključni rezultati regresijske analize preverjanja vpliva na IPO_število, je razvidno, da dve neodvisni spremenljivki statistično značilno vplivata na IPO_število (kar je glede na rezultat korelacijske analize pričakovano). Ti sta Dax_vol (vpliv je pozitiven in po moči šibak, $\beta = 0,336$) in letna obrestna mera (vpliv je pozitiven in po moči šibak, $\beta = 0,272$).

Tabela 6: Regresijska analiza – odvisna spremenljivka IPO_vol in neodvisne spremenljivke

Model	Konstanta	Regresijski koeficienti					Adj R ²	SSE	F
		Dax_vol	Dax_cena	IP_index	Realni_BDP	obr_mera_letno			
1	40,629	β -0,108 t -0,883					-0,003	2,167	0,780
2	-6,199	β t	0,352 3,051				0,110	2,041	9,309
3	-25,659	β t		0,283 2,396			0,066	2,091	5,743
4	19,010	β t			0,092 0,699		-0,009	2,203	0,488
5	18,872	β t				-0,133 -1,063	0,002	2,151	1,131

Vir: Lastno delo.

Iz tabele 6, kjer so povzeti vsi ključni rezultati regresijske analize preverjanja vpliva na IPO_vol, je razvidno, da dve neodvisni spremenljivki statistično značilno vplivata na

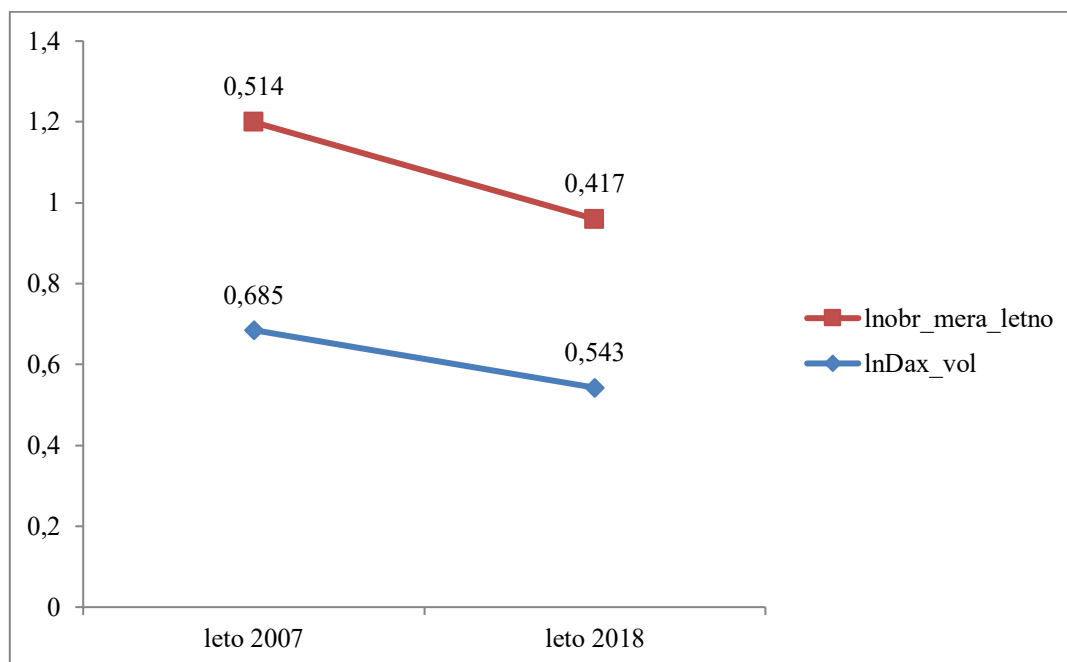
IPO_vol (kar je glede na rezultat korelacijske analize pričakovano). Ti sta Dax_cena (vpliv je pozitiven in po moči šibak, $\beta = 0,352$) in IP index (vpliv je pozitiven in po moči šibak, $\beta = 0,283$).

Glede na ugotovljene povezanosti/vplive v predhodnih analizah sem v okviru hipoteze 2 preverila spremembe moči korelacije med letoma 2007 in 2018 za makroekonomske dejavnike, kjer se je povezanost izkazala kot statistično značilna.

Iz slike 13 je razvidno, da se povezanost letne obrestne mere z IPO_številom v letu 2018 nekoliko zniža v primerjavi z letom 2007. Povezanost je po moči v obeh letih srednje močna. Poleg tega je razvidno, da se povezanost Dax_vol z IPO_številom v letu 2018 nekoliko zniža v primerjavi z letom 2007. Povezanost je po moči v obeh letih srednje močna.

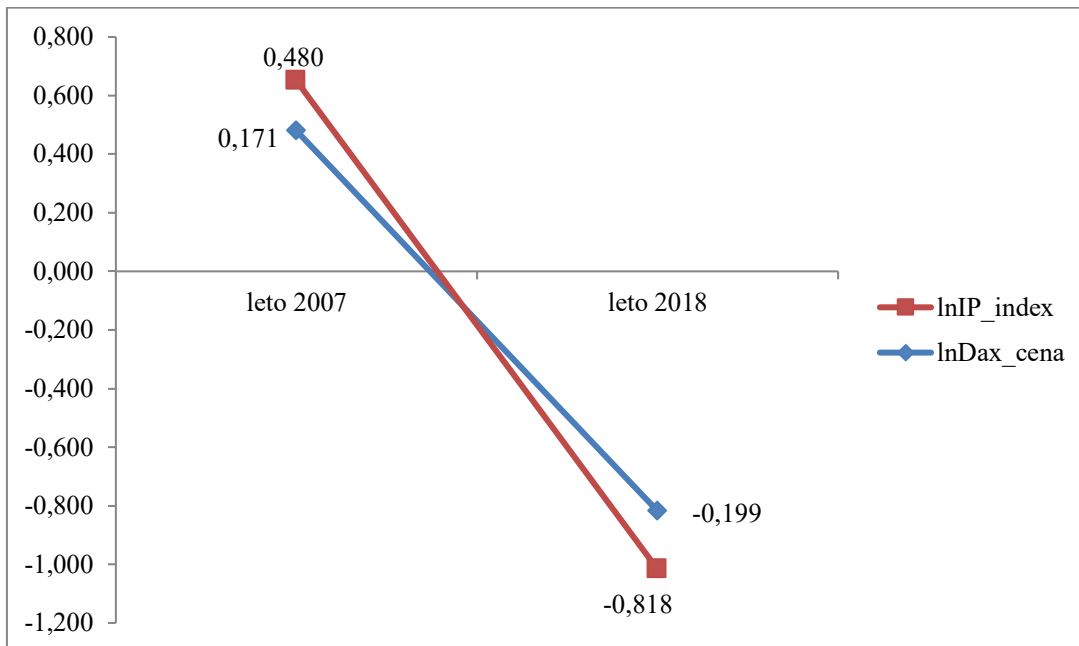
Iz slike 14 je razvidno, da se povezanost IP_indexa z IPO_vol v letu 2018 zelo zniža v primerjavi z letom 2007; povezanost se iz pozitivne spremeni v negativno. Povezanost v letu 2007 je pozitivna in srednje močna, medtem ko je povezanost v letu 2018 negativna in po moči visoka. Iz tabele je razvidno tudi, da se povezanost Dax_cene z IPO_vol v letu 2018 zelo zniža v primerjavi z letom 2007; povezanost se iz pozitivne spremeni v negativno. Povezanost v letu 2007 je pozitivna in po moči šibka, medtem ko je povezanost v letu 2018 negativna in po moči šibka.

Slika 13: Gibanje moči korelacije med makroekonomskimi dejavniki in IPO_številom



Vir: Lastno delo.

Slika 14: Gibanje moči korelacije med makroekonomskimi dejavniki in IPO_vol



Vir: Lastno delo.

