

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**DETERMINANTE PREVZEMNE PREMIJE – TEORETIČNI
IN EMPIRIČNI VIDIK**

Ljubljana, september 2002

JASNA HRNČIČ

IZJAVA

Študentka Jasna Hrnčič izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. Dušana Mramorja, in dovolim objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 5.9.2002

Podpis _____

KAZALO

1	UVOD	1
2	TERMINOLOŠKA POJASNILA	2
2.1	ZDRUŽITEV PODJETIJ	2
2.2	PREVZEM Z ODKUPOM DELNIC IN PONUDBA ZA PREVZEM	3
2.3	PREVZEM Z ODKUPOM PREMOŽENJA	3
3	ŠTUDIJE DOGODKOV	3
4	DETERMINANTE GIBANJA TEČAJA DELNICE CILJNEGA PODJETJA	4
4.1	OPREDELITEV PREVZEMNE PREMIJE	4
4.2	POVEZAVA MED PREDPONUDBENIM IN POPONUDBENIM PORASTOM TEČAJA	6
4.3	MODEL OBLIKOVANJA TEČAJA DELNICE CILJNEGA PODJETJA	8
4.3.1	<i>Model variabilnosti tečaja delnice ciljnega podjetja</i>	9
4.3.2	<i>Hipoteza pričakovane vrednosti</i>	10
4.4	DETERMINANTE PORASTA TEČAJA DELNICE PRED OBJAVO INFORMACIJE V ZVEZI S PREVZEMOM	12
4.5	DETERMINANTE PORASTA TEČAJA DELNICE PO OBJAVI INFORMACIJE V ZVEZI S PREVZEMOM	13
5	LASTNIŠKA STRUKTURA CILJNEGA PODJETJA	14
5.1	ATOMISTIČNI DELNIČARJI	15
5.2	PREVZEMNO PODJETJE	16
5.3	MANAGEMENT CILJNEGA PODJETJA	16
5.3.1	<i>Vpliv na verjetnost, da bo podjetje postalo tarča prevzema</i>	17
5.3.2	<i>Vpliv na verjetnost uspeha prevzema in donosnost, ki jo realizirajo delničarji ciljnega podjetja</i>	18
5.3.2.1	<i>Hipoteza delovanja v interesu delničarjev</i>	18
5.3.2.1.1	<i>Obrambni mehanizmi pred prevzemi in donosnost delnice ciljnega podjetja</i>	18
5.3.2.1.2	<i>Managersko lastništvo in donosnost delnice ciljnega podjetja</i>	18
5.3.2.2	<i>Ograditev managementa</i>	19
5.3.2.2.1	<i>Obrambni mehanizmi pred prevzemi in donosnost delnice ciljnega podjetja</i>	19
5.3.2.2.2	<i>Managersko lastništvo, obrambni mehanizmi pred prevzemom in donosnost delnice ciljnega podjetja</i>	20
5.3.2.3	<i>Empirične ugotovitve in integrirana teorija</i>	20
5.4	INSTITUCIONALNI INVESTITORJI	22
5.4.1	<i>Neposreden vpliv na prevzemno premijo</i>	22
5.4.2	<i>Nadzorovalna vloga institucionalnih investitorjev</i>	22
5.4.2.1	<i>Hipoteza pasivnega glasovanja velikih delničarjev</i>	22

5.4.2.2	Hipoteza aktivnega nadzorovanja managementa s strani velikih delničarjev ..	22
6	ZAČETNO LASTNIŠTVO PREVZEMNIKA V CILJNEM PODJETJU	23
6.1	VPLIV ZAČETNEGA LASTNIŠTVA NA PREVZEMNO PREMIJO	25
6.2	VPLIV ZAČETNEGA LASTNIŠTVA NA PREDPONUDBENO RAST TEČAJA.....	27
6.2.1	<i>Optimalna raven začetnega lastništva v ciljnem podjetju.....</i>	<i>28</i>
6.2.2	<i>Odzivnosti tržne cene delnice ciljnega podjetja na nakupe prevzemnika na odprtem trgu.....</i>	<i>29</i>
6.2.3	<i>Povezanost med predponudbenim porastom tečaja delnice in prevzemno premijo</i>	<i>30</i>
7	STRUKTURA AKTIVE IN PASIVE.....	31
7.1	VPLIV STRUKTURE AKTIVE CILJNEGA PODJETJA	32
7.2	VPLIV STRUKTURE PASIVE CILJNEGA PODJETJA	32
8	METODA FINANCIRANJA PREVZEMA IN METODA PREVZEMA.....	37
8.1	DAVČNA HIPOTEZA	37
8.2	HIPOTEZA INFORMACIJSKEGA UČINKA – UČINKA SIGNALIZIRANJA.....	37
8.2.1	<i>Asimetričnost informacij med prevzemnikom in ciljnim podjetjem</i>	<i>38</i>
8.2.2	<i>Asimetričnost informacij med managementom prevzemnika in zunanjimi investitorji</i>	<i>38</i>
8.3	SLABOSTI GORNJIH HIPOTEZ IN POJAV ALTERNATIVNIH HIPOTEZ.....	39
8.3.1	<i>Hipoteza pričakovanja konkurence.....</i>	<i>40</i>
8.3.2	<i>Ostale hipoteze</i>	<i>41</i>
9	SKLEP.....	41
	LITERATURA	43
	PRILOGA 1	I
	PRILOGA 2	II
	PRILOGA 3	V
	PRILOGA 4	VII
	PRILOGA 5	IX
	PRILOGA 6	X
	PRILOGA 7	XIII
	PRILOGA 8	XVI
	SLOVAR TUJIH IZRAZOV	XVIII

1 UVOD

Prevzemom podjetij je bilo v empirični in teoretični literaturi namenjenega že precej prostora, saj so v zadnjem stoletju postali pomemben del poslovne tradicije. Svetovna zgodovina združitvev in pripojitev se je začela konec 19. stoletja v Angliji in ZDA, do tega trenutka pa je bilo mogoče v anglosaksonskem svetu identificirati pet obdobji povečane prevzemne aktivnosti, imenovane prevzemni valovi (Gaughan, 1999, str. 21). Posamezna obdobja prevzemne aktivnosti so odlikovale specifične značilnosti, zato so bila v finančni literaturi v posameznih obdobjih v ospredju različna vprašanja.

Pomembno vprašanje, na katerega teoretična in empirična literatura še nima enotnega odgovora, čeprav je bilo že večkrat načeto, je vprašanje motivov v ozadju poskusa prevzema. Motivi so namreč tesno povezani s koristmi, ki jih prevzem prinaša udeležencem prevzema. Obstoj teh koristi, predvsem pa njihova velikost in distribucija med različne interesne skupine, pa podajata odgovor na vprašanje, ali je prevzemna aktivnost z vidika posameznih udeležencev prevzema (managerjev, delničarjev, upnikov in zaposlenih v ciljnim podjetju in prevzemniku) ter z vidika širše družbene blaginje sploh zaželena. Razvito je bilo veliko teorij prevzemov, ki pojasnjujejo vzroke in posledice prevzemne aktivnosti, ne pa tudi neka celovita teorija, ki bi uspela pojasniti vse še tako različne primere prevzemov. Posledično tudi na vprašanje, ali prevzemi zares povečujejo vrednost in pripomorejo k alokaciji resursov v najbolj optimalno rabo, ni enotnega odgovora. Neoklasična literatura na to dilemo pritrtilno odgovarja, medtem ko obstaja kar nekaj skeptikov, ki trdijo, da je v ozadju prevzemnih poskusov želja managementa po izgradnji imperija moči, zato prihaja tudi do prevzemov, ki ne ustvarjajo nove vrednosti, temveč le poskrbijo za prerazdelitev koristi med različnimi interesnimi skupinami.

Kljub neskladju teoretičnih ugotovitev pa so si empirične študije v glavnem enotne, da so delničarji ciljnih podjetij interesna skupina s popolnoma jasno in nesporno dokazanimi koristmi od prevzema. Jarrel, Brickley in Netter (1988, str. 51) podajajo povzetek abnormalne donosnosti za ponudbe za odkup v obdobju med letoma 1962 in 1985 in ugotavljajo, da so prevzemne premije v 1960-ih v povprečju znašale 19%, v 1970-ih 35% in v prvi polovici 1980-ih 30%. Podobno Jensen in Ruback (1983, str. 11-14) v povzetku rezultatov 13 empiričnih študij ugotavljata, da delničarji uspešno prevzetih podjetij realizirajo donosnost med 16,9% in 34,1% v primeru prevzema z odkupom delnic (tehtano povprečje 29,1%) in med 6,2% in 13,4% (tehtano povprečje 7,7%) v primeru združitve podjetij.

Namen tega besedila je, izluščiti dejavnike, ki vplivajo na takšno variabilnost v višini izplačanih prevzemnih premij – t.i. determinante prevzemne premije – jih zbrati in smiselno urediti ter poiskati teoretične argumente, ki pojasnjujejo empirično dokazano smer vplivanja nekega dejavnika na višino prevzemne premije. Kot bom pokazala, si izsledki empiričnih študij včasih niso enotni niti glede smeri vplivanja izbrane determinante, kaj šele glede njene

relativne pojasnjevalne moči za višino prevzemne premije, in prav razrešitev tega neskladja bo predmet naslednjih poglavij.

V nadaljevanju besedila sta 2. in 3. poglavje namenjena kratkim terminološkim pojasnilom ter opisu standardne metodologije, ki se uporablja pri ugotavljanju učinka nekega dogodka – npr. objave ponudbe za odkup – na donosnost delnice. V 4. poglavju bom več pozornosti namenila načinu merjenja prevzemne premije in nekaterim teoretičnim modelom, ki povsem splošno opisujejo oblikovanje tečaja delnice ciljnega podjetja v obdobju okrog prevzema, ter na kratko povzela teoretične determinante prevzemne premije. Naslednja štiri poglavja bodo podrobneje analizirala vpliv izbranih dejavnikov na višino prevzemne premije, ugotovitve pa bom na kratko povzela v Sklepu.

2 TERMINOLOŠKA POJASNILA

Anglosaksonska finančna literatura pri obravnavi prevzemov uporablja tri različne pojme (mergers, acquisitions, takeovers), katerih vsebina ni nedvoumno opredeljena, zato je njihova uporaba med različnimi avtorji nedosledna, še bolj pa se zaplete pri prevodu teh izrazov (Bešter, 1995, str. 10-14). Izraz »takeover« je najbolj splošen; pomeni prenos nadzora nad podjetjem z ene skupine delničarjev na drugo (Ross et al., 1993, str. 828). Lahko ga smatramo kot nadpomenko za ostala termina (Bešter, 1995, str. 11). V nadaljevanju besedila ga bom prevajala z izrazom »prevzem«, čeprav se isti prevod včasih uporablja tudi za termin »acquisition«.

V naslednjem besedilu bom imela z izrazom »prevzem« v mislih eno izmed naslednjih treh različic pridobitve nadzora nad nekim podjetjem oz. metod prevzema (»takeover method«): združitev podjetij (»merger«), prevzem z odkupom delnic (»acquisition of stock«) in ponudbo za prevzem (»tender offer«) ali prevzem z odkupom premoženja (»acquisition of assets«).

2.1 Združitev podjetij

Združitev pomeni vse vrste dejanj, pri katerih iz enega ali več podjetij nastane eno samo. Za združitev podjetij je potrebno pripraviti posebno pogodbo, ki jo podpišejo predstavniki podjetij, potrdijo nadzorni sveti in nato z večino glasov odobrijo ali zavrnejo delničarji vpletenih podjetij (Bešter, 1995, str. 14).

Združitve obsegajo pripojitve in spojitve. Bistvo pripojitve je, da se premoženje ene družbe prenese na drugo, že obstoječo, kar pomeni, da od vseh podjetij, ki se združujejo, preživi eno samo, pri spojitvah (»consolidation«) pa z združitvijo dveh ali več podjetij nastane popolnoma novo podjetje (Bešter, 1995, str. 14; Knaus, 2002, str. 61).

2.2 Prevzem z odkupom delnic in ponudba za prevzem

Prevzem podjetja z odkupom delnic pomeni nakup zadostnega (ali celo celotnega) števila delnic z glasovalno pravico odprte delniške družbe, in sicer neposredno od njenih delničarjev. Ključen del postopka je neposredna ponudba za odkup (»tender offer«), ki jo prevzemno podjetje naslovi na delničarje ciljnega podjetja (Bešter, 1995, str. 15). Glede na to, da lahko prevzemnik management ciljnega podjetja povsem obide, je ta različica prevzema večkrat označena kot sovražna (glej Sliko 2 v Prilogi 4 na strani VII).

2.3 Prevzem z odkupom premoženja

V tem primeru prevzemnik pridobi nadzor nad ciljnim podjetjem z odkupom dela ali celote njegovega premoženja. Za ta postopek je potrebna večina glasov delničarjev ciljnega podjetja, medtem ko glasovanje delničarjev prevzemnika ni potrebno (Bešter, 1995, str. 16).

3 ŠTUDIJE DOGODKOV

Za proučevanje učinkov prevzemov podjetij na tečaj delnic ciljnih podjetij in prevzemnikov se je v empiričnih študijah uveljavila analiza rezidualov (»residual analysis«) - ena izmed različic študij dogodkov (»event study«) - ki proučuje odzive tečajev delnic na objavo specifičnih informacij. Ta analiza skuša razločevati med splošnimi gibanji sekundarnega trga kapitala in tistimi spremembami v tečaju delnice, ki so posledica nastopa nekega specifičnega dogodka. Njen namen je, ugotoviti, ali je – kot posledica nastopa določenega ugodnega/neugodnega dogodka - donosnost navadnih delnic posameznih podjetij, ki jih ti dogodki zadevajo, višja ali nižja, kot bi glede na splošno razmerje med donosnostjo in tveganjem napovedovali (Brady, Feinberg, 2000, str. 888; Weston et al., 2001, str. 182).

Rezidualna donosnost je v literaturi pogosto imenovana kar abnormalna donosnost, saj meri tisto donosnost, ki je bila nepričakovana oz. se je razlikovala od tiste, ki bi bila realizirana, če nek dogodek ne bi nastopil. Objava za podjetje ugodnih informacij naj bi povzročila dvig tečaja delnice – glede na to, kar bi se sicer zgodilo - in posledično višjo donosnost od pričakovane (pozitivna abnormalna donosnost), objava neugodnih informacij pa naj bi na tečaj delnice prizadetega podjetja imela ravno nasprotni učinek (negativna abnormalna donosnost). Proučevanje abnormalne donosnosti predstavlja osnovo za proučevanje vprašanja, ali prevzemi povečujejo vrednost ali ne (Rock, 1987, str. 41).

Temelj za uporabo te metodologije je predpostavka, da je trg kapitala učinkovit vsaj po srednje močni različici te hipoteze, kar pomeni, da tržna cena navadne delnice odraža vse javno razpoložljive informacije, kot je npr. objava ponudbe za odkup (Halpern, 1983, str. 298). Vendar pa obstoj učinkovitega trga kapitala povzroča težave pri interpretaciji rezultatov analize rezidualov. Prvič, prevzem vsebuje celo kopico različnih signalov, ki vsi generirajo

informacije, pomembne za oblikovanje tržne cene delnic udeležencev tega procesa. Ti signali med drugim vsebujejo informacije o samem prevzemu, identiteti prevzemnika, metodi plačila itd. Drugič, v cenah delnic podjetij, povezanih s prevzemom, so lahko vsebovane informacije v zvezi s prevzemom, še preden je le-ta sploh javno objavljen, in to zaradi curljanja informacij v javnost, trgovanja na podlagi notranjih informacij itd. Ni dvoma, da je ob tej mešanici signalov težko razločiti, kakšen je vpliv vsakega posameznega na tržno ceno delnice.