V nadaljevanju sem preverila korelacije med aktivnostjo IPO in makroekonomskimi dejavniki, natančneje za leti 2017 in 2018, kar prikazujeta tabeli 7 in 8, saj je bila globalna aktivnost prvih javnih ponudb v letu 2017 najvišja po letu 2007, torej po globalni finančni krizi v letih 2007–2009. Nemčija je najvišjo aktivnost prvih javnih ponudb zabeležila v letu 2018, najvišjo vse od obdobja po globalni finančni krizi. Iz tabele 8 lahko razberemo, da ima le en makroekonomski dejavnik, natančneje Dax_cena, statistično značilen vpliv na IPO_vol, torej na obseg izdaj IPO. Vpliv je negativen in po moči močan ($\beta = -0,818$), vendar pri zelo majhni vrednosti N. Drugih povezav ni moč ugotoviti.

Tabela 7: Korelacijska analiza za leto 2017

		lnIPO število	lnIPO vol	lnDax vol	lnDax cena	lnIP index	lnReali BDP	lnobr mera letno
lnIPO_število	Pearsonov korelacijski koeficient	1	,909*	-0,016	0,544	-0,175	-0,463	-0,743
	Pov. (2-stranska)		0,032	0,980	0,343	0,779	0,432	0,150
	N	5	5	5	5	5	5	5
lnIPO_vol	Pearsonov korelacijski koeficient	,909*	1	0,319	0,528	0,090	-0,372	-0,860
	Pov. (2-stranska)	0,032		0,601	0,360	0,885	0,538	0,062
	N	5	5	5	5	5	5	5
lnDax_vol	Pearsonov korelacijski koeficient	-0,016	0,319	1	-0,058	-0,094	0,065	0,079
	Pov. (2-stranska)	0,980	0,601		0,857	0,772	0,841	0,807
	N	5	5	12	12	12	12	12
lnDax_cena	Pearsonov korelacijski koeficient	0,544	0,528	-0,058	1	0,557	-0,549	0,280
	Pov. (2-stranska)	0,343	0,360	0,857		0,060	0,064	0,379
	N	5	5	12	12	12	12	12
lnIP_index	Pearsonov korelacijski koeficient	-0,175	0,090	-0,094	0,557	1	-0,318	0,273
	Pov. (2-stranska)	0,779	0,885	0,772	0,060		0,313	0,390
	N	5	5	12	12	12	12	12
lnReali_BDP	Pearsonov korelacijski koeficient	-0,463	-0,372	0,065	-0,549	-0,318	1	0,140
	Pov. (2-stranska)	0,432	0,538	0,841	0,064	0,313		0,665
	N	5	5	12	12	12	12	12
lnobr_mera_letno	Pearsonov korelacijski koeficient	-0,743	-0,860	0,079	0,280	0,273	0,140	1
	Pov. (2-stranska)	0,150	0,062	0,807	0,379	0,390	0,665	
	N	5	5	12	12	12	12	12

Vir: Lastno delo.

Tabela 8: Korelacijska analiza za leto 2018

		lnIPO število	lnIPO vol	lnDax vol	lnDax cena	lnIP index	lnRealni BDP	lnobr mera letno
lnIPO_število	Pearsonov korelacijski koeficient	1	,791*	0,543	0,060	0,172	-0,129	0,417
	Pov. (2-stranska)		0,034	0,165	0,887	0,683	0,783	0,304
	N	8	7	8	8	8	7	8
lnIPO_vol	Pearsonov korelacijski koeficient	,791*	1	0,407	-,818*	-0,199	-0,647	0,497
	Pov. (2-stranska)	0,034		0,365	0,025	0,669	0,165	0,257
	N	7	7	7	7	7	6	7
lnDax_vol	Pearsonov korelacijski koeficient	0,543	0,407	1	0,232	0,532	-0,272	,652*
	Pov. (2-stranska)	0,165	0,365		0,468	0,075	0,479	0,022
	N	8	7	12	12	12	9	12
lnDax_cena	Pearsonov korelacijski koeficient	0,060	-,818*	0,232	1	,717**	0,036	0,567
	Pov. (2-stranska)	0,887	0,025	0,468		0,009	0,927	0,055
	N	8	7	12	12	12	9	12
lnIP_index	Pearsonov korelacijski koeficient	0,172	-0,199	0,532	,717**	1	0,243	0,456
	Pov. (2-stranska)	0,683	0,669	0,075	0,009		0,528	0,136
	N	8	7	12	12	12	9	12
lnRealni_BDP	Pearsonov korelacijski koeficient	-0,129	-0,647	-0,272	0,036	0,243	1	-0,280
	Pov. (2-stranska)	0,783	0,165	0,479	0,927	0,528		0,466
	N	7	6	9	9	9	9	9
lnobr_mera_letno	Pearsonov korelacijski koeficient	0,417	0,497	,652*	0,567	0,456	-0,280	1
	Pov. (2-stranska)	0,304	0,257	0,022	0,055	0,136	0,466	
	N	8	7	12	12	12	9	12

Vir: Lastno delo.

Navsezadnje sem preverila tudi povezanost podcenjenosti in obsega IPO na nemškem trgu IPO za obdobje od 2007 do 2018, kar prikazuje tabela 9. Pearsonov koeficient znaša $-0,253$, kar kaže na negativno povezanost obsega IPO in podcenjenosti. Vrednost P (stopnja značilnosti) je blizu $0,05$, tako da bi lahko že rekli, da se statistično značilna povezanost nakazuje oziroma bi jo lahko obravnavala kot statistično značilno pri višji stopnji.

Tabela 9: Korelacijska analiza obsega IPO in podcenjenosti

		ln podcenjenost povp	ln obsegIPO povp
ln_podcenjenost_povp	Pearsonov korelacijski koeficient	1	$-0,253$
	Pov. (2-stranska)		$0,058$
	N	58	57
ln_obsegIPO_povp	Pearsonov korelacijski koeficient	$-0,253$	1
	Pov. (2-stranska)	$0,058$	
	N	57	68

Vir: Lastno delo.

Tabela 10: Korelacijska analiza obsega IPO in podcenjenosti v letih 2015, 2017 in 2018

leto			ln podcenjenost povp	ln obsegIPO povp
2015	ln_podcenjenost_povp	Pearsonov korelacijski koeficient	1	$0,779^*$
		Pov. (2-stranska)		$0,039$
		N	7	7
	ln_obsegIPO_povp	Pearsonov korelacijski koeficient	$0,779^*$	1
		Pov. (2-stranska)	$0,039$	
		N	7	8
2017	ln_podcenjenost_povp	Pearsonov korelacijski koeficient	1	$-0,853$
		Pov. (2-stranska)		$0,066$
		N	5	5
	ln_obsegIPO_povp	Pearsonov korelacijski koeficient	$-0,853$	1
		Pov. (2-stranska)	$0,066$	
		N	5	5
2018	ln_podcenjenost_povp	Pearsonov korelacijski koeficient	1	$-0,956^*$
		Pov. (2-stranska)		$0,011$
		N	6	5
	ln_obsegIPO_povp	Pearsonov korelacijski koeficient	$-0,956^*$	1
		Pov. (2-stranska)	$0,011$	
		N	5	7

Vir: Lastno delo.

Glede na analizo posameznih let v tabeli 10 sta leti 2015 in 2018 pokazali statistično značilno povezanost med obsegom IPO in podcenjenostjo pri stopnji značilnosti 5% . Povezanost v letu 2015 je pozitivna, kar pomeni, da višji kot je obseg IPO, višjo podcenjenost imamo, in

obratno. Povezanost v letu 2018 se je izkazala za negativno, kar pomeni, da imamo pri nižjem obsegu IPO višjo podcenjenost. V letu 2017 je povezanost negativna pri višji stopnji, 10 %.

3.3 Glavne ugotovitve

Na osnovi zbranega vzorca 69 IPO in s pomočjo kvantitativnih (ekonometričnih) metod v okviru empirične analize sem na osnovi rezultatov korelacijske analize in linearne regresijske analize prišla do ugotovitve, da so makroekonomski dejavniki, ki so bili za statistično značilne dokazani v empiričnih analizah na ameriškem trgu, igrali vlogo oziroma so statistično značilni tudi na nemškem trgu v obdobju od 2007 do 2018. Iz rezultatov korelacijske matrike, ki so prikazani v tabeli 4, in regresijske analize v tabeli 5 je razvidno, da med številom prvih javnih ponudb in posameznimi makroekonomskimi dejavniki obstaja statistično značilna povezanost/vpliv z dvema makroekonomskima dejavnikoma, in sicer z Dax_vol in letno obrestno mero. Tudi pri obsegu prvih javnih ponudb, prikazane, v tabeli 6, se kaže statistično značilna povezanost/vpliv z dvema makroekonomskima dejavnikoma, in sicer z Dax_cena in IP_index.

Empirična analiza je pokazala, da delniški indeks, industrijska proizvodnja in obrestna mera statistično značilno vplivajo na IPO-aktivnost. Na osnovi predstavljenih rezultatov v tabelah 4, 5 in 6 sprejemem hipotezo 1 pri stopnji značilnosti 0,05 in potrjujem, da analizirani makroekonomski dejavniki statistično značilno vplivajo na število ali obseg prvih javnih ponudb v Nemčiji v obdobju 2007 do 2018, kot v že izvedenih raziskavah za ameriški trg. Med vsemi analiziranimi dejavniki obstaja statistično značilna povezanost/vpliv pri stopnji značilnosti 0,05 ali 0,01 pri 4 dejavnikih, z izjemo realne rasti BDP. Analiza ni ugotovila pomembnega vpliva makroekonomskega dejavnika rasti BDP v nasprotju z ugotovitvami La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer in Vishny (1997) v okviru konteksta raziskav v ZDA.

Na osnovi predstavljenih rezultatov, prikazanih na slikah 13 in 14, lahko ugotovim, da prihaja do razlik v moči korelacij, in sicer v primeru odvisne spremenljivke IPO_število se kaže trend zmanjševanja, v primeru IPO_vol pa se kaže v enem primeru majhno povečanje, le v enem primeru pa večje povečanje moči povezanosti. Na osnovi predstavljenih rezultatov zavračam hipotezo 2. Moč korelacije med makroekonomskimi dejavniki in številom oziroma obsegom prvih javnih ponudb se (po statistični moči in smeri) za obdobje 2007–2018 ne povečuje. Ugotovim, da moč korelacije ne kaže enosmernega trenda, prisotno je povečanje, kot tudi zmanjšanje. Zanimiv je rezultat, da korelacija v obdobju 2007–2018 spremeni tudi svojo smer, torej iz pozitivne v negativno, kar je razvidno iz slike 14.

Na osnovi korelacijskih analiz, prikazanih v tabelah 7 in 8, sem ugotovila, da za leti 2017 in 2018 regresijska analiza na ravni posameznega leta ni smiselna in ni kakovostna, saj so vrednosti N zaradi izločitve dela podatkov premajhne. Poleg tega bi z analizo kršila predpostavko metode, saj je število spremenljivk glede na velikost vzorca preveliko. Na osnovi tega ne morem zavrnila ali sprejeti hipoteze 3, da je v letih 2017 in 2018 na IPO-

aktivnost in s tem na število in obseg prvih javnih ponudb najbolj vplival makroekonomski dejavnik delniški indeks.

Na osnovi korelacijske analize v tabeli 9 ugotavljam, da je povezanost med obsegom IPO in podcenjenostjo na nemškem trgu za analizirano obdobje negativna, kar pomeni, da je pri višjem obsegu IPO prisotna nižja podcenjenost in obratno. Na osnovi predstavljenih rezultatov ne morem sprejeti hipoteze 4, da glede na teorijo in ugotovitve Lowryja in Schwerta (2002) pričakujemo pozitivno povezanost oziroma korelacijo med obsegom IPO in podcenjenostjo. Ne moremo govoriti, da na nemškem trgu obstajajo obdobja vročih in hladnih izdaj oziroma cikličnost IPO.

3.4 Omejitve raziskave

Kot vsaka raziskava ima tudi empirična analiza v okviru tretjega poglavja določene omejitve. Omejitve se v splošnem lahko nanašajo na metodološki, časovni ali vsebinski okvir. Metodološka omejitev v moji empirični analizi je, da sem iz analize morala odstraniti podatke za določene mesece, ki niso bili reprezentativni. V določenih mesecih v podatkovni bazi ni prišlo do nobenega IPO, zato teh nisem upoštevala pri nadaljnji analizi. Pri podatkih za realno stopnjo rasti BDP sem morala vzeti kvartalne podatke, saj mesečnih ni bilo mogoče pridobiti, kar predstavlja drugo metodološko omejitev. Hipoteze 3 ni bilo mogoče preveriti, saj bi s tem kršila predpostavko metode, kar predstavlja zadnjo omejitev v okviru metodoloških omejitev.

SKLEP

Magistrsko delo zaključujem s povzetkom glavnih ugotovitev in podajam predloge za prihodnje možnosti raziskovanja te teme.

V magistrskem delu sem obravnavala temo trg prvih javnih ponudb in kako institucionalni ter makroekonomski dejavniki vplivajo na ta trg. S tem namenom sem v prvem poglavju, teoretičnem delu, podrobneje razložila, kaj je IPO, katere vedenjske fenomene v povezavi z IPO poznamo, kakšen je mehanizem IPO, kakšna je pri tem vloga banke, kdaj in zakaj se podjetja odločijo za IPO, katere prednosti in slabosti prinašajo IPO in kateri stroški natančneje nastanejo v okviru postopka IPO.

Cilj magistrskega dela je bil v drugem poglavju s pomočjo kvalitativne raziskave proučiti povezavo med institucionalnimi aktivnostmi in aktivnostjo prvih javnih ponudb, pri čemer sem primerjala nemški trg z ameriškim, čemur je v tretjem poglavju sledila kvantitativna raziskava vpliva makroekonomskih dejavnikov na število in obseg prvih javnih ponudb za nemški trg IPO v obdobju od 2007 do 2018.

V okviru drugega poglavja sem ugotovila, da sta si ZDA in Nemčija z institucionalnega vidika precej različni. Pokojninski sistem v Nemčiji na primer še vedno sloni na sprotnem obračunavanju pokojnine, medtem ko v ZDA prakticirajo delniško usmerjeno pokojninsko

zavarovanje. Regulatorna in pravna infrastruktura je v ZDA boljša kot v EU, pa tudi pravila glede razkritja podatkov so boljša. Poleg tega so tožbe v postopku IPO v ZDA zelo pogoste, v Evropi pa redke. Vsi ti razlogi govorijo v prid ZDA in večjemu številu IPO na tem trgu v primerjavi z Nemčijo. V istem poglavju sem ugotovila, da je v evroobmočju vloga bank pomembnejša in se podjetja nanje zanašajo bolj kot v ZDA, zato so banke v času gospodarske krize bolj obtežile finančni sistem v EU kot v ZDA. Odzivanje na krizo je bilo v EU drugačno kot v ZDA, prisotno je bilo špekuliranje glede okrevanja, fiskalna politika je bila manj ekspanzivna kot v ZDA in ECB je bila pri ukrepih bolj previdna kot FED. Te primerjave ponovno govorijo v prid trgu IPO v ZDA.