Podrobneje je postopek izračuna abnormalne donosnosti, zlasti kumulativne abnormalne donosnosti, ki bo bralcem v pomoč pri interpretaciji izsledkov empiričnih študij, predstavljen v Prilogi 2 na straneh II - IV.

4 DETERMINANTE GIBANJA TEČAJA DELNICE CILJNEGA PODJETJA

4.1 Opredelitev prevzemne premije

Empirične študije so dokazale, da je prevzemnik za pridobitev nadzora nad ciljnim podjetjem, ki kotira na borzi, pripravljen plačati občutno prevzemno premijo (glej Tabelo 2 v Prilogi 3 na straneh V-VI). Ključni namen te diplomske naloge je, proučiti bistvene determinante te premije, kar seveda zahteva, da ta pojem najprej opredelim.

Po Nielsenu in Melicherju (1973, str. 139) lahko o prevzemni premiji govorimo takrat, kadar navadni delničarji prevzetega podjetja prejmejo denar ali vrednostne papirje v skupni vrednosti, ki presega vrednost podjetja pred prevzemom.

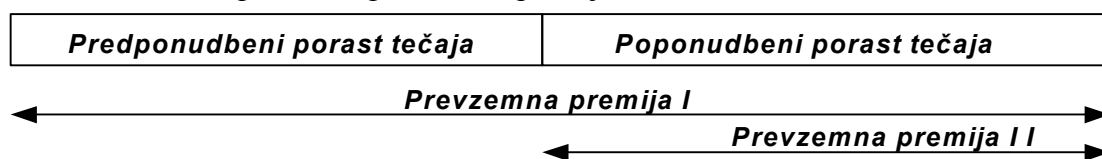
Čeprav je definicija navidez preprosta, empirična literatura še ni dosegla soglasja glede vprašanja, kako prevzemno premijo pravilno izmeriti. Največkrat se v praksi zaplete pri opredelitvi časovnega trenutka, v katerem naj bi izmerili »vrednost podjetja pred prevzemom«. Ta trenutek ponavadi predstavlja objava kakšnega ključnega dogodka v zvezi s prevzemom (»takeover announcement«), pa naj bo to samo objava namere o ponudbi za odkup ali že ponudba sama, v kolikor gre za prevzem z odkupom delnic, ali objava združitve dveh ali več podjetij. Večkrat pa avtorji empiričnih študij tudi ocenijo, da je nekaj informacij v zvezi s prevzemom v javnost pricurljalo že pred javno objavo, zato obdobje izračuna prevzemne premije ustrezno razširijo v preteklost. V grobem bi lahko rekli, da pri opredelitvi prevzemne premije obstajata dva pristopa; prvi rast tečaja delnice v obdobju pred formalno objavo informacije v zvezi s prevzemom šteje kot del prevzemne premije, drugi ga eksplicitno izključijo.

Tako ima po Schwertu (1996, str. 154), ki je zagovornik prvega pristopa, prevzemna premija dve komponenti: (a) dvig tečaja delnice ciljnega podjetja pred prvo uradno objavo prevzema, krajše imenovan predponudbeni porast tečaja (»runup«), ki v povprečju predstavlja polovico celotne plačane premije, in (b) dvig tečaja delnice, ki se začne s prvim dnem objave, krajše

imenovan poponudbeni porast tečaja (»markup«), tako da je prevzemna premija vsota kumulativne abnormalne donosnosti delnice v obeh obdobjih.¹

V nasprotju z njim alternativni pogled, ki ga uporabljajo zlasti masovni mediji in ki bo uporabljen tudi v nadaljevanju tega besedila, prevzemno premijo definira kot razliko med ponudbeno ceno in tržno ceno delnice tik pred formalno objavo prevzema. Tako opredeljena prevzemna premija je enakovredna temu, kar Schwert (1996) imenuje poponudbeni porast tečaja, tako da, v nasprotju s prvim pristopom, predponudbeni porast tečaja delnice ni njen element.

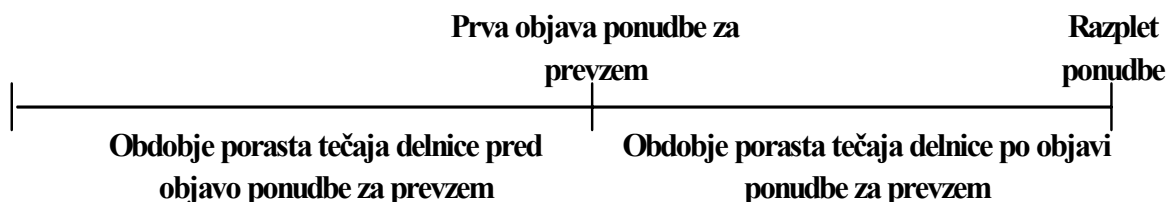
Slika 1: Dve opredelitvi prevzemne premije



Vir: Lastni prikaz.

Moj namen ni, oceniti, kateri zmed obeh načinov izračuna prevzemne premije je metodološko pravilnejši, temveč zgolj proučiti determinante gibanja cene delnice ciljnega podjetja v obdobju okoli prevzema, ki pa - po prvem izmed obeh opisanih pristopov - ne zajema le obdobja po formalni objavi prevzema, temveč tudi obdobje pred njim.

Slika 2: Časovna premica dogodkov, povezanih s prevzemi



Vir: Schwert, 1996, str. 156.

V Sliki 2 je zaporedje prevzemnih aktivnosti prikazano grafično. V času pred formalno objavo prevzema - vzemimo za primer objavo ponudbe za odkup (»pre-bid runup period«) - prevzemnik načrtuje prevzem določenega podjetja, kar je notranja informacija, ki je ne bi smel poznati nihče, razen prevzemnika samega. Sicer je mogoče, da se s podobno zamislijo hkrati ukvarja še kakšno drugo podjetje, vendar v splošnem velja, da namere posameznega prevzemnika ostalim udeležencem trga kapitala niso poznane. Kakršno koli gibanje tečaja

¹ Čeprav obstaja večje število študij, ki so uporabile podoben pristop, bi le redko našli dve, ki premijo izmerita na povsem identični način. Razlike nastanejo predvsem pri opredelitvi obdobj, znotraj katerih je potrebno izmeriti kumulativno abnormalno donosnost obeh komponent prevzemne premije (glej Tabela 2 v Prilogi 3 na straneh V-VI).

delnice ciljnega podjetja v tem obdobju, ki odstopa od pričakovanega, se imenuje predponudbeni porast tečaja (»pre-bid price runup«).

S prvo objavo ponudbe prevzemnikovi nameni postanejo jasni, ciljno podjetje je tako uradno »v igri« in povsem verjetno je, da se v boju zanj pojavijo še drugi ponudniki. Do končnega razpleta prevzemnega poskusa pride, ko eden izmed ponudnikov prevzame ciljno podjetje oz. ko vsi potencialni prevzemniki odnehajo. Sprememba v tečaju delnice ciljnega podjetja (popravljen za splošna gibanja trga), do katere pride v obdobju med prvo objavo prevzema in njegovim razpletom (»post-bid markup period«), predstavlja poponudbeni porast tečaja (»post-bid markup«).

Osnovni dilemi, ki se pojavljata, sta: (1) če so vse informacije v zvezi s prevzemom pred prvo uradno objavo prevzema notranje in zato nedosegljive javnosti, zakaj potem prihaja do porasta tečaja v obdobju pred prvo objavo, in (2) kakšen je vpliv rasti tečaja v tem obdobju na končno prevzemno ceno. V nadaljevanju bom tako skušala odgovoriti na vprašanje, kaj predponudbeni porast tečaja delnice povzroča in kakšen je njegov vpliv na gibanje tečaja po objavi prevzema.

4.2 Povezava med predponudbenim in poponudbenim porastom tečaja

Recimo, da imamo v prevzemnih pogajanjih samo dve interesni skupini: na eni strani so delničarji ciljnega podjetja in njegov management, na drugi strani prevzemnik. Pogajanja med ciljnim podjetjem in prevzemnikom bodo pripeljala do zaključka posla le, če prevzemnik ciljno podjetje vrednoti višje, kot znaša rezervacijska cena delničarjev ciljnega podjetja in njegovega managementa.² Kakšno je vrednotenje ciljnega podjetja s strani prevzemnika in kakšno s strani njegovega managementa in delničarjev, pa je seveda odvisno od informacij, ki jih obe strani posedujeta.

Obstajata vsaj dve izključujoči se hipotezi o povezavi med gibanjem cene ciljnega podjetja pred prvo objavo prevzema in končno prevzemno ceno.

Prvi pogled je v nasprotju s hipotezo učinkovitega trga kapitala in pravi, da mora imeti prevzemnik določene informacije o ciljnim podjetju, ki jih preostali udeleženci trga kapitala nimajo in se zato ne odražajo v trenutnem tečaju delnice ciljnega podjetja, sicer se prevzemniku zanj ne bi splačalo plačati premije nad trenutno tržno ceno.³ V kolikor imata obe

² Rezervacijska cena je opredeljena kot (a) maksimalna cena, ki jo je kupec še pripravljen plačati za eno enoto blaga ali storitve - v kolikor jo opredelimo z vidika kupca - oz. kot (b) minimalna cena, ki jo je prodajalec še pripravljen sprejeti v zameno za eno enoto blaga ali storitve, kadar ta pojem opišemo s stališča prodajalca (Walbert, 2002, str. 1). V gornjem besedilu je ta pojem uporabljen v smislu druge opredelitve.

³ Te informacije so lahko dvojne narave. Prevzemnik je morda ugotovil neučinkovitosti v poslovanju ciljnega podjetja, ki bi jih lahko odpravil kateri koli prevzemnik, kar pomeni, da bi se s takšno informacijo lahko

strani več informacij o ciljnem podjetju, kot jih odraža trenutna tržna cena delnice, hkrati pa sta prepričani, da ni nikogar drugega, ki bi razpolagal s kakršnimi koli koristnimi notranjimi informacijami, gibanje tečaja delnice ciljnega podjetja pred začetkom pogajanj in tekom letih ne bo vplivalo na dogovor o končni prevzemni ceni. Vsaka stran bo namreč predpostavljala, da je do popravka v tečaju delnice prišlo zato, ker je v javnost pricuril določen del teh notranjih informacij. Če je del informacij, ki bi morale biti razkrite šele s prvo formalno objavo ponudbe in se komaj takrat v celoti vgraditi v novo ceno delnice ciljnega podjetja, v javnost prišel že pred samo objavo, to samo pomeni, da bo moral biti porast tečaja delnice po objavi (od dneva objave do trenutka, ko ni nobene negotovosti več glede rezultata pogajanj) ustrezno manjši. Vsak tolar predponudbenega porasta tečaja delnice bo torej nadomeščen z manjšim poponudbenim porastom, tako da spremembe v ceni delnice pred prvo objavo ponudbe ne bodo vplivale na končno ponudbeno ceno (Schwert, 1996, str. 154-156). Ta pogled zagovarja t.i. substitucijska hipoteza («substitution hypothesis»)

Toda, v kolikor tako prevzemnik kot ciljno podjetje ne moreta biti prepričana, da spremembe v tečaju delnice ciljnega podjetja niso odraz pomembnih notranjih informacij drugih udeležencev trga kapitala, je zelo verjetno, da bodo kakršni koli nepričakovani porasti v tečaju delnice v času trajanja prevzemnih pogajanj povzročili, da bosta tako prevzemnik kot ciljno podjetje delnico slednjega začela vrednotiti drugače.⁴ To pomeni, da se vsak porast tečaja delnice pred prvo objavo ponudbe za prevzem neposredno odrazi v dvigu končne ponudbene cene oz. da med rastjo tečaja pred objavo ponudbe in po njej ne prihaja do medsebojne substitucije (Schwert, 1996, str. 157). To je t.i. hipoteza pribitka na ceno ob objavi ponudbe («markup pricing hypothesis»)⁵.

Hipoteza pribitka na ceno ob objavi ponudbe je v skladu s predpostavko srednje učinkovitega trga kapitala, ki pravi, da tržna cena navadnih delnic odraža vse javno razpoložljive informacije (Kaen, 1995, str. 213). Notranje informacije, kot npr. namera objave ponudbe za prevzem, se v tržni ceni delnice ne odražajo, vse dokler ne nastopi nek dogodek, na podlagi katerega ta notranja informacija postane javno znana. Ena izmed posledic hipoteze

okoristilo več podjetij. Prav lahko pa gre pri teh informacijah, ki jih poseduje prevzemnik, zgolj za oceno sinergijskih učinkov prevzema, ki jih lahko realizira le prevzemnik sam in nobeno drugo podjetje.

⁴ Npr., če obe strani sumita, da je do porasta v ceni delnice prišlo zaradi pojava prevzemnika-konkurenta, ki z nakupi na odprtem trgu povzroča rast tečaja, bosta obe interesni skupini delnico ciljnega podjetja začeli vrednotiti višje. Franks in Harris (1989), Stulz et al. (1990), Servaes (1991), Schwert (1996) so pokazali, da so premije v primeru, ko se za isto tarčo poteguje več prevzemnikov, statistično značilno višje kot v primeru, ko do konkuriranja med potencialnimi prevzemniki ne pride (glej tudi Tabelo 4 v Prilogi 5 na strani IX).

⁵ Hipoteza pribitka na ceno ob objavi ponudbe je odraz racionalnega obnašanja ekonomskih subjektov, kadar leti razpolagajo z nepopolnimi informacijami. Obstaja tudi alternativna razlaga pomanjkanja substitucije med predponudbenim in poponudbenim porastom tečaja, ki pa temelji na neracionalnem obnašanju prevzemnika. Imenuje se »hubris hypothesis«, govori pa o prevzemnikih, ki hočejo v prevzemnem boju na vsak način zmagati, ne glede na stroške, kar vodi k temu, da za ciljno podjetje plačajo preveč. Ena izmed možnosti razlikovanja med obema hipotezama je opazovanje gibanja donosnosti delnice prevzemnika. Če bo trg ocenil, da je prevzemnik za prevzeto podjetje plačal preveč – upošteva informacije, ki so mu bile na razpolago v trenutku, ko je dal ponudbo za prevzem – bo tečaj njegove delnice padel in obratno (Schwert, 1996, str. 182).

učinkovitega trga kapitala je, da z nakupom delnic podjetij, ki so potencialne tarče prevzemov, ni mogoče sistematično realizirati dobičkov, v kolikor nimaš dostopa do notranjih informacij. Empirične študije so namreč dokumentirale dejstvo, da en dan po objavi prve ponudbe za prevzem tečaji delnic ciljnih podjetij, ki so naknadno uspešno prevzeta, v povprečju narastejo, tečaji delnic tistih ciljnih podjetij, pri katerih prevzem kasneje ne uspe, pa upadejo. Ker pa na dan objave prve ponudbe za prevzem ni mogoče vnaprej vedeti, kateri prevzemni poskusi bodo uspešni in kateri ne, in kakšne bodo posledično prihodnje spremembe tečajev delnic, sistematični dobički niso mogoči. Če pa prihodnjih sprememb cen delnic ni mogoče napovedati, med preteklim gibanjem tečajev in kasnejšo donosnostjo, ki jo realizirajo delničarji prevzetih podjetij, ne bi smelo biti nikakršne korelacije. To pa je v skladu s hipotezo pribitka na ceno ob objavi ponudbe, ki ne predvideva nikakršne substitucije med gibanjem tečaja delnice pred prvo objavo ponudbe za prevzem in po njej (Schwert, 1996, str. 159).