V okviru tretjega poglavja sem izvedla empirično analizo, s katero sem kvantitativno preverila, ali makroekonomski dejavniki delniški indeks, rast BDP, nominalna obrestna mera in industrijska proizvodnja statistično značilno vplivajo na število IPO in obseg IPO. Na osnovi rezultatov korelacijske matrike in regresijske analize sem uspešno predpostavila in sprejela prvo hipotezo, da analizirani makroekonomski dejavniki statistično značilno vplivajo na število ali obseg prvih javnih ponudb v Nemčiji v obdobju 2007 do 2018 kot v že izvedenih raziskavah za ameriški trg. Delniški indeks DAX ima statistično značilen vpliv na število IPO in obseg IPO, pozitiven v obeh primerih. Obrestna mera statistično značilno vpliva na število IPO, indeks industrijske proizvodnje pa statistično značilno vpliva na obseg IPO. Na drugi strani sem analizirala moč korelacije za obdobje 2007–2018, kjer sem hipotezo, da se moč korelacije povečuje, zavrnila. Rezultati so pokazali, da obstaja trend zmanjševanja moči korelacije, prisotna je prav tako sprememba iz pozitivne v negativno. Tretje hipoteze zaradi premalo podatkov ni bilo mogoče analizirati. Pomanjkanje podatkov je bilo ugotovljeno ob izvedbi empirične analize, saj je bilo treba izločiti del podatkov. Četrte hipoteze nisem sprejela, saj se povezanost med obsegom IPO in podcenjenostjo ni izkazala za statistično značilno. Rezultati so dokazali nasprotno od tega, kar predvideva teorija oziroma kar sta ugotovila Lowry in Schwert (2002). Na nemškem trgu IPO za obdobje 2007–2018 ni prisotna cikličnost IPO.

Skozi pisanje magistrskega dela sem spoznala, da je na tem področju še veliko neraziskanega. Predlog za nadaljnje raziskovanje obravnavane teme bi bil vključitev dodatne države in na ta način preveriti učinek prelivanja med državami. Kot naslednji predlog bi izpostavila vključitev še drugih makroekonomskih dejavnikov v analizo, morda tudi razpoloženje vlagateljev ali analizo za še daljše obdobje. Tretji morebitni predlog pa bi bil analiza vpliva makroekonomskih dejavnikov na podcenjenost.

LITERATURA IN VIRI

1. Achleitner, A. K. (2000). *Handbuch Investment Banking*. Weisbaden: Springer Gabler Verlag.
2. Allen, F. & Faulhaber, G. (1989). Signaling by Underpricing in the IPO Market. *Journal of Financial Economics*, 23, 303–323.
3. Allen, F., Chui, M. K. & Maddaloni, A. (2004). Financial System in Europe, the USA and Asia. *Oxford Review of Economic Policy*, 20(4), 490–508.
4. Allen, F., Chui, M. K. & Maddaloni, A. (2007). *Financial Structure and Corporate Governance in Europe, the USA and Asia*. Pridobljeno 17. avgusta 2019 iz <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/ACM-Freixas-Hartmann-Mayer-OUP-Book.pdf>
5. Ameer, R. (2012). Macroeconomic factors and initial public offerings (ipos) in Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 8(1), 41–67.
6. Angelini, E. & Foglia, M. (2018). The relationship between IPO and macroeconomics factors: An empirical analysis from UK market. *Annals of Economics and Finance*, 19(1), 319–336.
7. Bateni, L. & Asghari, F. (2014). Study of Factors Affecting the Initial Public Offering (IPO) Price of the Shares on the Tehran Stock Exchange. *Sciedu Press*, 5(2), 68–73.
8. Baumann, A. (1998). Viele Mittelständler zur Börse? *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 51(7), 409–412.
9. Bayless, M. & Chaplinsky, S. (1996). Is there a window of opportunity for seasoned equity issuance? *Journal of Finance*, 51(1), 253–278.
10. Benninga, S., Helmantel, M. & Sarig, O. (2005). The timing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 75(1), 3–55.
11. Biais, B. & Pagano, M. (ur.). (2002). *New Research in Corporate Finance and Banking* (1. izd.). Oxford: Oxford University Press Inc.
12. Bijlsma, M. J. & Zwart, G. T. (2013). *The changing landscape of financial markets in Europe, The united states and Japan* (Bruegel Working Paper). Pridobljeno 23. avgusta 2019 iz <https://www.bruegel.org/2013/03/the-changing-landscape-of-financial-markets-in-europe-the-united-states-and-japan/>
13. Brav, A. & Gompers, P. (1997). »Myth or reality?« The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture- and non-venture capita backed companies. *The Journal of Finance*, 52(5), 1791–1821.
14. Breininger, L. & Glogova, E. (2002). Determinants of initial public offerings: A European time series cross-section analysis. *Financial Stability Report*, (3), 87–106.
15. Brühl, V. & Oei, M. J. (2001). Underpricing am Neuen Markt – Erfolgsfaktor für einen gelungenen Börsengang? *Finanz-Betrieb*, (12), 679–686.
16. Buchholz, K. (2019). *Biggest IPOs*. Pridobljeno 12. decembra 2019 iz <https://www.statista.com/chart/19838/biggest-ipos/>
17. Chammanur, T. J. & Fulghieri, P. (1999). A Theory of the Going Public Decision. *Review of Financial Studies*, 12(2), 249–279.18.

18. Choe, H., Masulis, R. & Nanda, V. (1993). Common stock offerings across the business cycle. *Journal of Empirical Finance*, 1(1), 1–29.
19. Cumming, D. & Johan, S. A. (2018). *The Oxford Handbook of IPOs*. Oxford: Oxford University Press.
20. Dawson, S. M. (1987). Initial Public Offer Underpricing: The Issuer's View-A Note. *The Journal of Finance*, 42(1), 159–162.
21. Demary, M. & Röhl, K. H. (2017). *Unternehmensfinanzierung-Was sind die Gründe für die rückläufigen Börsengänge?* Institut der deutschen Wirtschaft Köln Medien GmbH, *W-Trends*, 44(3), 81–97.
22. Demertzis, M. (2017, 28. julij). *The EU and the US: A Relationship in Motion* [objava na blogu]. Pridobljeno 23. avgusta 2019 iz <http://bruegel.org/2017/07/the-eu-and-the-us-a-relationship-in-motion/>
23. Deutsche Börse. (2017). *Rundschreiben Open Market Nr. 006/16: Änderung der allgemeinen Geschäftsbedingungen der Deutschen Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse zum 1. März 2017, Frankfurt am Main*. Pridobljeno 1. decembra 2019 iz https://www.eurexgroup.com/resource/blob/181352/4693c71e2fd863276a5486db41784cd8/data/Open-Market-Rundschreiben_001.pdf
24. Deutsche Börse. (2020). *Primary Market statistics - new companies*. Pridobljeno 20. januarja 2020 iz <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/instruments-statistics/statistics/primary-market-statistics>
25. Deutsches Aktieninstitut. (2017). *Den Börsengang in Deutschland stärken*. Pridobljeno 17. avgusta 2019 iz https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/positions-papiere/2017-03-21%20DAI%20Boersengang%20staerken.pdf
26. Deutsches Aktieninstitut. (2019). *Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2018: Zahl der Aktienbesitzer in Deutschland steigt auf 10,3 millionen*. Pridobljeno 29. avgusta 2019 iz <https://www.dai.de/de/das-bieten-wir/studien-und-statistiken/statistiken.html?d=634>
27. European Savings and Retail Banking Group. (2016). *Financial systems in Europe and the United States: Structural differences where banks remain the main source of finance for companies*. Pridobljeno 24. septembra 2019 iz <https://www.wsbi-esbg.org/SiteCollectionDocuments/EU-US.study.ESBG%20May.2016.pdf>
28. Evropska komisija. (2015). *Sporočilo komisije evropskemu parlamentu, svetu, evropskemu ekonomsko-socialnemu odboru in odboru regij: Akcijski načrt o oblikovanju unije kapitalskih trgov*. Pridobljeno 22. novembra 2019 iz <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468>
29. Ghosh, C., Petrova, M., Feng, Z. & Pattananchai, M. (2012). Does IPO Pricing Reflect Public Information? New Insights from Equity Carve-Outs. *Financial Management*, 41(1), 1–33.
30. Gleason, K., Johnston, J. & Madura, J. (2008). What factors drive IPO aftermarket risk. *Applied Financial Economics*, 18(13), 1099–1110.
31. Günther, S. & Rummer, M. (2006). The hot-issue period in Germany. V G. N. Gregoriou (ur.), *Initial Public Offerings* (str. 215–245). Oxford: Butterworth-Heinemann.