Empirične študije si glede vprašanja, ali je predponudbeni porast tečaja delnice ciljnega podjetja res le dodatni strošek za prevzemnika, ali pa na končno prevzemno ceno nima nobenega vpliva, niso povsem enotne. Bris (2001, str. 27) je npr. ugotovil, da predponudbeni porast tečaja, ki ga sprožijo nakupi prevzemnika na odprtem trgu, neposredno zmanjšuje prevzemno premijo – prevzemna premija, kot jo definira Bris, je po svoji vsebini enakovredna poponudbenemu porastu tečaja delnice – medtem ko je Schwert (1996, str. 177) na podlagi vzorca 1.523 ciljnih podjetij našel le malo dokazov, ki bi podpirali veljavnost substitucijske hipoteze: odkril je le nekatere primere delne substitucije, ki je bila največja v primerih trgovanja na podlagi notranjih informacij. Pa tudi v tem primeru je bilo kar 67% predponudbenega porasta v tečaju delnice dodanega končni ponudbeni ceni, ki jo je prevzemnik moral plačati za nakup delnic. Na podlagi teh ugotovitev je Schwert sklepal, da predponudbena rast tečaja ciljnih podjetij povečuje stroške prevzema in posledično zmanjšuje verjetnost njihovega uspeha.

Zaradi nasprotujočih si rezultatov obeh študij glede povezanosti predponudbenega in poponudbenega porasta tečaja delnice ciljnega podjetja bom v nadaljevanju opredelila dejavnike, ki določajo višino obeh komponent. Preden pa naštejemo dejavnike, ki vplivajo na gibanje tečaja delnice ciljnega podjetja pred objavo ponudbe za prevzem in v času njenega trajanja in s tem na velikost končne prevzemne cene, bom pozornost namenila splošnim modelom oblikovanja tečaja delnice ciljnega podjetja.

4.3 Model oblikovanja tečaja delnice ciljnega podjetja

Pretekle raziskave o učinkovitosti trga za nadzor nad delniškimi družbami so dokazale, da prihaja do občutnega prevrednotenja delnic tistih podjetij, ki postanejo tarče prevzema. Vedeti pa moramo, da je večina teh študij proučevala obnašanje ravni cen teh delnic okoli datuma objave ponudbe za prevzem ob implicitni predpostavki, da se z objavo ponudbe za prevzem tveganost teh delnic ne spremeni. V kolikor lahko dokažemo, da je predpostavka

nespremenjene tveganosti zmotna in da se z objavo ponudbe za prevzem variabilnost možnih donosnosti delnic tarče okoli pričakovane donosnosti spremeni, s tem pod vprašaj postavimo rezultate vseh zgoraj omenjenih študij, ki so proučevale koristi delničarjev tarč. Abnormalna donosnost, ki jo realizirajo delničarji tarče, ustrezno prilagojena za tveganje, je namreč nižja, kot je bilo prvotno ocenjevano, kadar se tveganost delnice ob objavi ponudbe za prevzem poveča, oz. višja, kadar se njena tveganost zmanjša.

4.3.1 Model variabilnosti tečaja delnice ciljnega podjetja

Študij, ki bi proučevale variabilnost cen delnic ciljnega podjetja, je malo, pogojna variabilnost cen delnic pa je bila sploh prvič predmet raziskave v študiji, ki sta jo marca 2001 objavila Hutsonova in Kearney. Na podlagi podatkov 112 največjih prevzemnih tarč v Avstraliji med januarjem 1985 in junijem 1993 sta pokazala, da se po objavi ponudbe za prevzem pogojna variabilnosti tečajev delnic ciljnih podjetij zmanjša.

Čeprav je kombinacija pozitivne abnormalne donosnosti in nižje variabilnosti cene delnice ciljnega podjetja vsaj na prvi pogled v nasprotju s CAPM modelom, je to neskladje le navidezno. Prvič, premik delnice v grafikonu povezave med pričakovano donosnostjo in standardnim odklonom donosnosti levo in navzgor po tistem, ko je podjetje postalo tarča prevzema, je le zanimiv primer repozicioniranja delnice v tem prostoru. Drugič, in to je ključni argument te študije, se proces vrednotenja delnic podjetij, ki postanejo tarče prevzema, korenito spremeni in začasno odmakne od normalnega procesa vrednotenja, kakršnega opisuje CAPM model (Hutson, Kearney, 2001, str. 276).

Hutsonova in Kearney (2001, str. 276) trdita, da je zmanjšanje pogojne variabilnosti cene delnice rezultat konvergiranja ocen udeležencev trga kapitala glede prave vrednosti delnice ciljnega podjetja. Spremembe cen tekom trgovalnega dne odražajo povprečje sprememb v rezervacijskih cenah udeležencev trga kapitala: porast v stopnji nesoglasja med udeleženci trga kapitala glede prave vrednosti delnice vodi k večjim absolutnim spremembam v tržni ceni te delnice in obratno. Do sprememb v rezervacijskih cenah udeležencev trga kapitala pa pride zaradi informacijskih dogodkov, ki so bodisi (a) splošno znani in zato skupni vsem udeležencem bodisi (b) specifični in poznani samo individualnim udeležencem.

Če z neko dobrino s tržno ceno p trguje $j=1 \dots J$ udeležencev, potem lahko povpraševanje j -tega subjekta po tej dobrini v času i znotraj trgovalnega dne, $Q_i^{D_j}$, zapišemo kot funkcijo razlike med njegovo rezervacijsko ceno, p_i^j , in tekočo tržno ceno, p_i :

$$Q_i^{D_j} = \alpha [p_i^j - p_i]; \quad \alpha > 0, \quad Q_i^{D_j} > 0 \text{ ali } Q_i^{D_j} < 0 \quad (4.3.1.1)$$

Različni udeleženci trga kapitala imajo različna pričakovanja glede prihodnjih denarnih tokov, ki jih bo ustvarjalo neko sredstvo, zato so njihove rezervacijske cene različne. Ravnotežje je

na trgu doseženo takrat, ko je tržna cena enaka povprečju rezervacijskih cen vseh udeležencev tega trga,

$$p_i = \frac{1}{J} \sum_{j=1}^J p_i^j . \quad (4.3.1.2)$$

Sedaj lahko spremembo tržne cene tega sredstva zapišemo kot:

$$\Delta p_i = \frac{1}{J} \sum_{j=1}^J \Delta p_i^j . \quad (4.3.1.3)$$

Spremembo rezervacijske cene pri j-tem udeležencu v času i, Δp_i^j , pa Hutson in Kearneyeva zapišeta kot:

$$\Delta p_i^j = \phi_i + \varphi_i^j , \quad (4.3.1.4)$$

pri čemer ϕ_i predstavlja tisto spremembo v rezervacijski ceni, ki jo je potrebno pripisati informacijskim dogodkom, znanim vsem udeležencem trga kapitala, φ_i^j pa tisti del spremembe, ki jo povzročijo informacijski dogodki, poznani samo specifičnemu, j-temu udeležencu trga kapitala. Spremembo v tržni ceni sredstva lahko sedaj zapišemo kot:

$$\Delta p_i = \frac{1}{J} \sum_{j=1}^J [\phi_i + \varphi_i^j] = \phi_i + \bar{\varphi}_i , \quad \bar{\varphi}_i = \frac{1}{J} \sum_{j=1}^J \varphi_i^j . \quad (4.3.1.5)$$

Gornja enačba razkriva, da je variabilnost tržne cene delnice določena s splošno informacijsko komponento, ϕ_i , in povprečno spremembo v ceni, $\bar{\varphi}_i$, do katere pride zaradi informacij, znanih le posameznim udeležencem trga kapitala. Če imajo posamezni udeleženci trga kapitala zelo raznolike informacije – velika razpršenost φ_i^j - bo to sprožilo špekulativno trgovanje. Če se ta razpršenost poveča, se poveča tudi obseg trgovanja in variabilnost cene delnice. Zmanjšanje pogojne variabilnosti cene delnice ob objavi ponudbe za prevzem (ki razkrije dodatne informacije) naj bi bilo tako rezultat konvergiranja prepričanij udeležencev trga kapitala o tem, kakšna je prava vrednost delnice ciljnega podjetja (Hutson, Kearney, 2001, str. 274-277).

4.3.2 Hipoteza pričakovane vrednosti

Ideja Hutsonove in Kearneya (2001) ni nova in se pojavlja že v modelu vrednotenja delnice ciljnega podjetja, ki so ga razvili Brown in Raymond (1986) in Samuelson in Rosenthal (1986). V skladu s tem modelom je cena delnice ciljnega podjetja določena s tremi dejavniki: (a) ponudbeno ceno, (b) verjetnostjo uspeha ponudbe za prevzem in (c) pričakovano ceno delnice, v kolikor prevzem spodleti. Intuicija v ozadju tega modela je naslednja: če bo

ponudba za prevzem uspela, se bo z delnico ciljnega podjetja – dokler ne bo umaknjena s trga – trgovalo po ponudbeni ceni, P_t^B , če pa se izkaže za neuspešno, se bo nova cena delnice ciljnega podjetja na odprtem trgu umirila na ravni P_t^F , ki bo višja od tečaja pred objavo ponudbe za prevzem, P_t , vendar nižja od ponudbene cene same. Tekoča tržna cena delnice ciljnega podjetja, P_t , se bo tako vsak dan znotraj obdobja veljavnosti ponudbe – ki traja od dneva »d« (dan objave ponudbe) do vključno dneva »D« (dan zaključka ponudbe) – nahajala med obema skrajnostma, P_F in P_B . Tem višje trg ocenjuje verjetnost uspeha ponudbe, π_t , tem bližje bo tekoča tržna cena ponudbeni ceni in obratno. Lahko bi rekli, da tekoča tržna cena vsak trenutek odraža pričakovano ceno delnice na dan zaključka ponudbe za prevzem. To je ključni argument hipoteze pričakovane vrednosti (Samuelson, Rosenthal, 1986, str. 483).

Najpreprostejša oblika hipoteze pričakovane vrednosti je naslednja:

$$P_t = \pi_t P_t^B + (1 - \pi_t) P_t^F, \quad (4.3.2.1)$$

oz., če upoštevamo še časovno vrednost denarja:

$$P_t = \pi_t P_t^B + (1 - \pi_t) P_t^F / (1 + r_f), \quad (4.3.2.2)$$

pri čemer je r_f zahtevana stopnja donosa trga na delnico za obdobje $[d, D]$.⁶

Če potegnem vzporednice med tem modelom in gornjim modelom Hutsonove in Kearneya, lahko ponudbeno ceno, P_t^B , interpretiram kot splošno informacijsko komponento, ϕ_i , verjetnost uspeha prevzema, π_t , pa kot povprečje individualnih informacij, $\bar{\phi}_i$.

Kaj je mogoče povzeti iz zgoraj omenjenih modelov? Prvič, tržna cena delnice je v času veljavnosti ponudbe za prevzem določena z (a) ponudbeno ceno, (b) verjetnostjo uspeha ponudbe in s (c) pričakovano ceno delnice ob zaključku ponudbe za prevzem, v kolikor le –ta spodleti. Faktorji, ki vplivajo na višino teh treh komponent, določajo tudi tržno ceno v času trajanja ponudbe.

Drugič, dogodki v času trajanja ponudbe za prevzem, ki razkrivajo informacije, relevantne za oceno katerekoli izmed treh determinant tržne cene delnice ciljnega podjetja, vplivajo tako na tržno ceno delnice ciljnega podjetja kot tudi na njeno variabilnost. V kolikor te informacije pripomorejo k vse večji konvergenci ocen vrednosti teh treh komponent med posameznimi udeleženci trga kapitala, bo špekulativnega trgovanja manj in variabilnost tržne cene delnice bo nižja, če pa bo informacija dopuščala velike razlike v interpretaciji med posameznimi udeleženci, bodo nihanja v tržni ceni višja.⁷

⁶ Če je uspeh oz. neuspeh ponudbe za prevzem nekoreliran z gibanji trga, potem je r_f kar netvegana donosnost.

⁷ Poglejmo si primer uporabe tega modela. V kolikor je prevzemnik delnice ciljnega podjetja pripravljen odkupiti za gotovino, potem ena izmed spremenljivk v enačbi (4.3.2.1), to je P^B , postane konstanta. Ko se zaključek ponudbe približuje in π_t konvergira k ena, tržna cena delnice zato teži k fiksni ponudbeni ceni. Kadar je v zameno za vsako delnico ciljnega podjetja ponujeno določeno število delnic prevzemnika, P^B postane spremenljivka, to je produkt dogovorjenega menjalnega razmerja in tržne cene prevzemnika, pri čemer slednja seveda ni konstanta. Spremembe tržne cene delnice prevzemnika povzročajo nihanja ponudbene cene, zato je v

V nadaljevanju bom zato proučila teoretične determinante ponudbene cene oz. prevzemne premije, determinante verjetnosti uspeha prevzema in determinante tržne cene, ki se vzpostavi po zaključku spodletele ponudbe za prevzem, naredila pa bom tudi pregled empiričnih rezultatov. Pri tem bom ves čas imela v mislih, da te empirične študije brez izjeme predpostavljajo, da se tveganost delnice tarče ob objavi ponudbe za prevzem ne spremeni. Kar pomeni, da bi bile, ceteris paribus, ocenjene koristi delničarjev ciljnega podjetja še višje, če bi študije pravilno upoštevale spremembo tveganja delnice ob objavi ponudbe za prevzem.

4.4 Determinante porasta tečaja delnice pred objavo informacije v zvezi s prevzemom

Rast tečaja delnice ciljnih podjetij v dnevih in tednih pred formalno objavo prevzema je bila v finančni literaturi že večkrat dokumentirana. Keown in Pinkerton (1981), Schwert (1996), Bris (2001), Jabbour et al. (2000) so avtorji le nekaj izmed številni študij, ki so zabeležile kumulativno abnormalno donosnost delnic ciljnih podjetij v tem obdobju, in sicer v višini od 7,34% do 13,3%. Finančna teorija je za ugotovljeno rast tečaja delnice ciljnega podjetja v obdobju pred formalno objavo prevzema ponudila dve alternativni razlagi.

V skladu s hipotezo pričakovanja trga («market anticipation hypothesis») odraža rast tečaja delnice v predponudbenem obdobju pričakovanja trga o neizbežni prevzemni ponudbi. Ta pričakovanja temeljijo na informacijah v medijih, komentarjih poznavalcev trga, opazovanjih aktivnosti arbitrerjev, zakonsko zahtevanih razkritjih podjetij – kasnejših prevzemnikov – o nakupih na odprtem trgu, itd. (Jabbour et al., 2000, str. 21).

Alternativno razlago ponuja hipoteza trgovanja na podlagi notranjih informacij oz. hipoteza uhajanja informacij v javnost («insider trading – information leakage hypothesis»). Rast tečaja delnice ciljnega podjetja v predponudbenem obdobju pojasnjuje s trgovanjem oseb z dostopom do notranjih informacij oz. tretjih oseb, katerim je bila notranja informacija razkrita (glej Tabela 5 v Prilogi 6 na straneh X-XII). Ko se o aktivnostih oseb z dostopom do notranjih informacij uradno poroča, na podlagi te informacije začnejo trgovati tudi ostali vlagatelji, vendar je časovni zamik dovolj velik, da osebam z dostopom do notranjih informacij omogoča realizacijo presežne donosnosti (Jabbour et al., 2000, str. 22).

Empirične študije so preverjale veljavnost obeh hipotez, vendar so njihovi rezultati raznoliki in ne dajejo končnega odgovora na vprašanje, katera hipoteza ima večjo pojasnjevalno moč.⁸ Jabbour et al. (2000, str. 37) to nekonsistentnost pojasnjuje z naslednjim argumentom: nezmožnost empiričnih študij, da bi dokončno potrdile eno izmed predlaganih hipotez kot

tem primeru zmanjšanje variabilnosti tržne cene delnice ciljnega podjetja nižje kot v primeru ponudbe za gotovino. Hutsonova in Kearney (2001) sta to empirično potrdila.

⁸ Jabbour et al. (2000, str. 22) jih navaja šest: od tega tri, ki so empirično potrdile veljavnost hipoteze pričakovanja trga o neizbežnem prevzemu in tri, ki so kot glavni razlog rasti tečaja delnice ciljnega podjetja v času pred formalno objavo prevzema izpostavile trgovanje na podlagi notranjih informacij.

veljavno, drugo pa zavrnile, leži v tem, da sta obe hipotezi relevantni, ko skušamo razložiti gibanje tečaja delnice ciljnega podjetja v obdobju pred formalno objavo ponudbe za prevzem, le da je njuna pojasnjevalna moč omejena na različna časovna obdobja. Tako do trgovanja na podlagi notranjih informacij praviloma prihaja v zgodnejšem obdobju – v Jabbour et al. (2000, str. 37) v obdobju $t = -52$ do $t = -12$ – medtem ko so informacije o teh poslih objavljene precej kasneje, bliže datumu uradne objave informacije v zvezi s prevzemom. Šele na podlagi teh objav tudi ostali udeleženci trga kapitala oblikujejo svoja pričakovanja v zvezi z bližnjim poskusom prevzema in ustrezno reagirajo, zato do trgovanja, kakršnega pojasnjuje hipoteza pričakovanja trga, prihaja bližje dnevu $t = 0$; v Jabbour et. al (2000, str. 37) v štirih dneh znotraj obdobja $t = -9$ do $t = -2$.

4.5 Determinante porasta tečaja delnice po objavi informacije v zvezi s prevzemom

Finančna literatura si glede vprašanja, kako koristni so prevzemi za delničarje prevzemnega podjetja, ni enotna. Neoklasična teorija zagovarja stališče, da prevzemi pomenijo ustvarjanje nove vrednosti, zato se jih managerji lotevajo s ciljem maksimizacije premoženja delničarjev. Managerske teorije trdijo, da management ravna najprej v skladu z lastnimi interesi, šele nato v skladu z interesi principala, zato je poskus prevzema le odraz težnje managementa po izgradnji imperija, bogastvu, prestižu in varnosti (Franks, Harris, 1989, str. 226). Ali prevzemi ustvarjajo novo vrednost, in v kolikor jo, kakšne so celotne koristi prevzema, sicer ni predmet tega besedila, vendar je zanj vseeno zanimiva.⁹ Višina celotnih koristi, zlasti razdelitev le-teh med delničarje v prevzemu udeleženih podjetij, je namreč osnovna determinanta cene, ki jo je za delnico ciljnega podjetja pripravljen plačati prevzemnik.¹⁰

Empirične študije so višino prevzemne premije, ki jo realizirajo delničarji prevzetih podjetij, v glavnem pojasnjevale s pogajalsko močjo ciljnega in prevzemnega podjetja - npr. s številom potencialnih ali dejanskih prevzemnikov, mehanizmi obrambe pred prevzemom, lastniško strukturo ciljnega podjetja, itd. - spet druge s kvaliteto prevzemnega in ciljnega podjetja (Tobinov q koeficient, investicijske priložnosti, perspektivnost panoge,..). Podrobnejša klasifikacija dejavnikov, ki vplivajo na abnormalno donosnost delničarjev ciljnega podjetja, je podana v Tabeli 1 v Prilogi 1 na strani I, v nadaljevanju tega besedila pa bom proučila le vpliv izbranih dejavnikov, in sicer: (1) strukture lastništva ciljnega podjetja, (2) metode prevzema in metode plačila v njem ter (3) strukture sredstev in financiranja ciljnega podjetja.

⁹ Iz teh koristi izhajajo motivi prevzemov, le-te pa pojasnjujejo t.i. teorije prevzemov. Več o tem v Bešter (1995, str. 23-58) in Weston et al. (1990, str. 190-215).

¹⁰ V kolikor pa celotne koristi prevzema in njihovo razdelitev med posamezne interesne skupine tudi trg vnaprej pravilno oceni, se ta pričakovanja še pred dokončanjem prevzema vgradijo v tečaje delnic v prevzemu udeleženih podjetij.

5 LASTNIŠKA STRUKTURA CILJNEGA PODJETJA

Veliko študij se je ukvarjalo s pomenom strukture lastništva ciljnega podjetja za sam proces prevzema, in čeprav so proučevale različna vprašanja, delijo prepričanje, da veliki lastniki paketov delnic izkoriščajo svojo glasovalno moč za promoviranje lastnih interesov, in sicer tako, da vplivajo na (a) verjetnost poskusa prevzema in (b) na njegov rezultat (Stulz et al., 1990, str. 817). V literaturi prevladuje mnenje, da ni vseeno, ali veliki delničarji prihajajo iz vrst managementa ali ne, saj se motivi obeh interesnih skupin razlikujejo (Ross, 1993, str. 18-19). V tem poglavju obravnavam vpliv strukture lastništva ciljnega podjetja na razdelitev koristi med prevzemnika in delničarje ciljnih podjetij, izpostavila pa bom predvsem: (a) prisotnost velikih delničarjev, to je lastnikov svežnjev delnic, pri čemer pa ni zanemarljivo, ali ti delničarji prihajajo iz vrst managementa ali ne, in (b) lastniški delež prevzemnika v ciljnem podjetju pred objavo javne ponudbe za prevzem («toehold»).

Managerji, ki visoko cenijo svoj trenutni upravljalški status v ciljnem podjetju, bodo svoje glasovalne pravice najverjetneje izkoristili za zmanjšanje verjetnosti prevzema in povečanje stroškov za prevzemno podjetje, medtem ko bodo lastniki paketov, ki ne prihajajo iz upravljalških vrst, skušali pospešiti tiste prevzeme, za katere menijo, da bi povečali vrednost njihovega premoženja (Stulz et al., 1990, str. 819).¹¹ Stulz et al. (1990, str. 817) so (za vzorec uspešnih javnih ponudb za prevzem) dokazali, da veliki delničarji, ki svoj vpliv izkoriščajo za povečevanje stroškov prevzema za prevzemno podjetje, povečujejo delež ciljnega podjetja v celotnih koristih prevzema, v kolikor se le-ta izkaže kot uspešen, medtem ko tisti, ki te stroške za prevzemnika znižujejo, s tem znižujejo tudi delež ciljnega podjetja v celotnih koristih prevzema (definiranih kot porast skupne vrednosti ciljnega in prevzemnega podjetja).

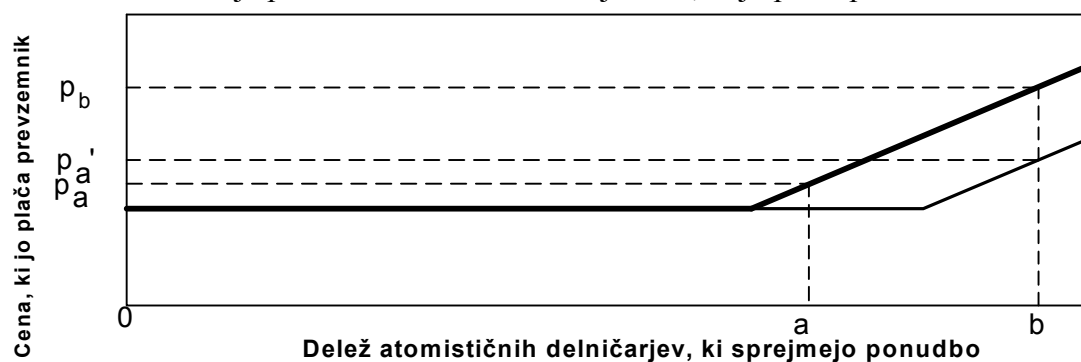
Zgodnje raziskave trga za nadzor nad delniškimi družbami so temeljile na predpostavki atomističnega delničarja. Tak delničar ni imel nikakršne motivacije, da razmisli o tem, kako bo njegov odziv na ponudbo za odkup delnic (sprejem / zavrnitev) vplival na verjetnost njenega uspeha. V zadnjem času pa se v finančni literaturi poudarja pomen obnašanja velikih delničarjev ciljnih podjetij za razdelitev celotnih koristi prevzema in tako tudi izpostavlja njihove motive za strateško obnašanje, v kolikor do poskusa prevzema pride (Stulz et al., 1990, str. 820). Te raziskave se sicer osredotočajo predvsem na lastništvo managementa in prevzemnika, nekaj študij pa je analiziralo tudi vplive lastništva institucionalnih delničarjev na porazdelitev koristi od prevzema.

¹¹ To ne pomeni, da management v vsakem primeru nasprotuje ponudbi za prevzem, vendar pa je verjetnost nasprotovanja večja takrat, ko je ogrožen položaj managerja v podjetju in vse ugodnosti, ki so z njim povezane.

5.1 Atomistični delničarji

Atomističen delničar bo sprejel ponudbo za odkup delnic le, če bo ocenil, da je pričakovana vrednost sprejema le-te višja od njene zavrnitve. Če bo poskus prevzema spodletel, se njegovo premoženje ne bo nič spremenilo, pa naj je ponudbo sprejel ali zavrnil, kar pomeni, da bo odločitev o odzivu na ponudbo sprejel ob predpostavki, da bo prevzem uspel. Nekateri delničarji ponudbe ne bodo sprejeli, ker ne želijo realizirati obdavčljivih kapitalskih dobičkov, zelo verjetno pa je tudi, da imajo različni delničarji različna prepričanje glede tega, kakšna bo vrednost njihovih delnic v primeru, če ponudba za odkup uspe, sami pa je niso sprejeli. Zaradi te heterogenosti prepričanj delničarjev in različnega davčnega statusa kapitalskih dobičkov, je ponudba delnic ob prejeti ponudbi za odkup naraščajoča funkcija cene, ki jo ponudi prevzemnik (glej Sliko 3, str. 15). Ker lahko delničar svoje delnice vedno proda po tržni ceni, mora biti presečišče krivulje ponudbe delnic z ordinato pri tržni ceni ali nad njo.

Slika 3: Krivulja ponudbe delnic kot funkcija cene, ki jo plača prevzemnik



Legenda:

- a, b delež atomističnih delničarjev ciljnega podjetja, ki morajo sprejeti ponudbo prevzemnika;
- p_a cena, ki jo mora prevzemnik ponuditi a-odstotkom atomističnih delničarjev;
- p_b cena, ki jo mora prevzemnik ponuditi b-odstotkom atomističnih delničarjev pri prvotni krivulji ponudbe delnic;
- p_a' cena, ki jo mora prevzemnik ponuditi b-odstotkom atomističnih delničarjev, kadar se delež delničarjev ciljnega podjetja, ki ne plačujejo davkov, poveča.

Vir: Stulz et al., 1990, str. 819.

V Sliki 3 (str. 15) je prikazan vpliv spremembe v strukturi lastništva ciljnega podjetja na višino izplačane prevzemne premije. Recimo, da mora (še) a-odstotkov atomističnih delničarjev ciljnega podjetja sprejeti ponudbo prevzemnika, v kolikor si le-ta želi zagotoviti nadzor nad ciljnim podjetjem. V skladu z obstoječo krivuljo ponudbe delnic bo prevzemnik za a-odstotni delež lastništva v ciljnim podjetju, ki je sedaj v rokah atomističnih delničarjev,

moral ponuditi ceno v višini p_a . V kolikor pa management ciljnega podjetja, ki je hkrati tudi njegov solastnik, ponudbo prevzemnika zavrne, mora prevzemnik za uspeh ponudbe pridobiti večji delež delnic od atomističnih delničarjev, namesto a-odstotnega torej višji, b-odstotni delež. To prisili prevzemnika, da ponujeno ceno zviša s p_a na p_b . Vendar pa obstajajo tudi delničarji, ki ne plačujejo davkov in so zato pripravljeni sprejeti ponudbo pri zelo majhni premiji. Kadar se delež lastništva takšnih delničarjev poveča, to potisne krivuljo ponudbe delnic v desno, kot je pokazano na Sliki 3 (str. 15), to pa pomeni, da je mogoče b-odstotkov delnic ciljnega podjetja pridobiti po ceni p_a' , namesto po p_b .

5.2 Prevzemno podjetje

Prevzemno podjetje ponudi delničarjem ciljnega podjetja neke vrste paket, ki sestoji iz (a) premije – le-to prejmejo tisti delničarji, ki so ponudbo prevzemnika sprejeli – in (b) pravice do udeležbe v denarnem toku - nastalem s kombinacijo prevzemnika in ciljnega podjetja - tistim delničarjem, ki se na ponudbo ne bodo odzvali. Prevzemnik izbere tak paket, ki bo maksimiral neto sedanjo vrednost pridobitve danega števila delnic ciljnega podjetja. Ker je prava krivulja ponudbe delnic prevzemniku neznana, prevzemnik izbere premijo na osnovi svojega poznavanja porazdelitve prave krivulje ponudbe delnic. Pri dani premiji bo prevzem spodletel, kadar bo število ponujenih delnic manjše od minimalnega zneska, ki ga je določil prevzemnik kot tistega, ki predstavlja prag uspešnosti ponudbe za odkup. Oportunitetni stroški spodletelega prevzema naraščajo s prevzemnikovo oceno celotnih koristi, ki bi lahko bile realizirane s prevzemom. Zato se predpostavlja, da je prevzemnik pripravljen plačati tem več, čim višje so celotne pričakovane koristi prevzema (Stulz et al., 1990, str. 820).

Pogosto prevzemniki že imajo v lasti določen odstotek delnic ciljnega podjetja, preden objavijo formalno ponudbo za prevzem (»toehold«). Tem višji je ta odstotek, tem manj delničarjev mora sprejeti ponudbo, da le-ta uspe. Na Sliki 3 (str. 15) bi to pomenilo, da je ključni delničar - to je zadnji delničar, ki še mora sprejeti ponudbo, da le-ta uspe – nižje na krivulji ponudbe delnic. To pomeni, da je premija, ki jo prevzemnik ponudi delničarjem ciljnega podjetja, tem manjša, čim višji je delež delnic ciljnega podjetja v lasti prevzemnika.

Vendar pa povezava med prevzemno premijo in začetnim lastniškim deležem prevzemnika v ciljnem podjetju ni tako enoznačna, kot bi morda sklepala iz prejšnjega odstavka. V teoretični in empirični literaturi ji je bilo namenjeno precej prostora, zato bom pomen višine začetnega lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju podrobneje obdelala v posebnem poglavju.

5.3 Management ciljnega podjetja

Managersko lastništvo in prevzemna aktivnost sta temi, ki ju finančna teorija pogosto omenja v zvezi z reševanjem problema agenta. Management nekega podjetja, ki je hkrati tudi njegov lastnik, z resursi podjetja ravna bolj preudarno, saj nosi večji delež stroškov slabih odločitev kot tisti management, ki ima izključno vlogo agenta (Song, Walkling, 1993, str. 439). V

kolikor svojega dela ne opravlja dovolj dobro in podjetje ne izkorišča svojih potencialov, postane lahka tarča prevzema, ki ponavadi prinese tudi zamenjavo v upravi. Prevzemi oz. poskusi prevzemov tako management disciplinirajo preko zunanjega trga za nadzor nad delniškimi družbami (Jensen, Ruback, 1983, str. 6). Omenjena literatura oba, visoko managersko lastništvo in prevzemno aktivnost, obravnava kot mehanizma, ki usklajujeta motive principalov in agentov, ni pa še povsem jasno, kakšno je medsebojno delovanje obeh mehanizmov, natančneje, kakšen je vpliv managerskega lastništva na prevzemno aktivnost.