32. Helleiner, E. (1994). *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*. Ithaca; London: Cornell University Press.
33. Helwege, J. & Liang, N. (2001). *Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets*. Pridobljeno 22. novembra 2019 iz <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.9.6878&rep=rep1&type=pdf>
34. Ibbotson, R. (1975). Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*, 2(3), 235–272.
35. Ibbotson, R. G., Sindelar, J. L. & Ritter, J. R. (1994). The market's problem with the pricing of initial public offerings. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(1), 66–74.
36. Ilk, T. (2012). *IPO: Eine Gesamtbetrachtung von Initial Public Offering* (diplomsko delo). Hamburg: Bachelor + Master Publication.
37. Ivanov, V. & Lewis, C. M. (2003). *The determinants of issue cycles for initial public offerings* (Owen Graduate School of Management Working Paper No. 2003-02). Pridobljeno 20. novembra 2019 iz https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=471461
38. Jovanovic, B. & Rousseau, P. (2004). *Interest rates and initial public offerings* (NBER Working Paper, 10298). Pridobljeno 11. novembra 2019 iz <https://www.nber.org/papers/w10298>
39. Kaar, J. (2015). *Taktisches IPO-Timing: Eine empirische Analyse zur kurzfristigen Wahl des IPO-Zeitpunktes*. Saarbrücken: Südwestdeutscher Verlag für Hochschulschriften.
40. Kirchhoff Consult AG. (2018). *IPO Studie 2018*. Pridobljeno 13. januarja 2020 iz https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/181206_IPO_Studie_2018_final.pdf
41. Kocbek, D. (2018, 3. maj). Naslednja finančna kriza bo še hujša od tiste pred desetletjem. *Mladina*. Pridobljeno 18. avgusta 2019 iz <https://www.mladina.si/185323/naslednja-financna-kriza-bo-se-hujša-od-tiste-pred-desetletjem/>
42. La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 56(3), 1131–1150.
43. Lammi, J. (2016). *The long-run performance of PE and VC backed IPOs-Evidence from the Nordic and German markets* (magistrsko delo). Aalto University: School of Business & Department of Finance.
44. Leland, H. E. & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation. *Journal of Finance*, 32(2), 371–387.
45. Levis, M. (1990). The Winner's Curse Problem, Interest Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings. *The Economic Journal*, 100(399), 76–89.
46. Ljungqvist, A. (1995). *When do firms go public? Poisson evidence from Germany*. Oxford: University of Oxford.
47. Loughran, T. & Ritter, J. R. (2004). Why has IPO underpricing changed over time? *Financial Management*, 33(3), 5–37.
48. Loughran, T., Ritter, J. & Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: International insights. *Pacific Basin Finance Journal*, 2(2–3), 165–200.
49. Lowry, M. & Schwert, G. W. (2000). IPO Market Cycles: An Explanatory Investigation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1171–1198.

50. Lowry, M. & Schwert, G. W. (2002). IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning? *The Journal of Finance*, 57(3), 1171–1200.
51. Lowry, M. (2003). Why does IPO volume fluctuate so much? *Journal of Financial Economics*, 67(1), 3–41.
52. Megginson, W. L. & Smart, S. B. (2006). *Introduction to Corporate Finance*. Mason: Thomson South-Western.
53. Neumeier, P. A. & Perri, F. (2005). Business cycles in emerging economies: The role of interest rates. *Journal of Monetary Economics* 52(2), 345–380.
54. Oleownik, S. & Last, M. (2001). Wer ist heute an der Börse gefragt? V Dr. Wieselhuber & Partner (ur.), *Börseneinführung mit Erfolg: Voraussetzungen, Maßnahmen und Konzepte* (str. 201–210). Wiesbaden: Gabler.
55. Pagano, M., Panetta, F. & Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27–64.
56. PriceWaterhouseCoopers. (2011). *Capital Markets 2025*. Pridobljeno 5. januarja 2020 iz <https://www.pwc.com/mn/en/capital-markets/capital-markets-2025.html>
57. PriceWaterhouseCoopers. (2018a). *Global IPO Watch Q4 2018*. Pridobljeno 12. januarja 2020 iz <https://www.pwccn.com/en/services/audit-and-assurance/ipo-and-capital-markets/publications/global-ipo-watch-2018q4.html>
58. PriceWaterhouseCoopers. (2018b). *Das stärkste deutsche IPO-Jahr seit dem New-Economy-Boom endet turbulent*. Pridobljeno 20. januarja 2020 iz <https://www.pwc.de/de/pressemitteilungen/2018/das-staerkste-deutsche-ipo-jahr-seit-dem-new-economy-boom-endet-turbulent.html>
59. Rajan, R. G. & Zingales, L. (2003). *Banks and markets: The changing character of European finance* (NBER Working Papers 9595). Pridobljeno 20. septembra 2019 iz <https://www.nber.org/papers/w9595>
60. Rees, W. P. (1997). The arrival rate of initial public offers in the UK. *European Financial Management*, 3(1), 45–62.
61. Reiche, O. (2014). *The Phenomenon of IPO Underpricing in the European and U.S. Stock Markets*. Hamburg: Anchor Academic Publishing Verlag.
62. Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 46(1), 3–27.
63. Ritter, J. R., (1998). Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*, 2(1), 5–30.
64. Ritter, J. R. & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *Journal of Finance*, 57(4), 1795–1828.
65. Ritter, J. R. (2003). Differences between European and American IPO Markets. *European Financial Management*, 9(4), 421–434.
66. Ritter, J. R., Signori, A. & Vismara, S. (2013). Economies of scope and IPO activity in Europe. V M. Levis & S. Vismara (ur.), *Handbook of Research on IPOs* (str. 11–34). Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
67. Ritter, J. R. (2019). *Initial Public Offerings: Updated Statistics*. Pridobljeno 20. decembra 2019 iz https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2019/04/IPOs2018_Longrun>Returns.pdf

68. Rock, K. (1986). Why New Issues Are Underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15, 187–212.
69. Rödl, B. & Zinser, T. (2000). *Going public: der Gang mittelständischer Unternehmen an die Börse*. Frankfurt: Frankfurter Allgemeine Zeitung.
70. Ross, S. A., Westerfield R. W., Jordan, B. D. (2003). *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: The McGraw-Hill Companies, Inc.
71. Rummer, M. (2006). *Going Public in Deutschland: Eine empirische Analyse von Börsengängen auf Grundlage der Behavioral Finance*. Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.
72. Schanz, K. (2002). *Börseneinführung: Recht und Praxis des Börsengangs*. München: C.H. Beck Verlag.
73. Schanz, K. M. (2007). *Börseneinführung: Recht und Praxis des Börsengangs*. München: C. H. Beck Verlag.
74. Schultz, P. (2003). Pseudo market timing and the long-run underperformance of IPOs. *Journal of Finance*, 58(2), 483–517.
75. Shapiro, A. C., & Balbirer, S. D. (2000). *Modern Corporate Finance: A Multidisciplinary Approach to Value Creation*. New Jersey: Prentice Hall.
76. Statista Inc. (2019a). *Anzahl der Börsengänge in Deutschland von 1990 bis 2019*. Pridobljeno 14. januarja 2020 iz <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/152876/umfrage/boersengaenge-in-deutschland-seit-2000/>
77. Statista Inc. (2019b). *Emissionsvolumen der Börsengänge in Deutschland von 2001 bis 2018*. Pridobljeno 14. januarja 2020 iz <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/377685/umfrage/emissionsvolumen-der-boersengaenge-in-deutschland/>
78. Statista Inc. (2020a). *Anzahl der weltweiten Börsengänge in den Jahren von 2012 bis 2018*. Pridobljeno 20. februarja 2020 iz <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/198574/umfrage/anzahl-der-boersengaenge-weltweit-seit-1996/>
79. Statista Inc. (2020b). *Emissionsvolumen der weltweiten Börsengänge von 2012 bis 2018*. Pridobljeno 20. februarja 2020 iz <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/198569/umfrage/emissionsvolumen-der-boersengaenge-weltweit-seit-1996/>
80. Tran, A. L. & Jeon, B. N. (2011). The Dynamic Impact of Macroeconomic Factors on Initial Public Offerings: Evidence from Time-Series Analysis. *Applied Economics*, 43(23), 3187–3201.
81. Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH & Co. KG. (2020, 7. januar). Börsengänge 2020: Welche Firmen sich aufs Frankfurter Parkett wagen wollen. Handelsblatt. Pridobljeno 20. januarja 2020 iz <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/aktien/neuemissionen-boersengaenge-2020-welche-firmen-sich-aufs-frankfurter-parkett-wagen-wollen/25385152.html>
82. Von Rosen, R. (2013). *Die Anzahl der IPOs (Gesamtwirtschaftlich)*. Pridobljeno 27. septembra 2019 iz <https://www.ipobox-online.de/wp-content/uploads/1-1.pdf>
83. Wahrenburg, M. (2001). Emissionsgeschäft. V W.Gerke & M. Steiner (ur.), *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens* (str. 623–638). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

84. Weiler, L. (2001). Erfolgreiche Vermarktung eines IPOs. V O. Arlinghaus & U. Balz (ur.), *Going Public: Der erfolgreiche Börsengang* (str. 156–180). München: Oldenbourg.
85. Weisbrot, M. (2014, 16. januar). Why has Europe's economy done worse than the US? *The Guardian*. Pridobljeno 20. decembra 2019 iz <https://www.theguardian.com/commentisfree/2014/jan/16/why-the-european-economy-is-worse>
86. Welch, I. (1989). Seasoned offerings, imitation costs and the under-pricing of initial public offerings. *Journal of Finance*, 44(2), 421–449.
87. Whyte, P. (2013). *Why has the eurozone's recovery been weaker than the US's?* Pridobljeno 10. julija 2019 iz <https://www.cer.eu/publications/archive/bulletin-article/2013/why-has-eurozones-recovery-been-weaker-uss>
88. WirtschaftsWoche Online. (2019, 9. december). Nach dem Rekordjahr 2018 folgt die Ernüchterung. *WirtschaftsWoche Online*. Pridobljeno 20. januarja 2020 iz <https://www.wiwo.de/finanzen/boerse/boersengaenge-nach-dem-rekordjahr-2018-folgt-die-ernuechterung-/25313902.html>
89. Wolff, K. (1994). *Going Public in der Schweiz, in Deutschland und in den USA*. United States: P. Haupt.
90. Zheng, S. X. & Stangeland, D. A. (2007). IPO Underpricing, Firm Quality, and Analyst Forecasts. *Financial Management*, 36(2), 45–64.

PRILOGE

Priloga 1: Seznam IPO na nemški borzi za obdobje od januarja 2007 do decembra 2018

Tabela 1: Seznam IPO na nemški borzi za obdobje od januarja 2007 do decembra 2018

SEGMENT	IME PODJETJA	DATUM	SEKTOR	P _{ist}	P _{ipo}	OBSEG IZDAJ
Basic Board	InterCard AG Informationssysteme	05.01.2007	Software	5,5	5,0	746.000,00
Delisted	ITM Technology AG	09.01.2007	Technology	8,3	8,0	5.040.000,00
Scale	FinLab AG	07.02.2007	Financial Services	37,5	28,5	10.830.000,00
Delisted	ARISTON Real Estate AG	14.02.2007	Financial Services	8,4	7,5	24.300.000,00
General Standard	KROMI Logistik AG	08.03.2007	Industrial	22,0	20,0	30.000.000,00
General Standard	HanseYachts Aktiengesellschaft	09.03.2007	Industrial	36,0	33,0	75.900.000,00
Basic Board	Varengold Wertpapierhandelsbank AG	20.03.2007	Financial Services	12,2	12,5	4.102.213,00
Delisted	POLIS Immobilien AG	21.03.2007	Financial Services	14,9	14,5	89.777.794,00
Basic Board	Baumot Group AG (TWINTEC AG)	22.03.2007	Industrial	14,1	11,0	25.025.000,00
Scale	Vectron Systems AG	23.03.2007	Industrial	56,6	56,0	5.600.000,00
Basic Board	InCity Immobilien AG	26.03.2007	Financial Services	9,5	9,3	4.625.000,00
Prime Standard	Vita 34 AG	27.03.2007	Pharma&Healthcare	14,4	15,0	9.000.000,00
Prime Standard	Accentro Real Estate AG	02.04.2007	Financial Services	28,3	28,0	82.533.192,00
Prime Standard	alstria office REIT-AG	03.04.2007	Financial Services	16,3	16,0	412.453.184,00
Prime Standard	SMT Scharf AG	11.04.2007	Industrial	9,5	9,5	17.100.000,00
Delisted	Versatel AG	27.04.2007	Telecommunication	29,0	29,0	720.650.000,00
Delisted	Halloren Schokoladenfabrik Aktiengesellschaft	11.05.2007	Food&Beverages	7,1	7,0	15.645.000,00
Prime Standard	Wacker Neuson SE	15.05.2007	Industrial	24,6	22,0	404.777.670,00
General Standard	DF Deutsche Forfait AG	24.05.2007	Financial Services	7,9	7,5	15.525.000,00
Prime Standard	Gerresheimer AG	11.06.2007	Pharma&Healthcare	40,0	40,0	912.165.680,00
Basic Board	Deutsche Technologie Beteiligungen AG (DeTeBe)	15.06.2007	Financial Services	4,6	4,4	1.320.000,00
Prime Standard	InVision AG	18.06.2007	Software	32,5	32,0	34.464.000,00
Basic Board	STEICO SE	25.06.2007	Industrial	18,0	17,5	73.456.250,00
Delisted	VTG Aktiengesellschaft	28.06.2007	Transportation&Logistics	19,0	18,0	177.136.974,00
Delisted	AGO AG Energie + Anlagen	28.06.2007	Industrial	7,5	7,0	10.010.000,00
Scale	Nynomic AG	02.07.2007	Industrial	10,3	10,3	11.311.900,00
Delisted	Tognum AG	02.07.2007	Industrial	24,0	24,0	2.012.202.456,00
General Standard	ZhongDe Waste Technology AG	06.07.2007	Industrial	30,0	26,0	108.816.864,00
Basic Board	EnviTec Biogas AG	12.07.2007	Industrial	50,5	47,0	242.520.000,00
Basic Board	Homag Group AG	13.07.2007	Industrial	32,0	31,0	195.283.291,00
Delisted	m4e AG	19.07.2007	Media	6,9	6,3	5.720.000,00
Delisted	Envio AG	24.09.2007	Industrial	3,6	3,3	5.502.705,00
Scale	Delignit AG	26.09.2007	Industrial	7,3	8,0	6.000.000,00
Delisted	Cargofresh AG	01.10.2007	Transportation&Logistics	5,0	5,0	500.000,00
Basic Board	MOBOTIX AG	10.10.2007	Technology	16,2	15,5	14.740.205,50
Basic Board	centrotherm international AG	12.10.2007	Industrial	40,0	34,5	185.092.500,00
Prime Standard	Hamburger Hafen und Logistik AG	02.11.2007	Transportation&Logistics	59,0	53,0	1.166.000.000,00
Delisted	Global Oil & Gas AG	06.11.2007	Basic Resources	14,0	13,0	4.160.000,00
Delisted	FranconoWest AG	13.11.2007	Financial Services	1,8	1,8	9.000.000,00
Delisted	KTG Agrar AG	15.11.2007	Food&Beverages	17,6	17,5	27.475.000,00
Delisted	Asian Bamboo AG	16.11.2007	Basic Resources	18,1	17,0	82.586.000,00
Prime Standard	MeVis Medical Solutions AG	16.11.2007	Software	55,0	55,0	37.365.130,00
Delisted	Greater China Precision Components Ltd.	20.11.2007	Industrial	3,1	3,8	28.500.000,00
Scale	Daldrup & Söhne AG	30.11.2007	Industrial	13,8	13,5	18.427.500,00
Delisted	Ropal Europe AG	25.04.2008	Industrial	8,9	7,5	6.000.000,00
Prime Standard	GK Software SE	19.06.2008	Software	21,4	21,0	8.715.000,00
Prime Standard	SMA Solar Technology AG	27.06.2008	Industrial	48,0	47,0	361.900.000,00
Delisted	HepaHope, Inc.	30.04.2009	n.a	1,7	1,5	2.280.000,00
Basic Board	FinTech Group AG	30.06.2009	Financial Services	4,4	3,9	3.120.000,00
Delisted	Vtion Wireless Technology AG	01.10.2009	Technology	10,8	10,8	48.375.000,00
Prime Standard	exceet Group SA	04.02.2010	Technology	9,5	10,0	200.000.000,00
Delisted	Travel Viva AG	11.02.2010	Retail	5,5	n.a	n.a
Delisted	Kabel Deutschland Holding AG	22.03.2010	Media	22,5	22,0	759.000.000,00
Prime Standard	TOM TAILOR Holding SE	26.03.2010	Consumer	13,0	13,0	149.114.628,00
Prime Standard	Brenntag AG	29.03.2010	Industrial	51,1	50,0	747.500.000,00
Delisted	Joyou AG	30.03.2010	Consumer	14,8	13,0	104.650.000,00
Delisted	Euro Asia Premier Real Estate Company Limited	26.05.2010	Financial Services	5,5	5,0	5.000.000,00
Delisted	Deutsche Biotech Innovativ AG	27.05.2010	n.a	7,6	n.a	n.a
Basic Board	Tonkens Agrar AG	07.07.2010	Food&Beverages	24,0	23,8	5.510.000,00
Prime Standard	Ströer SE & Co. KGaA	15.07.2010	Media	20,6	20,0	370.924.760,00
Delisted	KINGHERO AG	06.08.2010	Consumer	15,0	15,0	15.000.000,00