V finančni literaturi zadnjih desetletij je bilo veliko pozornosti namenjeno vplivu managementa ciljnega podjetja na prevzemno aktivnost, pri čemer se je izkazalo kot zelo pomembno, ali management nastopa zgolj kot agent delničarjev - in v kolikor nastopa kot tak, ali ravna v njihovem interesu - ali deloma tudi kot delničar, torej solastnik podjetja. Izkazalo se je, da je managersko lastništvo pomembna spremenljivka, ki vpliva (a) na verjetnost, da bo podjetje postalo tarča prevzema, in v kolikor to vendarle postane, na (b) verjetnost uspeha prevzema in višino koristi, ki pripadejo delničarjem ciljnega podjetja.

5.3.1 Vpliv na verjetnost, da bo podjetje postalo tarča prevzema

Managersko lastništvo je pomembna determinanta privlačnosti nekega podjetja kot tarče prevzema, in to iz več razlogov.

Prvič, visoko managersko lastništvo izboljšuje preudarnost ravnanja z resursi podjetja in tako sicer zmanjšuje stroške agentov, vendar hkrati zmanjšuje tudi potencial za morebitne izboljšave in tako potencial za koristi od prevzema.¹² Nadalje, verjetnost, da je tako podjetje na učinkovitem trgu kapitala trgu podcenjeno, je temu primerno nizka, zato bi bil tak prevzem poleg vsega tudi drag.

Drugič, kadar prevzemnik pričakuje, da bo management ciljnega podjetja nasprotoval ponudbi za prevzem, je verjetnost, da bo ponudbo za odkup vseeno podal, manjša, kadar je management pomemben lastnik tega podjetja (Song, Walkling, 1993, str. 446).

Iz povedanega sledi, da je verjetnost, da neko podjetje postane tarča prevzema, tem manjša, čim višje je managersko lastništvo v njej. Vendar pa empirične ugotovitve o medsebojni povezanosti managerskega lastništva v ciljnem podjetju in verjetnostjo, da neko podjetje to sploh postane, niso tako enoglasne kot finančna teorija. Song in Walkling (1993, str. 440) navajata tako primer študije, ki je med managerskim lastništvom v ciljnem podjetju in verjetnostjo prevzema našla pozitivno povezanost, kot tudi študije, ki med verjetnostjo

¹² Servaes (1991, str. 416) je na podlagi vzorca 704 prevzemov v letih 1972-1987 ugotovil naslednje: kadar imata tako ciljno kot prevzemno podjetje nizek Tobinov q koeficient, realizirajo delničarji prevzetega podjetja v povprečju abnormalno donosnost v višini 32,7%. Ta donosnost je zmanjšana za 13%, kadar ima ciljno podjetje visok Tobinov q koeficient. Ta rezultat podpira trditve, da je mogoče s prevzemom ustvariti manj dodatne vrednosti, kadar je prevzeto podjetje že dobro upravljano.

prevzema in notranjim lastništvom ni našla statistično značilne povezave, medtem ko avtorja sama ugotavljata, da je managersko lastništvo v tarčah prevzemov statistično značilno nižje kot v naključno izbranih netarčah oz. netarčah iz iste panoge.

5.3.2 Vpliv na verjetnost uspeha prevzema in donosnost, ki jo realizirajo delničarji ciljnega podjetja

Ko podjetje postane tarča prevzema, je velikost managerskega lastništva še bolj pomembna, kot v prejšnji fazi. Management se nahaja v boljšem pogajalskem izhodišču kot v primeru, da bi bil zgolj agent delničarjev ciljnega podjetja, saj nadzoruje pomemben del glasov podjetja, kar povečuje spekter obrambnih mehanizmov pred prevzemom, ki jih lahko hitro in učinkovito uporabi. To moč pa lahko uporabi v več namenov in ni nujno, da vedno v interesu ostalih delničarjev. Vprašanje, ki se zato postavlja, je, ali uporaba obrambnih mehanizmov pozitivno vpliva na donosnost delničarjev ciljnega podjetja, in kakšno vlogo pri tem igra dejstvo, da management ni le agent delničarjev tega podjetja, temveč tudi njegov solastnik. V finančni teoriji obstajata dve nasprotujoči si razlagi o povezavi med (1) uporabo obrambnih mehanizmov pred prevzemom in donosnostjo delnic ciljnega podjetja v primeru prevzema, in o povezavi med (2) managerskim lastništvom ciljnega podjetja in donosnostjo delnic le-tega v primeru prevzema. Ti dve razlagi za obe omenjeni povezavi ponujata enake logične sklepe, zato ju bom združeno predstavila.

5.3.2.1 Hipoteza delovanja v interesu delničarjev

5.3.2.1.1 Obrambni mehanizmi pred prevzemi in donosnost delnice ciljnega podjetja

V skladu s to hipotezo obrambnih mehanizmi trenutni management ciljnega podjetja ščitijo pred morebitnimi sovražnimi prevzemi in mu tako omogočajo, da vso svojo pozornost posveti dolgoročnim strategijam podjetja (Kabir et al., 1997, str. 98).

5.3.2.1.2 Managersko lastništvo in donosnost delnice ciljnega podjetja

Management ciljnega podjetja, ki je hkrati njegov lastnik, se je bolj sposoben ubraniti prevzema, kar posledično pomeni, da bodo potencialni prevzemniki s trga za nadzor nad delniškimi družbami morali plačati višjo prevzemno premijo, v kolikor želijo, da prevzem uspe (Mathiesen, 2002).

V modelu Stulza, Walklinga in Songa (1990, str. 820) je razlog za to v naraščajoči krivulji ponudbe delnic ciljnega podjetja. V trenutku, ko prevzemnik dá formalno ponudbo za odkup, ima management ciljnega podjetja v lasti določen delež delnic le-tega in odločiti se mora, po kakšni ceni je te delnice pripravljen prodati prevzemniku. V kolikor lastništvo managementa v ciljnem podjetju ni zanemarljive velikosti, bo njegova odločitev o sprejemu ali zavrnitvi ponudbe tista, ki bo vplivala na verjetnost uspeha prevzema. Kadar management ponudbo

prevzemnika zavrne oz. jo je pripravljen sprejeti le po izredno visoki ceni, management prevzemnika prisili, da delničarjem ciljnega podjetja izplača večji del celotnih koristi prevzema.¹³ Večji delež lastništva ciljnega podjetja v rokah managementa, ki se je odločil, da ponudbe ne sprejme, namreč pomeni, da se ključni delničar nahaja višje na krivulji ponudbe v Sliki 3 (str. 15). To sicer zvišuje ponujeno premijo (s p_a na p_b v Sliki 3), hkrati pa zmanjšuje verjetnost, da bo ponudba sploh uspela in ponujena premija tudi izplačana.

Zavrnitev ponudbe pa seveda ni edina možna reakcija managementa ciljnega podjetja. Kadar je prevzem v interesu managementa, le-ta poskuse koncentracije pozdravlja in jih spodbuja, hkrati pa boljše pogajalsko izhodišče, ki ga ima zato, ker ni samo agent delničarjev ciljnega podjetja, temveč tudi njegov lastnik, izkoristi za doseganje višjih prevzemnih premij. Žal je ta dosežek dvorezni meč. Višja izpogojevana prevzemna premija sicer pomeni večjo donosnost za delničarje ciljnega podjetja, v kolikor prevzem uspe, vendar hkrati draži prevzem in zmanjšuje verjetnost nastopa takšnega dogodka.

Empirične študije so ta argument potrdile, saj se je izkazalo, da je donosnost, ki jo realizirajo delničarji ciljnega podjetja, statistično značilno in pozitivno povezana z managerskim lastništvom.¹⁴ Poudariti pa je potrebno, da ti izsledki veljajo za prevzeme, ki so uspeli, izključujejo pa prevzeme, ki jih je nasprotovanje managementa onemogočilo, in tako morda škodovalo koristim delničarjev ciljnega podjetja. O tem govori naslednji argument:

5.3.2.2 Ograditev managementa

5.3.2.2.1 Obrambni mehanizmi pred prevzemi in donosnost delnice ciljnega podjetja

Ta hipoteza temelji na teoriji problema agentov in nezadostnosti notranjih mehanizmov, ki bi ta problem učinkovito odpravili, zato vlogo discipliniranja managementa opravlja trg za nadzor nad delniškimi družbami s kredibilno grožnjo prevzema. Vsako omejevanje prevzemne aktivnosti – tudi uporaba obrambnih mehanizmov pred prevzemi – v skladu s to teorijo zgolj ščiti slabo delujoč management ciljnega podjetja, saj zmanjšuje verjetnost prevzema in s tem možnost zunanjega discipliniranja. Obrambni mehanizmi trenutnemu managementu omogočajo, da izkorišča svojo moč tako, da ravna v skladu s svojimi interesi, in prevzem, ki bi povečal blaginjo delničarjev, prepreči (Kabir et al., 1997, str. 98; Tapping et al., 1998, str. 320).

¹³V Stulz et al. (1990, str. 821) bo management pri dani premiji prevzemu nasprotoval tako dolgo, dokler bo sedanja vrednost vseh koristi, ki si jih obeta od ohranitve sedeža v upravi, višja od ponujene premije.

¹⁴Naj jih naštejemo samo nekaj: Song in Walkling (1993), Stulz, Song in Walkling (1990) itd. Obstaja tudi nekaj empiričnih študij, ki te trditve ne podpirajo; Agrawal in Mandelker (1990) med abnormalno donosnostjo delnic ciljnega podjetja in odstotkom managerskega lastništva v njem ne najdeta statistično značilne povezave.

5.3.2.2 Managersko lastništvo, obrambni mehanizmi pred prevzemom in donosnost delnice ciljnega podjetja

Kadar je management hkrati lastnik ciljnega podjetja, prejšnji argument vsaj na prvi pogled ni več aktualen. Managersko lastništvo usklajuje interese agentov in principalov, zato zunanji mehanizmi discipliniranja ne bi smeli biti več potrebni. V kolikor pride do poskusa prevzema, ki bi koristil obema udeleženiima podjetjema, bo management ravnal v interesu delničarjev, saj je tudi sam eden izmed njih. Ta logika žal ne drži povsem, saj funkciji koristnosti managementa in ostalih delničarjev nista enaki. Medtem ko je prevzemna premija ključna determinanta koristnosti »navadnega« delničarja, koristnost managementa določa tudi vrednost njegovega trenutnega položaja v podjetju in vse ugodnosti, ki mu jih prinaša.¹⁵ V Stulz, Walkling, Song (1990, str. 821) bo management pri dani premiji prevzemu nasprotoval tako dolgo, dokler bo sedanja vrednost vseh koristi, ki si jih obeta od ohranitve sedeža v upravi ciljnega podjetja, višja od ponujene premije. V kolikor svoj trenutni položaj v podjetju izredno visoko ceni, bo obrambne mehanizme uporabljal ne z namenom, da doseže višjo prevzemno premijo, temveč z namenom, da prevzem povsem prepreči.

V Agrawal in Mandelker (1990, str. 146) je naveden primer teoretične razprave, katere sklep se glasi: Verjetnost, da management predlaga uporabo obrambnih mehanizmov, ki pomagajo ohraniti njegova delovna mesta, vendar negativno vplivajo na premoženje delničarjev, je tem višja, čim višji je lastniški delež managementa v ciljnem podjetju .

5.3.2.3 Empirične ugotovitve in integrirana teorija

Iz obeh gornjih hipotez in iz predhodnega razmišljanja sledi, da nasprotovanje managementa poskusu prevzema sicer lahko pripomore k dvigu prevzemne premije, v kolikor prevzem uspe, vendar hkrati zmanjšuje tudi verjetnost takšnega dogodka. Zato je finančna teorija tudi ponudila dve alternativni razlagi o koristnosti managerskega lastništva v ciljnem podjetju za njegove delničarje. V Nyberg (1995, str. 357) najdemo povzetek integrirane teorije, ki je obe hipotezi združila v eno samo: ob predpostavki naraščajoče krivulje ponudbe delnic ciljnega podjetja je blaginja njegovih delničarjev naraščajoča funkcija deleža glasov, ki jih nadzoruje management, kadar je ta delež nizek, oz. padajoča funkcija, kadar je visok. Ta sklep ne pomeni le združitev dveh nasprotujočih si hipotez v integrirano teorijo, temveč v povezavo med uporabo obrambnih mehanizmov pred prevzemi in blaginjo delničarjev ciljnega podjetja vključi tudi višino managerskega lastništva.

Empirične študije na vprašanje, ali uporaba obrambnih mehanizmov delničarjem ciljnega podjetja škoduje, ne ponujajo enotnega sklepa; v Kabir et al. (1997, str. 99) so navedeni tako primeri študij, ki so ugotovile, da je vpliv na ceno delnice neznačilen, kot tudi študij, ki so

¹⁵ Posledica sovražnega prevzema je ponavadi tudi zamenjava uprave. Izguba službe pa za managerja ne pomeni le (1) izgube za to podjetje specifičnega človeškega kapitala, temveč tudi (2) razvrednotenje njegovega splošnega človeškega kapitala (Agrawal, Mandelker, 1990, str. 146).

prišle do sklepa, da je ta učinek pozitiven, vendar slab, štiri študije pa so celo dokazale, da je statistično značilno negativen.

Glede učinkov uporabe obrambnih mehanizmov na premoženje delničarjev ciljnega podjetja v povezavi z lastniško strukturo le-tega, so empirične študije prišle do podobnih sklepov. V Kabir et al. (1997, str. 98) so povzete ugotovitve najpomembnejših, kot npr.: (1) obrambne mehanizme, ki zmanjšujejo vrednost za delničarje, uporabljajo podjetja z večjim notranjim lastništvom in manjšim institucionalnim lastništvom; (2) obrambni mehanizmi na premoženje delničarjev delujejo pozitivno, kadar je notranjega lastništva malo, (3) ti učinki pa so bolj ugodni za višjo raven institucionalnega lastništva.

Lahko bi rekli, da empirične študije kljub neenotnim ugotovitvam podpirajo trditev, da majhni pozitivni učinki na premoženje delničarjev nastajajo ob uporabi tistih obrambnih mehanizmov, ki zahtevajo odobritev s strani delničarjev, medtem ko ostali obrambni mehanizmi pred prevzemom, ki niso predmet odobritve s strani delničarjev, povzročijo večja zmanjšanja premoženja delničarjev (Agrawal, Mandelker, 1990, str. 1444).

Zakaj je tako? Rezultati naslednje študije najbolje povzemajo ne povsem enotne ugotovitve prejšnjih študij in podajajo odgovor na to vprašanje. V Kabir et al. (1997, str. 105-107) je namreč za Nizozemsko ugotovljeno naslednje: podjetja z relativno nizko koncentracijo lastništva so podjetja z največjim številom obrambnih mehanizmov in verjetnost, da jih bodo uporabila, z razpršenostjo lastništva statistično značilno narašča. Uporaba obrambnega mehanizma pa ima na premoženje delničarjev dva nasprotujoča si učinka. Na najavo uporabe obrambnega mehanizma trg reagira pozitivno, kot da bi dovoljeval managerjem, da se pogajajo za višjo premijo, ko pa je obrambni mehanizem dejansko uporabljen in možnost prevzema na prvi pogled zapečaten, tečaj delnice upade. Na podlagi teh rezultatov je mogoče sklepati, da so obrambni mehanizmi do neke mere sicer koristni, vendar so njihove koristi za delničarje ciljnega podjetja hitro izničene, če se uporabljajo z namenom, da prevzem preprečijo.

Podobno ugotavljata tudi Song in Walkling (1993, str. 456). Donosnost, ki jo realizirajo delničarji ciljnega podjetja, je pozitivno in statistično značilno povezana z managerskim lastništvom v tistih ciljnih podjetjih, kjer management prevzemu sicer nasprotuje, vendar to uspeha prevzema ne ogrozi. To pomeni, da je donosnost, ki jo realizirajo delničarji ciljnega podjetja, statistično značilno višja, kadar njegov management svoje glasove uporablja zato, da za delničarje doseže najboljše možne pogoje, in ne zato, da prevzem prepreči.

5.4 Institucionalni investitorji

5.4.1 Neposreden vpliv na prevzemno premijo

Za investitorje, ki se nahajajo v razredih z nizkimi mejnimi davčnimi stopnjami, obstaja večja verjetnost, da bodo sprejeli ponudbo pri dani premiji. Torej: čim višji je delež takih investitorjev v lastniški strukturi ciljnega podjetja, tem nižja bo ponujena premija in tem nižja bo udeležba ciljnega podjetja v celotnih koristih prevzema. Ker se institucionalni investitorji ponavadi nahajajo v nižjih davčnih razredih, lahko sklepamo takole: čim višji je delež institucionalnih lastnikov v ciljnem podjetju, tem nižje na krivulji ponudbe je ključni delničar in tem nižja je premija, ki jo plača prevzemnik (Stulz et al., 1990, str. 821).

5.4.2 Nadzorovalna vloga institucionalnih investitorjev

Glede na to, da uporaba obrambnih mehanizmov pred prevzemom v določenih primerih ni v najboljšem interesu delničarjev ciljnega podjetja, to povečuje pomen tistih delničarjev, ki imajo moč, učinkovito nadzorovati management, in zaradi velike naložbe v to podjetje tudi dovolj velik interes za to, saj jih suboptimalne odločitve managementa najbolj prizadenejo.¹⁶

Vprašanje, ki se tako pojavlja, je le, ali je aktivno nadzorovanje managementa sploh v interesu velikih delničarjev, kakršni so institucionalni investitorji. Finančna teorija si glede odgovora na to vprašanje ni enotna.

5.4.2.1 Hipoteza pasivnega glasovanja velikih delničarjev

V literaturi je, v nasprotju s splošnim prepričanjem o »pravi« vlogi institucionalnih investitorjev, med drugim zastopano tudi stališče, da se veliki delničarji velikokrat obnašajo kot pasivni glasovalci. To pomeni, da bodisi glasujejo z managementom, se glasovanj vzdržijo, ali celo prodajo delnice, da bi se glasovanju povsem izognili. Finančna literatura takšno razlago obnašanja velikih delničarjev imenuje hipoteza pasivnega glasovanja velikih delničarjev (Agrawal, Mandelker, 1990, str. 144).

5.4.2.2 Hipoteza aktivnega nadzorovanja managementa s strani velikih delničarjev

Njeno nasprotje je t.i. hipoteza aktivnega nadzorovanja, ki zagovarja stališče, da institucionalni investitorji aktivno spremljajo poteze managementa in nasprotujejo vsakemu

¹⁶ Čeprav je klasifikacij obrambnih mehanizmov več in njihova razlaga ni predmet tega diplomskega dela, lahko obrambne mehanizme pred prevzemom po eni izmed klasifikacij razdelimo glede na to, ali njihova uporaba zahteva odobritev s strani delničarjev ali ne. Vloga velikih delničarjev je zlasti pomembna v prvem primeru, zato bom v nadaljevanju ves čas imela v mislih obrambne mehanizme iz te skupine, ne da bi to posebej navajala.

dejanju, ki bi negativno vplivalo na vrednost njihovega premoženja. V kolikor management predlaga uporabo obrambnih mehanizmov pred prevzemom, institucionalni investitorji najprej analizirajo predvidene učinke takšne poteze na svoje premoženje in nato ustrezno glasujejo. Večji investitorji imajo v podjetju večji lastniški delež, zato je vrednost njihovega premoženja bolj odvisna od posledic uporabe določenega obrambnega mehanizma. Temu primerno za nadzorovanje managementa namenjajo višja sredstva, s tem pa je višja tudi verjetnost, da nameravajo uporabo nekega obrambnega mehanizma dovolj hitro odkrijejo. Čim višji je delež vseh delnic ciljnega podjetja v lasti velikih investitorjev, večjo težo ima njihov glas, zato je verjetnost, da bi managerji v glasovanje predlagali obrambni mehanizem, ki bi bil škodljiv za delničarje, temu primerno nižja. To posledično pomeni, da bo premoženjski učinek za delničarja ob objavi obrambnega mehanizma - v kolikor trg verjame v vlogo institucionalnih investitorjev kot aktivnih nadzornikov – tem bolj ugoden, čim višji bo delež vseh delnic ciljnega podjetja v lasti velikih investitorjev. Hipoteza pasivnega glasovanja med obema spremenljivkama ne predpostavlja nobene povezave (Agrawal, Mandelker, 1990, str. 147).

Empirične ugotovitve podpirajo hipotezo aktivnega nadziranja managementa s strani institucionalnih investitorjev. Za podjetja, ki predlagajo obrambne mehanizme, ki negativno učinkujejo na premoženje delničarjev, namreč velja pozitivna povezava med odstotkom lastništva institucij in deležem vseh delničarjev, ki glasujejo proti tem predlogom, dokazano pa je tudi, da je institucionalno lastništvo v tistih podjetjih, ki predlagajo bolj škodljive vrste obrambnih mehanizmov, nižje (Agrawal, Mandelker, 1990, str. 146).

6 ZAČETNO LASTNIŠTVO PREVZEMNIKA V CILJNEM PODJETJU

Prevzemno podjetje lahko - preden je sploh dolžno razkriti svoj delež v ciljnem podjetju – na odprtem trgu že pridobi določen odstotek delnic ciljnega podjetja.¹⁷ Še več, glede na to, da morajo biti informacije v zvezi z nakupi na odprtem trgu objavljene v roku nekaj dni po pridobitvi mejnega deleža, lahko prevzemnik neopaženo nadaljuje z nakupi delnic tarče, še preden ta informacija postane javno znana. Lastniški delež v ciljnem podjetju pred objavo ponudbe za prevzem ali začetkom pogajanj z njegovim managementom prevzemniku v kasnejšem procesu prevzema služi kot neke vrste opora, zato ga anglosaksonska literatura temu primerno poimenuje »toehold«.

Finančna teorija uči, da so koristi, realizirane na osnovi delnic ciljnega podjetja, pridobljenih pred objavo ponudbe za prevzem ali začetkom pogajanj z managementom ciljnega podjetja,

¹⁷ Prag lastništva, ob katerem se zahteva razkritje relevantnih informacij v zvezi s pridobitvijo slednjega, je odvisno od zakonodaje posamezne države. V Veliki Britaniji je bil ta prag prvotno postavljen na 10%, z letom 1967 pa so ga znižali na 5% (Franks, Harris, 1989, str. 241).

prevladujoč vir dobičkov za prevzemnika v prevzemnem podvigu.¹⁸ Preden je potencialni prevzemnik dolžan razkriti, da je pridobil določen lastniški delež v ciljnem podjetju, ima namreč monopolistični dostop do informacije v zvezi z bližnjim poskusom prevzema, kar mu omogoča, da na odprtem trgu kupuje delnice tega podjetja, ne da bi zanje moral plačati prevzemno premijo. V skladu z modelom Kyla (1985) naj bi bilo za monopolno informiranega prevzemnika celo optimalno, da v obdobju pred formalno objavo ponudbe na odprtem trgu intenzivno kupuje delnice ciljnega podjetja tako dolgo, da tržna cena slednjega ne naraste na raven, kakršna se pričakuje po objavi ponudbe za prevzem.

V luči teh skoraj povsem soglasnih teoretičnih ugotovitev glede koristnosti začetnega lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju, je dejansko obnašanje prevzemnikov neke vrste uganka, saj empirične študije dokazujejo, da velik delež prevzemnikov v ciljnem podjetju nikoli ne pridobi začetnega lastniškega deleža, v podvzorcju prevzemnikov, ki to pot vendarle uberejo, pa tudi ni zaslediti enotne strategije; začetni delež, ki ga pridobijo posamezni prevzemniki, močno variira, v študiji Jarrela in Poulsna (1989) kar na intervalu med 0% in 50%.¹⁹

Kar nekaj teoretičnih razprav je skušalo ponuditi racionalno razlago za takšno obnašanje prevzemnikov, ki več kot očitno ni v skladu s Kylovim modelom obnašanja monopolistično informiranega ekonomskega subjekta. Z izjemo nekaterih teoretičnih raziskav (Bagnoli, Lipman, 1996; Bris, 2001; Ravid, Spiegel, 1999) pa je bila njihova pozornost v glavnem namenjena strateškemu obnašanju prevzemnika v obdobju po pridobitvi začetnega deleža v ciljnem podjetju, zato so tržno ceno njegove delnice upoštevale kot eksogeno in od velikosti nakupov na odprtem trgu neodvisno spremenljivko.²⁰ V teh študijah zato ni mogoče najti informacij o tem, kakšen je vpliv začetnega lastništva prevzemnega podjetja v ciljnem podjetju na rast tečaja delnice le-tega v obdobju pred prvo formalno objavo poskusa prevzema.

Chowdhry in Jegadeesh (1994), ki sodita v skupino teh avtorjev, sta visoko variabilnost v višini pridobljenega začetnega deleža v ciljnih podjetjih med posameznimi prevzemniki pojasnila z modelom signaliziranja: tako naj bi vsak tip prevzemnika v ravnotežju pridobil pozitivni začetni delež v ciljnem podjetju, s to potezo pa signaliziral svojo oceno pričakovanih sinergičnih učinkov od prevzema. Ravid in Spiegel (1999) sta nekaj let kasneje pokazala, da

¹⁸ Hirshleifer in Titman (1990), Kyle in Vyla (1991), Chowdhry in Jegadeesh (1994), Burkart (1995) in Bagnoli in Lipman (1996) so avtorji samo nekaterih izmed številnih teoretičnih razprav o prevzemih, ki modelirajo koristi pridobitve začetnega lastniškega deleža v ciljnem podjetju.

¹⁹ Sklicujem se zlasti na študijo Jarrela in Poulsna (1989), čeprav je podobnih študij še več. Povzetek njihovih ugotovitev se nahaja v Bris (2002, str. 228) in Ravid in Spiegel (1999, str. 1220). Večinoma ugotavljajo, da so začetni deleži prevzemnika v ciljnem podjetju nizki in redki, saj v vzorcih prevladujejo prevzemniki, ki začetnega deleža v ciljnem podjetju niso pridobili. Bris (2001, str. 7) je npr v svojem vzorcju naštel kar 85% takih prevzemnikov, podobne lastnosti pa je izkazoval tudi vzorec v Jennings in Mazzeo (1993, str. 889), kjer kar 546 podjetij izmed skupno 647 proučevanih podjetij začetnega deleža v ciljnem podjetju ni pridobilo.

²⁰ Naj naštejemo samo nekaj teh študij: Hirshleifer in Titman (1990), Burkart (1995), Chowdhry in Jegadeesh (1994).

je - ob odsotnosti asimetričnih informacij in problema agentov - neracionalno pridobiti začetni delež v ciljnem podjetju, kadar je konkurenčnih prevzemnikov malo, in tako našla pojasnilo za obnašanje tudi tistih prevzemnikov, ki pred objavo ponudbe za prevzem lastništva v ciljnem podjetju ne pridobijo. Pomembna lastnost njune študije je v tem, da – v nasprotju s Chowdryjem in Jegadeeshom (1994) - priznavata, da nakupi na odprtem trgu ne pojasnjujejo le gibanja tečaja delnice po prvi formalni objavi prevzema, temveč na dinamiko tržne cene delnice tarče vplivajo tudi obdobju pred njo.

V tem delu me ne zanimajo motivi prevzemnikov, ko se odločajo o pridobitvi začetnega deleža v ciljnem podjetju, temveč vpliv tega lastništva na gibanje tečaja delnice ciljnega podjetja pred objavo ponudbe za prevzem in na kasnejšo prevzemno premijo, tem vprašanjem pa bom v nadaljevanju tudi posvetila pozornost.

6.1 Vpliv začetnega lastništva na prevzemno premijo

Začela bom z modeli, ki s proučevanje strateškega obnašanja prevzemnika začenjajo v trenutku, ko slednji že poseduje določen lastniški delež v ciljnem podjetju. Tržna cena, po kateri so nakupi na odprtem trgu izvedeni, v teh modelih ni relevantna; predpostavlja se, da je določena eksogeno, tako da višina nakupov na njeno raven ne vpliva. Pozornost je tako namenjena izključno vplivu začetnega lastništva na t.i. prevzemno premijo, torej na rast tečaja delnice po objavi formalne ponudbe za prevzem.

Chowdhry in Jegadeesh (1994, str. 118) izhajata iz predpostavke, da je ciljno podjetje v rokah množice atomističnih delničarjev. Vsak izmed njih racionalno zaznava, da njegova odločitev, sprejeti ali zavrniti obstoječo ponudbo prevzemnika za odkup delnic, ne bo vplivala na izid ponudbe. Takšen delničar bo zato ponudbo sprejel le takrat, ko bo ponujena prevzemna premija najmanj enaka pričakovanim sinergičnim koristim od prevzema, kar nadalje pomeni, da bodo vse ponudbe z nižjimi ponujenimi premijami propadle. Ta tendenca atomističnih delničarjev k zastojkarstvu tako preprečuje, da bi se pridobitev delnic ciljnega podjetja času trajanja ponudbe za prevzemnika izkazala kot projekt s pozitivno neto sedanjo vrednostjo.

Chowdhry in Jegadeesh sta pokazala, da v teh razmerah racionalni prevzemnik na odprtem trgu pred objavo ponudbe za prevzem ne bo pridobil toliko delnic ciljnega podjetja, kot bi sicer lahko, čeprav bo njihova tržna cena nižja od načrtovane ponudbene cene. Pridobljeni lastniški delež prevzemnika v ciljnem podjetju namreč razkriva kvaliteto prevzemnika, to je sicer notranjo informacijo glede potencialnih sinergičnih učinkov prevzema. Zato se bodo prevzemniki, ki si od prevzema obetajo manjše koristi, obnašali drugače kot prevzemniki z višjimi pričakovanimi sinergičnimi koristmi, s svojim obnašanjem pa tako signalizirali svojo kvaliteto.²¹

²¹ Prevzemnik, ki si od prevzema obeta visoke koristi, bo naredil vse, da prevzem zagotovo uspe, kar pomeni, da bo že pred objavo ponudbe za prevzem v ciljnem podjetju pridobil višji lastniški delež, kot bi ga pridobil v primeru, da bi imel – če poskus prevzema spodleti - manj izgubiti.

Prezemnik, ki si od prevzema obeta majhne koristi («low valuation type»), bo zato pred objavo ponudbe za odkup na odprtem trgu pridobil manj delnic ciljnega podjetja po nižji, predponudbeni ceni, kot prevzemnik z višjimi pričakovanimi koristmi, in zato sicer zavestno utrpel izgubo, vendar se bo tako kredibilno ločil od slednjega. To mu bo omogočilo, da ob objavi formalne ponudbe za odkup za delnico ciljnega podjetja ponudi nižjo ceno, kot bi jo zaradi prisotnosti problema zastojkarstva sicer moral (Chowdhry, Jegadeesh, 1994, str. 118).