se nadaljuje

*Tabela 1: Seznam IPO na nemški borzi za obdobje od januarja 2007 do decembra 2018
(nad.)*

General Standard	Electrawinds SE	20.10.2010	Industrial	9,5	10,0	115.000.000,00
Delisted	ISARIA Wohnbau AG	10.11.2010	Financial Services	8,1	8,0	80.000.000,00
Delisted	AutoBank AG	19.11.2010	Banks	2,5	2,5	4.725.000,00
Delisted	Solutronic AG	25.11.2010	Industrial	11,0	11,0	17.731.857,00
Delisted	DTB - Deutsche Biogas AG	03.12.2010	Industrial	8,8	8,5	18.646.025,00
Delisted	ADC African Development Corporation GmbH & Co. KGaA	14.12.2010	Financial Services	12,1	11,0	42.821.781,00
Delisted	Derby Cycle AG	04.02.2011	Consumer	13,2	12,5	76.125.000,00
Prime Standard	RIB Software SE	08.02.2011	Software	9,3	9,3	126.667.502,00
Scale	Williams Grand Prix Holdings PLC	02.03.2011	Media	25,3	25,0	60.234.575,00
Prime Standard	NORMA Group SE	08.04.2011	Industrial	21,5	21,0	336.000.000,00
Delisted	Powerland AG	11.04.2011	Consumer	16,5	15,0	82.500.000,00
Scale	Datron AG	13.04.2011	Industrial	12,5	12,5	11.281.250,00
General Standard	GSW Immobilien AG	15.04.2011	Financial Services	19,6	19,0	467.647.456,00
General Standard	United Power Technology AG	10.06.2011	Industrial	9,1	9,0	20.700.000,00
Prime Standard	Adler Modemärkte AG	22.06.2011	Consumer	10,0	10,0	108.125.530,00
Delisted	China Specialty Glass AG	01.07.2011	Industrial	9,0	9,0	23.850.000,00
Delisted	Prime Office REIT-AG	01.07.2011	Financial Services	6,9	6,2	213.900.000,00
General Standard	SHW AG	07.07.2011	Automobile	26,0	26,0	61.100.000,00
General Standard	Altech Advanced Materials AG	13.07.2011	Basic Resources	6,6	6,5	1.415.083,00
General Standard	Ultrasonic AG	09.12.2011	Consumer	9,0	9,0	5.895.000,00
Delisted	Haikui Seafood AG	15.05.2012	Food&Beverages	10,0	10,0	3.174.000,00
Delisted	Goldrooster AG	18.05.2012	Consumer	4,1	4,0	2.880.824,00
Delisted	VSG Vange Software Group AG	21.06.2012	Software	26,1	26,0	2.685.150,00
Delisted	KTG Energie AG	29.06.2012	Industrial	14,1	13,8	20.700.000,00
Prime Standard	LOTTO24 AG	03.07.2012	Retail	3,0	2,5	14.972.040,00
General Standard	Ming Le Sports AG	06.07.2012	Consumer	13,2	13,0	6.549.270,00
Delisted	FAST Casualwear AG	09.07.2012	Consumer	5,0	5,0	5.304.335,00
Prime Standard	Talanx Aktiengesellschaft	02.10.2012	Insurance	19,1	18,3	816.649.980,60
Delisted	Hess AG	25.10.2012	Construction	15,6	15,5	35.650.000,00
Prime Standard	Telefónica Deutschland Holding AG	30.10.2012	Telecommunication	5,7	5,6	1.449.000.000,00
Delisted	Firstextile AG	12.11.2012	Consumer	10,0	10,0	18.000.000,00
Prime Standard	LEG Immobilien AG	01.02.2013	Financial Services	44,5	44,0	1.165.195.768,00
Prime Standard	RTL Group S.A.	30.04.2013	Media	55,5	55,5	1.415.250.000,00
Prime Standard	KION GROUP AG	28.06.2013	Industrial	24,2	24,0	420.285.888,00
Prime Standard	OSRAM Licht AG	08.07.2013	Industrial	24,0	24,0	104.689.400
Prime Standard	Vonovia SE	11.07.2013	Financial Services	17,1	16,5	575.000.000,00
Prime Standard	Bastei Lübbe AG	08.10.2013	Media	7,5	7,5	30.000.000,00
Prime Standard	SLM Solutions Group AG	09.05.2014	Industrial	18,2	18,0	180.000.000,00
Prime Standard	Stabilus S.A.	23.05.2014	Industrial	22,8	21,5	261.382.702,50
General Standard	JJ Auto AG	16.06.2014	Automobile	7,3	7,2	718.720,80
Delisted	Braas Monier Building Group S.A.	25.06.2014	Construction	23,4	24,0	470.000.016,00
General Standard	Snowbird AG	29.09.2014	Retail	6,4	6,0	9.500.004,00
Prime Standard	Zalando SE	01.10.2014	Retail	24,1	21,5	526.238.794,50
Prime Standard	Rocket Internet SE	02.10.2014	Retail	42,5	42,5	1.403.703.217,50
Prime Standard	TLG IMMOBILIEN AG	24.10.2014	Financial Services	10,9	10,8	375.338.765,50
General Standard	Fenghua SoleTech AG	06.11.2014	Consumer	10,4	10,0	556.410,00
Prime Standard	Tele Columbus AG	23.01.2015	Media	10,7	10,0	510.225.000,00
Prime Standard	Ferratum Oyj	06.02.2015	Financial Services	17,5	17,0	110.792.196,00
Prime Standard	windeln.de SE	06.05.2015	Retail	18,0	18,5	183.470.124,00
Prime Standard	Sixt Leasing SE	07.05.2015	Financial Services	20,4	20,0	239.339.100,00
Prime Standard	Siltronic AG	11.06.2015	Technology	31,5	30,0	379.500.000,00
Prime Standard	elumeo SE	03.07.2015	Retail	25,0	25,0	38.512.050,00
Prime Standard	Deutsche Pfandbriefbank AG	16.07.2015	Banks	11,5	10,8	1.156.487.634,00
Prime Standard	ADO Properties S.A.	23.07.2015	Financial Services	20,1	20,0	415.000.000,00
Prime Standard	Scout24 AG	01.10.2015	Media	30,8	30,0	1.024.576.680,00
Prime Standard	Covestro AG	06.10.2015	Chemicals	26,0	24,0	1.500.000.000,00
Delisted	CHORUS Clean Energy AG	07.10.2015	Industrial	9,8	9,8	103.070.389,50
General Standard	Steilmann SE	05.11.2015	Consumer	3,6	3,5	8.571.972,50