Prezemnik, ki si od prevzema obeta visoke sinergične učinke («high valuation type»), nima interesa oponašati prevzemnika z nizkimi pričakovanimi sinergičnimi koristmi, saj bi v tem primeru stroški posnemanja več kot izničili pozitivne učinke nižje ponudbene cene. Stroški posnemanja imajo namreč dve relativno pomembni komponenti. Prvič, posnemati prevzemnika z nizkimi pričakovanimi koristmi, bi za prevzemnika, ki si od prevzema obeta visoke koristi, pomenilo, da se mora odreči pridobitvi visokega lastniškega deleža v ciljnem podjetju po nizki, predponudbeni ceni. Drugič, ne glede na kredibilnost signaliziranja preko začetnega lastništva, bi nižja ponudbena cena v ponudbi za odkup pomenila tudi nižjo verjetnost uspeha le-te, kar bi prevzemnika, ki si od prevzema obeta visoke sinergične učinke, prizadelo bolj kot prevzemnika, ki z neuspehom prevzema nima toliko izgubiti (Chowdhry, Jegadeesh, 1994, str. 118, 128).

Posledično to pomeni, da bodo v najbolj perspektivnih povezavah med prevzemnikom in ciljnim podjetjem začetni lastniški deleži prevzemnika v njem visoki, posledično pa tudi prevzemne premije. Prevzemniki, ki prevzem nadzora nad ciljnim podjetjem vrednotijo nižje, bodo v njem pridobili manjši začetni delež in tako kredibilno signalizirali svoja pričakovanja, to pa jim bo omogočilo, da prevzem izpeljejo ob manjši plačani prevzemni premiji.

Čeprav osnovni namen modela Chowdhryja in Jegadeesha (1994) ni, pojasniti povezavo med začetnim lastništvom prevzemnika v ciljnem podjetju in višino prevzemne premije, je eden izmed sklepov njune analize, da med obema spremenljivkama obstaja pozitivna korelacija. To je v nasprotju z ugotovitvami modelov Stulza, Walklinga in Songa (1990), ki je predstavljen v poglavju 5.2., ter Hirshleiferja in Titmana (1990), da začetno lastništvo prevzemnika v ciljnem podjetju zmanjšuje višino prevzemne premije, čeprav je bila intuicija v ozadju njihovih modelov povsem logična: čim višji je predponudbeni lastniški delež prevzemnika v ciljnem podjetju, tem manj delnic je potrebno pridobiti v času trajanja ponudbe za odkup, da prevzem uspe, in tem nižja je zato pogajalska moč delničarjev ciljnega podjetja.

Preden pa nadalje razpravljam o povezanosti začetnega lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju in višine prevzemne premije, je primerno, da nekaj pozornosti posvetim modelom, ki proučevanje te povezave ne začenjajo na sredini zgodbe, kar je značilnost modelov, ki so bili pravkar omenjeni.

6.2 Vpliv začetnega lastništva na predponudbeno rast tečaja

Intenzivni nakupi delnic ciljnega podjetja na odprtem trgu namreč ne vplivajo le na višino prevzemne premije, temveč posledice pustijo na tečaju delnice, še preden je ponudba za odkup sploh objavljena. Bris (2001, str. 31) je npr. pokazal, da je kar 40% celotne reakcije tržne cene delnice na poskus prevzema realizirane pred dejansko objavo ponudbe za odkup, in da je začetni lastniški delež prevzemnika v ciljnem podjetju odgovoren za 20% te spremembe cene. Zgodbe o začetnem lastništvu prevzemnika v ciljnem podjetju zato ne smem začenjati na točki, ko je ta delež že pridobljen, temveč v trenutku, ko se odločitve o višini nakupov na odprtem trgu šele sprejemajo. Le taka analiza je lahko popolna, saj, prvič, dovoljuje možnost, da nakupi na odprtem trgu vplivajo na dinamiko tržne cene delnice pred objavo ponudbe za prevzem, in drugič, omogoča poiskati povezavo med tako ugotovljenim predponudbenim porastom tečaja delnice in višino prevzemne premije. V kolikor med predponudbenim in poponudbenim porastom tečaja res ni povezave – v kolikor se izkaže veljavnost hipoteze pribitka na ceno delnice ob objavi ponudbe za odkup – je vpliv začetnega lastništva na višino prevzemne premije v modelih pod točko 6.1. korektno predstavljen, saj sklepi ne bi bili nič drugačni, če bi proučili še predponudbeni porast tečaja. V kolikor pa drži substitucijska hipoteza, ti modeli ne dajejo zadovoljivega odgovora na vprašanje, kakšen je vpliv nakupov prevzemnika na odprtem trgu na končno prevzemno premijo.

Empirične študije, kot npr. Bris (2001), so pokazale, da sta začetni lastniški vložek prevzemnika v ciljnem podjetju in višina predponudbenega porasta pozitivno povezana, kar ustreza sklepom teoretičnega modela, ki sta ga zastavila Ravid in Spiegel (1999). Slednja sta vpliv pridobitve začetnega lastniškega deleža v tarči na tržno ceno njene delnice v času pred formalno objavo ponudbe za prevzem opisala s preprosto enačbo (Ravid, Spiegel, 1999, str. 1224):

$$P = P_0 + k * t, \quad (6.2.1)$$

pri čemer »P« predstavlja tržno ceno delnice ciljnega podjetja, »t« odstotek delnic ciljnega podjetja, ki ga je prevzemnik pridobil z nakupi na odprtem trgu, »k« pa je nenegativna konstanta, ki opisuje likvidnost te delnice.²² Kot je razvidno iz enačbe 6.2.1, je vpliv pridobitve začetnega lastniškega deleža v ciljnem podjetju na ceno njegove delnice odvisen od:

- (a) višine pridobljenega deleža v ciljnem podjetju pred objavo ponudbe za prevzem (t) in
- (b) odzivnosti tržne cene delnice ciljnega podjetja na nakupe prevzemnika na odprtem trgu (k),

²² Glede na to, da Ravid in Spiegel »k« poimenujeta likvidnostni parameter, je videti nekoliko nesmiselno, da je »k« tem manjši, čim bolj likvidna je delnica. Vendar ta parameter dejansko ne meri likvidnosti delnice, temveč odzivnost njenega tečaja na nakupe prevzemnika na odprtem trgu. Le-ta pa je tem manjša, čim večja je likvidnost te delnice.

zato bom v nadaljevanju pokazala, kaj določa višino obeh komponent in kakšen je njun vzajemni vpliv na tržno ceno delnice v obdobju pred formalno objavo ponudbe za odkup.

6.2.1 Optimalna raven začetnega lastništva v ciljnem podjetju

Optimalna raven začetnega lastništva v ciljnem podjetju je odvisna od mnogih dejavnikov; Ravid in Spiegel (1999) izpostavljata verjetnost pojava konkurenta prevzemnika, Bris (2002) pa verjetnost uspeha prevzema.

Ravid in Spiegel (1999, 1227-1231) odsvetujeta nakupe delnic ciljnega podjetja na odprtem trgu, v kolikor se v prevzemnem procesu konkurent ne pričakuje, saj bi takšna strategija prav lahko povzročila rast tečaja delnice, kot vstopna ovira pa ne bi dosegla svojega namena. V kolikor se konkurent pričakuje in je verjetnost njegovega vstopa zelo občutljiva na višino lastniškega deleža prvega prevzemnika v ciljnem podjetju, je optimalna strategija prvega prevzemnika ravno nasprotna: pridobil bo visok začetni lastniški delež v ciljnem podjetju in tako odvrnil potencialne tekmece od konkuriranja zanj.

Bris (2002, str. 229) previdnost pri nakupih na odprtem trgu priporoča le v primeru, kadar glede verjetnosti prevzema na trgu vlada negotovost. V kolikor je trg namreč 100% prepričan, da bo ciljno podjetje prevzeto, se bo pričakovano povečanje njegove vrednosti vgradilo v tržno ceno njegove delnice, še preden bo ponudba za odkup sploh objavljena, zato bo prevzemna premija enaka nič. V tem primeru je prevzemnik povsem indiferenten do vprašanja, ali naj pridobi začetni lastniški delež v ciljnem podjetju ali ne. Kadar pa trg verjetnost prevzema ocenjuje na manj kot 1, mora prevzemnik dobro pretehtati prednosti in slabosti pridobitve začetnega deleža v ciljnem podjetju, izbira optimalne strategije pa med drugim temelji na likvidnosti delnice ciljnega podjetja.²³

Likviden trg namreč pozna pojav neinformiranega trgovanja (»noise trading«). Slednji je neke vrste kamuflaža, ki informiranemu vlagatelju omogoči, da neopaženo - in s tem po ugodnih cenah - pridobi znaten lastniški delež v ciljnem podjetju, saj preprečuje, da bi trg ugotovil, ali je nenormalno visok promet z neko delnico posledica naročil informiranega vlagatelja – potencialnega prevzemnika - ali neinformiranega trgovanja (Kyle, Vila, 1991, str. 54).

V primeru, ko je lastniška struktura ciljnega podjetja zelo koncentrirana, je informirane nakupe težje skriti; lastništvo, koncentrirano v rokah managementa ciljnega podjetja ali drugih velikih delničarjev, prevzemnike tako odvrča od nakupov na odprtem trgu.

²³ Na tej točki so sklepi obeh omenjenih modelov zelo podobni. Tudi Ravid in Spiegel namreč kot enega izmed dejavnikov izbire optimalne strategije nakupov na odprtem trgu določata likvidnost delnice ciljnega podjetja (»k«). Na izredno likvidnem trgu vrednostnih papirjev, ko je $k=0$, je za prevzemnika najbolj optimalno, da na odprtem trgu pridobi začetni delež v ciljnem podjetju v takšni višini, ki mu omogoča nadzor nad njim. Vsako povečevanje nelikvidnosti (večanje »k«) pa optimalni začetni lastniški delež zmanjšuje (Ravid, Spiegel, 1999, str. 1232).

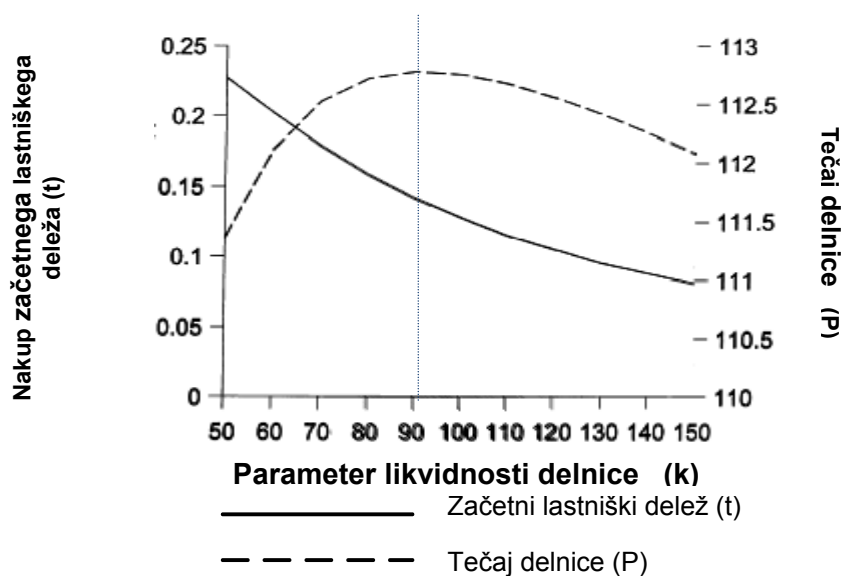
6.2.2 Odzivnosti tržne cene delnice ciljnega podjetja na nakupe prevzemnika na odprtem trgu

Iz prejšnjega poglavja sledi, da lahko prevzemnik - kadar je likvidnost delnice ciljnega podjetja izredno visoka in se nakupi delnic ciljnega podjetja s strani prevzemnika skrijejo v množici ostalih poslov - začetni lastniški delež pridobi, ne da bi s tem sprožil rast tečaja delnice.²⁴ Glede na to, da je v enačbi 6.2.1 parameter »k« opredeljen kot nenegativna konstanta, bi vsak nakup delnic na odprtem trgu moral sprožiti predponudbeni porast tečaja, tako da povezava med predponudbenimi porasti tečaja in višino začetnega lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju – v skladu s to enačbo - nikoli ne more biti inverzna.

Ta trditev je v nasprotju z empiričnimi ugotovitvami nekaterih študij, zlasti študije Bettonove in Eckba (2000), ki ugotavljajo, da so visoki lastniški deleži prevzemnika v ciljnem podjetju povezani z manjšo donosnostjo delnice ciljnega podjetja v obdobju pred formalno objavo ponudbe za odkup, kar daje misliti, da povezava med rastjo tečaja in višino začetnega lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju le ni tako monotona, kot je na prvi pogled razvidno iz enačbe 6.2.1, ki sta jo vpeljala Ravid in Spiegel (1999).

Ravid in Spiegel (1999) sta to nekonsistentnost med teoretičnimi napovedmi in empiričnimi rezultati o povezanosti začetnega lastniškega deleža prevzemnika v tarči in donosnostjo delnice ciljnega podjetja pripisala vplivu likvidnostnega parametra. Tako lahko, v odvisnosti od velikosti slednjega, začetni lastniški delež prevzemnika v ciljnem podjetju s tržno ceno njegove delnice izkazuje pozitivno ali negativno korelacijo. Oboje je prikazano na Sliki 4.

Slika 4: Povezava med tržno ceno delnice ciljnega podjetja in začetnim lastništvom prevzemnika v njem v odvisnosti od likvidnosti te delnice



Vir: Ravid, Spigel, 1999, str. 1238.

²⁴ Konsistentno s to logiko tudi Bris (2001, str. 4) ugotavlja, da med predponudbenim porastom tečaja delnice in njeno likvidnostjo obstaja negativna povezanost, ko nakupi delnice na odprtem trgu presežejo prag 5% .

Kadar je likvidnost delnice ciljnega podjetja visoka (nizek »k«), je za prevzemnika sicer optimalno, da v ciljnem podjetju pridobi visok začetni lastniški delež, vendar imajo nakupi na odprtem trgu na tečaj delnice ciljnega podjetja le majhen učinek. Nadaljnje povečevanje likvidnosti delnice povečuje optimalno raven začetnega lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju, vendar je njegov vpliv na tržno ceno delnice vse bolj zanemarljiv. V takšnih razmerah med začetnim lastništvom prevzemnika v ciljnem podjetju in tržno ceno njegove delnice v predponudbenem obdobju obstaja negativna povezava (Ravid, Spigel, 1999, str. 1238).²⁵

Ko se likvidnost trga zmanjšuje (višji »k«), upada tudi optimalno lastništvo prevzemnika v ciljnem podjetju, toda kar je kupljeno, se na tržni vrednosti delnice odraži v toliko večji meri, zato je povezava med obema spremenljivkama pozitivna (Ravid in Spigel, 1999, str. 1238).²⁶

6.2.3 Povezanost med predponudbenim porastom tečaja delnice in prevzemno premijo

V prejšnjih poglavjih je bilo ugotovljeno, da nakupi prevzemnika na odprtem trgu v večini primerov ne ostanejo neopaženi, in v kolikor razkrijejo njegov namen, sprožijo predponudbeni porast tečaja delnice, ki je predmet teh nakupov. Le redko, kadar je delnica ciljnega podjetja zelo likvidna, je te nakupe mogoče skriti v množici neinformiranih poslov. Predponudbena rast tečaja pa sama po sebi ne bi bila problematična, v kolikor ne bi neposredno vplivala še na nekaj drugih spremenljivk, zlasti na višino prevzemne premije in posledično tudi na verjetnost uspeha prevzema.

Bris (2001, str. 4, 27, 30) je namreč na vzorcu 6.179 ponudb za odkup empirično dokazal, da lastništvo prevzemnika v ciljnem podjetju negativno vpliva na verjetnost uspeha ponudbe, in sicer iz treh razlogov.²⁷

Prvič, predponudbena rast tečaja delnice ciljnega podjetja, ki jo sprožijo nakupi prevzemnika na odprtem trgu, pozitivno vpliva na verjetnost pojava konkurenta prevzemnika. Čim večji je predponudbeni porast tečaja delnice ciljnega podjetja, tem večja je verjetnost pojava drugega prevzemnika in s tem tudi verjetnost neuspeha prve ponudbe za prevzem.²⁸

²⁵ Na Sliki 4 to velja za vrednosti parametra »k« na intervalu [50,90].