se nadaljuje

*Tabela 1: Seznam IPO na nemški borzi za obdobje od januarja 2007 do decembra 2018
(nad.)*

Prime Standard	Hapag-Lloyd Aktiengesellschaft	06.11.2015	Transportation&Logistics	20,1	20,0	265.115.120,00
Prime Standard	EDAG Engineering Group AG	02.12.2015	Automobile	19,6	19,0	191.187.500,00
Prime Standard	B.R.A.I.N. Biotechnology Research And Information Network AG	09.02.2016	Chemicals	9,2	9,0	32.472.486,00
Scale	MyBucks S.A.	23.06.2016	Financial Services	13,9	13,5	15.525.000,00
General Standard	Decheng Technology AG	28.06.2016	Chemicals	3,6	3,5	2.554.499,50
Prime Standard	va-Q-tec AG	30.09.2016	Industrial	14,0	12,3	82.885.468,80
Prime Standard	innogy SE	07.10.2016	Utilities	37,3	36,0	4.641.491.340,00
Prime Standard	Shop Apotheke Europe N.V.	13.10.2016	Retail	30,1	28,0	114.896.516,00
Prime Standard	Aumann AG	24.03.2017	Industrial	48,2	42,0	251.160.000,00
Scale	IBU-tec advanced materials AG	30.03.2017	Industrial	17,1	16,5	19.965.000,00
Prime Standard	Vapiano SE	27.06.2017	Consumer	24,0	23,0	169.073.000,00
Scale	Noratis AG	30.06.2017	Financial Services	18,8	18,8	17.391.500,00
Prime Standard	Delivery Hero SE	30.06.2017	Retail	26,9	25,5	989.002.404,00
Scale	The Naga Group AG	10.07.2017	Financial Services	3,6	2,6	2.600.000,00
Prime Standard	Voltabox AG	13.10.2017	Industrial	30,0	24,0	151.800.000,00
Prime Standard	VARTA AG	19.10.2017	Industrial	24,3	17,5	233.450.000,00
Scale	Mynaric AG	30.10.2017	Technology	53,8	54,0	27.324.000,00
Prime Standard	HelloFresh SE	02.11.2017	Retail	10,6	10,3	285.549.194,50
Prime Standard	Befesa S.A.	03.11.2017	Industrial	28,0	28,0	460.717.600,00
Prime Standard	Dermapharm Holding SE	09.02.2018	Pharma&Healthcare	28,0	28,0	359.940.000,00
Prime Standard	STEMMER IMAGING AG	27.02.2018	Software	36,0	34,0	101.660.000,00
Prime Standard	Siemens Healthineers AG	16.03.2018	Pharma&Healthcare	29,1	28,0	4.200.000.000,00
Prime Standard	DWS Group GmbH & Co. KGaA	23.03.2018	Financial Services	32,6	32,5	1.333.089.160,00
Scale	cyan AG	28.03.2018	Software	23,2	23,0	31.740.000,00
Prime Standard	Godewind Immobilien AG	05.04.2018	Financial Services	3,6	4,0	375.000.000,00
Prime Standard	Serviceware SE	20.04.2018	Software	24,0	24,0	88.872.000,00
Prime Standard	NFON AG	11.05.2018	Telecommunication	13,0	12,0	73.208.772,00
Prime Standard	STS Group AG	01.06.2018	Automobile	24,0	24,0	52.132.128,00
Prime Standard	home24 SE	15.06.2018	Retail	28,5	23,0	172.500.023,00
Prime Standard	capsensixx AG	21.06.2018	Financial Services	16,0	16,0	12.272.000,00
Prime Standard	AKASOL AG	29.06.2018	Automobile	48,8	48,5	118.002.488,50
Prime Standard	creditshef Aktiengesellschaft	25.07.2018	Financial Services	80,0	80,0	16.500.000,00
Prime Standard	Westwing Group AG	09.10.2018	Retail	26,5	26,0	122.495.334,00
Prime Standard	Knorr-Bremse AG	12.10.2018	Industrial	80,1	80,0	3.848.171.920,00
Prime Standard	Haier Smart Home Co., Ltd.	24.10.2018	Consumer	1,1	1,1	284.564.671,65
Prime Standard	DFV Deutsche Familienversicherung AG	04.12.2018	Insurance	12,3	12,0	52.440.000,00

Vir: Deutsche Börse (2020).

Priloga 2: Korelacijska matrika odvisnih in neodvisnih spremenljivk

Tabela 2: Korelacijska matrika odvisnih in neodvisnih spremenljivk in ustrezne stopnje značilnosti

		InIPO_stevilo	InIPO_vol	InDax_vol	InDax_cena	InIP_index	InRealni_BDP	Inobr_mera_letno
InIPO_število	Pearson Correlation	1	,538**	,336**	-,010	,116	-,114	,272*
	Sig. (2-tailed)		,000	,005	,935	,341	,388	,027
	N	69	68	69	69	69	60	66
InIPO_vol	Pearson Correlation	,538**	1	-,108	,352**	,283*	,092	-,133
	Sig. (2-tailed)	,000		,380	,003	,019	,487	,292
	N	68	68	68	68	68	59	65
InDax_vol	Pearson Correlation	,336**	-,108	1	-,644**	-,229**	-,137	,581**
	Sig. (2-tailed)	,005	,380		,000	,006	,140	,000
	N	69	68	144	144	144	117	139
InDax_cena	Pearson Correlation	-,010	,352**	-,644**	1	,802**	,010	-,780**
	Sig. (2-tailed)	,935	,003	,000		,000	,913	,000
	N	69	68	144	144	144	117	139
InIP_index	Pearson Correlation	,116	,283*	-,229**	,802**	1	-,047	-,513**
	Sig. (2-tailed)	,341	,019	,006	,000		,617	,000
	N	69	68	144	144	144	117	139
InRealni_BDP	Pearson Correlation	-,114	,092	-,137	,010	-,047	1	-,038
	Sig. (2-tailed)	,388	,487	,140	,913	,617		,692
	N	60	59	117	117	117	117	112
Inobr_mera_letno	Pearson Correlation	,272*	-,133	,581**	-,780**	-,513**	-,038	1
	Sig. (2-tailed)	,027	,292	,000	,000	,000	,692	
	N	66	65	139	139	139	112	139

** Povezanost je značilna pri stopnji 0,01 (2-stransko).

* Povezanost je značilna pri stopnji 0,05 (2-stransko).

Vir: Lastno delo.