²⁶ Na Sliki 4 to velja za vrednosti parametra »k« na intervalu [91,150].

²⁷ Ta ugotovitev je sicer v nasprotju z izsledki Bettonove in Eckba (2000), da med začetnim lastniškim deležem prevzemnika v tarči in verjetnostjo uspeha tistih ponudb za odkup, kjer se tekmeci niso pojavili, obstaja statistično značilna pozitivna povezanost. Vendar obe študiji nista neposredno primerljivi, saj Bettonova in Eckbo ne upoštevata povezave med višino začetnega lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju in možnostjo nasprotovanja managementa prvi ponudbi za odkup.

²⁸ Ta rezultat lahko utemeljimo na več načinov. Prvič, kadar so potencialni prevzemniki nepopolno informirani glede višine sinergij, ki bi jih bilo mogoče realizirati v primeru prevzema, lahko hitra predponudbena rast tečaja delnice ciljnega podjetja povzroči, da svoja pričakovanja glede potencialnih sinergij ustrezno povečajo, kar pomeni, da se tako poveča tudi verjetnost, da se bodo vmešali v prevzemni boj. Drugič, ker predponudbena rast tečaja zmanjšuje višino prevzemne premije – to bomo pokazali v nadaljevanju – to odpira vrata konkurentom.

Drugič, verjetnost, da bo ponudba za odkup naletela na nasprotovanje obstoječega managementa ciljnega podjetja, je tem višja, čim višji je lastniški delež prevzemnika v njem pred formalno objavo ponudbe za prevzem.²⁹ Sovražnost pa prevzemnika drago stane, saj je Schwert (1999, str. 2612) pokazal, da sta verjetnost neuspeha ponudbe za prevzem in nasprotovanje managementa le-tej pozitivno povezani.

Tretjič, začetni lastniški delež prevzemnika v ciljnem podjetju prvega drago stane tudi zato, ker neposredno zmanjšuje višino prevzemne premije, s tem pa tudi verjetnost, da bodo delničarji ciljnega podjetja sprejeli ponudbo za prevzem, čeprav ta povezava za prijateljske prevzeme ni statistično značilna.³⁰ Možna razlaga za to ugotovitev je naslednja: visoki nakupi prevzemnika na odprtem trgu razkrijejo njegovo identiteto in njegove namene, kar pomeni, da se učinek morebitnega prevzema že vgradi v tržno ceno delnice ciljnega podjetja. Glede na to, da je končna cena, ki jo ponuja prevzemnik, utemeljena z višino pričakovani koristi od prevzema in se na trenutno dinamiko tržne cene ne odziva, bo vsak predponudbeni dvig cene zmanjšal razliko med notranjo vrednostjo delnice ciljnega podjetja in njeno trenutno tržno vrednostjo, zato bo ponujena prevzemna premija ustrezno manjša. S tem je Bris (2001) zavrnil ugotovitve Schwerta (1996, str. 177), da med predponudbenim porastom tečaja delnice ciljnega podjetja in dvigom tržne cene po objavi ponudbe za odkup ni povezave, zato naj bi bil prvi le dodaten strošek za prevzemnika.

7 STRUKTURA AKTIVE IN PASIVE

V 1970-ih in 1980-ih so delničarji ciljnih podjetij pri prodaji delnic prevzemniku v povprečju realizirali premije okoli 30%, pri čemer se je velikost premij od primera do primera razlikovala in v posameznih primerih celo preseгла 100% (Billett, Ryngaert, 1997, str. 141). Številne študije so skušale pojasniti takšno variabilnost premij, v glavnem pa so se osredotočile na faktorje, ki vplivajo na pogajalsko moč ciljnega podjetja (glej poglavje 4.5). V 1990-ih je bil sklop teh študij razširjen še z vključitvijo dveh večinoma prezrtih dejavnikov, ki naj bi vplivala na prevzemno premijo; to sta struktura aktive in struktura pasive ciljnega podjetja.

Tem nižja je namreč prevzemna premija, tem večja je verjetnost, da se bo pojavil konkurent prevzemnik, ki bo delničarjem ciljnega podjetja dal bolj ugodno ponudbo. To razmišljanje je skladno z empiričnimi ugotovitvami v Jennings in Mazzeo (1993).

²⁹ Povezanost med višino začetnega lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju in verjetnostjo, da bo management ciljnega podjetja nasprotoval prevzemu, je bila dokazana že v drugih študijah, med drugim v Jennings in Mazzeo (1993) in Betton in Eckbo (2000). V nasprotju z Jennings in Mazzeo (1993, str. 900) in Betton in Eckbo (2000, str. 841), ki sta med obema spremenljivkama ugotovila negativno povezanost, Bris (2001, str. 30) ugotavlja, da ima njuna povezanost pozitiven predznak.

³⁰ Finančna literatura si glede tega vprašanja ni enotna. Tako Hirshleifer in Titman (1990, str. 304) trdita, da je povezava med začetnim lastništvom prevzemnika v tarči in prevzemno premijo negativna – empirično potrditve najdemo v Betton in Eckbo (2000, str. 841) - medtem ko Burkart (1995, str. 1492) zagovarja stališče, da je pozitivna.

7.1 Vpliv strukture aktive ciljnega podjetja

Višina prevzemne premije je med drugim občutljiva na naravo sredstev ciljnega podjetja. To pa zato, ker je višina prevzemne premije v prvi vrsti odvisna od koristi, ki si jih prevzemnik obeta od prevzema, torej od prezaposlitve sredstev prevzetega podjetja. Pri tem pa vsa sredstva ciljnega podjetja niso enako dovzetna za izboljšanje vrednosti; sicer je mogoče na bolj učinkovit način uporabiti vsa sredstva, vendar pa so koristi od prezaposlitve nefinančnih sredstev praviloma višje od dodatnih denarnih tokov, ki jih ustvari realokacija finančnih sredstev, kot so denar, terjatve in naložbe v druga podjetja. Tako lahko sklepamo, da bodo prevzemne premije, ob vsem ostalem enakem, manjše za podjetja z višjim razmerjem med finančnimi sredstvi in lastniškim kapitalom (Billett, Ryngaert, 1997, str. 142).³¹

7.2 Vpliv strukture pasive ciljnega podjetja

Ena prvih študij vloge kapitalske strukture, zlasti vloge dolga, z vidika dogajanj na trgu za nadzor nad delniškimi družbami, je predlagala uporabo dolga za odkup delnic podjetja (potencialne tarče prevzema) od zunanjih delničarjev, kar bi povečalo glasovalno moč trenutnega managementa. Vendar pa pozitivni vpliv povečanja glasovalne moči in s tem pogajalskih izhodišč managementa, če bi prišlo do poskusa prevzema, izničuje povečana verjetnost, da bo šlo podjetje v stečaj, management pa tako izgubil vse privilegije, ki izhajajo iz obvladovanja tega podjetja (Israel, 1991, str. 1395).

Kasnejše študije so razmišljale na podoben način, le da so šle še en korak dlje in proučile vpliv spremembe kapitalske strukture na višino premije, ki jo ponudi prevzemnik. Rezervacijska cena zunanjih delničarjev naj bi bila nižja od rezervacijske cene trenutnega managementa podjetja, zato naj bi se z izdajo dolga in odkupom delnic od zunanjih delničarjev povečala glasovalna moč subjektov z višjo rezervacijsko ceno. Ker bo prevzemnik nadzorni delež lastništva moral pridobiti od delničarjev z višjimi rezervacijskimi cenami, bodo realizirane prevzemne premije višje. Optimalna kapitalska struktura je dosežena s tehtanjem prednosti in slabosti višje zadolženosti: to je višje cene, ki jo mora plačati prevzemnik, na eni strani in nižje verjetnosti prevzema, ki bi sicer povečal premoženje trenutnih delničarjev ciljnega podjetja, na drugi strani (Billett, Ryngaert, 1997, str. 143).

Billett in Ryngaert (1997) sta empirično dokazala, da delež dolga v strukturi obveznosti ciljnega podjetja pozitivno vpliva na višino relativne premije, ki jo ponuja prevzemnik.³² Z nakupom večinskega deleža v ciljnem podjetju prevzemnik namreč pridobi nadzor nad tem podjetjem in moč upravljanja z vsemi njegovimi sredstvi. Absolutna višina prevzemne premije, ki jo ponuja prevzemnik, bo odvisna od tega, do kolikšne mere lahko prevzemnik z

³¹ Koristi lahko izvirajo iz boljše distribucije proizvodov, zaprtja in prodaje odvečnih proizvodnih zmogljivosti, boljšega upravljanja z zalogami in iz doseganja ekonomij obsega in velike proizvodnje.

³² Relativna prevzemna premija je opredeljena kot kvocient med absolutnim zneskom vseh prevzemnih premij in vrednostjo lastniškega kapitala.

realokacijo sredstev prevzetega podjetja izboljša vrednost le-teh. Če je absolutno povečanje te vrednosti neodvisno od tega, kako ciljno podjetje financira svoje poslovanje, potem bi morala biti relativna prevzemna premija tem višja, čim višji je finančni vzvod, saj je v tem primeru vsaka denarna enota plačane prevzemne premije razporejena na manj navadnega lastniškega kapitala (Billett, Ryngaert, 1997, str. 142).

To povezavo med višino relativne prevzemne premije in strukturo aktive in pasive ciljnega podjetja lahko tudi formalno zapišemo (Billett, Ryngaert, 1997, str. 145):³³

$$\frac{\text{Prevzemna premija}}{\text{Lastniški kapital}} = \psi(X) * \left(1 + \frac{\text{Dolg}}{\text{Lastniški kapital}} - \frac{\text{Finančna sredstva}}{\text{Lastniški kapital}} \right) \quad (7.2.1)$$

kjer $\psi(X)$ izraža v odstotkih izraženo prevzemno premijo na vsako denarno enoto nefinančnih sredstev ciljnega podjetja, X pa predstavlja vektor spremenljivk, ki določajo sposobnost prevzemnika, da izboljša vrednost nefinančnih sredstev ciljnega podjetja, in relativno pogajalsko moč ciljnega podjetja in prevzemnika.

Ta teoretična povezava med deležem dolga ciljnega podjetja in višino prevzemne premije, ki jo Billett in Ryngaert (1997) predpostavljata in tudi empirično dokažeta, je na prvi pogled v nasprotju s samo logiko prevzemov. Nizka zadolženost in obilje finančnih sredstev sta determinanti, ki po splošnem prepričanju odlikujeta privlačne tarče prevzemov, saj gre za podjetja, ki imajo ali veliko presežnih likvidnih sredstev ali pa slabo izkoriščajo davčni ščit. Tako bi bilo razumljivo pričakovati, da bodo višje relativne prevzemne premije realizirala ciljna podjetja z nižjim finančnim vzvodom in boljšo likvidnostjo. Ta argument je zavajajoč, in sicer iz treh razlogov (Billett, Ryngaert, 1997, str. 143; Holder, 1998, str. 76):

- ❖ Prvič, večina prevzemov javnih delniških družb s strani drugih javnih delniških družb nastane zaradi strateških razlogov in ne zato, da bi se prevzeto podjetje prisililo k - z davčnega vidika - primernejši strukturi financiranja.
- ❖ Drugič, v skladu s teorijo prostega denarnega toka, management tisti del denarnega toka podjetja, ki presega sredstva, potrebna za izvedbo projektov s pozitivno neto sedanjo vrednostjo, neracionalno troši, in sicer za nakupe luksuznih dobrin in naložbe v projekte z negativno neto sedanjo vrednostjo. Pri podjetjih, ki imajo manj dolga in presežna finančna sredstva, je verjetnost, da bodo neučinkovito vodena, višja, kot v podjetjih, kjer se presežni denarni tok porabi za tekoče servisiranje dolga. Če to drži,

³³ V izhodišču izhajamo iz predpostavke, da lahko prevzemnik poveča vrednost zgolj nefinančnih sredstev ciljnega podjetja, tako da je prevzemna premija, ki jo je pripravljen plačati delničarjem le-tega, odvisna od velikosti njegovih nefinančnih sredstev. Tako lahko prevzemno premijo zapišemo na naslednji način: Prevzemna premija = $\psi(X) * \text{Nefinančna sredstva}$. Če obe strani delimo s tržno vrednostjo lastniškega kapitala pred objavo ponudbe za prevzem, vrednost nefinančnih sredstev pa izrazimo kot razliko med vrednostjo pasive ciljnega podjetja in vrednostjo njegovih finančnih sredstev, dobimo enačbo 7.2.1.

bo prevzemnik za vsako denarno enoto nefinančnih sredstev nizko zadolženega ciljnega podjetja pripravljen plačati nižjo prevzemno premijo, čeprav načeloma drži, da lahko te neučinkovitosti po prevzemu nadzora nad ciljnim podjetjem takoj odpravi.

- ❖ Tretjič, četudi bi bile, ob vsem drugem enakem, absolutne prevzemne premije višje za podjetja z nižjimi finančnimi vzvodi, to neposredno še ne pomeni, da bodo višje tudi relativne prevzemne premije.

Čeprav je v strokovni literaturi vpliv strukture pasive ciljnega podjetja na višino prevzemne premije eden manj raziskanih dejavnikov, študija Biletta in Ryngaerta (1997) ni prva na tem področju, je pa vsaj na prvi pogled v nasprotju z ugotovitvami sorodnih študij glede vpliva strukture financiranja na višino prevzemne premije. Vendar pa je potrebno biti pri interpretacijah rezultatov previden, saj večina teoretične in empirične literature, ki proučuje vpliv strukture financiranja ciljnega podjetja na višino prevzemne premije, le-to izraža v absolutnem znesku.

Israel (1991, str. 1402-1403) je eden izmed avtorjev, ki sodijo v to skupino. Trdi, da je absolutna prevzemna premija, ki jo realizirajo delničarji prevzetih podjetij, negativno povezana s količnikom finančnega vzvoda. Povečanje vrednosti sredstev prevzetega podjetja, kot ena izmed posledic prevzema, namreč zmanjšuje tveganje neplačila imetnikom obveznic v podjetjih z visokim količnikom finančnega vzvoda. To pa seveda pomeni, da si koristi, ki nastopijo s prevzemom, ne razdelijo le delničarji prevzemnega in prevzetega podjetja, temveč določen del koristi realizirajo tudi lastniki dolga prevzetega podjetja. To sicer pomeni večji delež celotnega kolača za prevzeto podjetje, vendar manjši delež za njegove delničarje. Tako delničarji prevzetih podjetij z visokim finančnim vzvodom realizirajo manjšo absolutno prevzemno premijo kot delničarji podjetij, v katerih je ta kazalnik nižji, ceteris paribus, vendar pa iz tega ne moremo avtomatično sklepati, da to zanje pomeni tudi nižjo relativno prevzemno premijo, saj je skupna absolutna prevzemna premija sedaj razporejena na manj lastniškega kapitala. Kar nadalje seveda pomeni, da lahko ugotovitve Biletta in Ryngaerta (1997) – čeprav so na prvi pogled popolno nasprotje sklepov Israela (1991) – razumemo kot nadgradnjo slednjih.

Tudi Billett in Ryngaert (1997) namreč ugotavljata, da je proučevanje determinant prevzemne premije ob predpostavki, da vrednost dolga ciljnega podjetja ostaja povsem nespremenjena, sporno. Vrednost dolga prevzetega podjetja se lahko s prevzemom namreč poveča ali zmanjša, pričakovane spremembe v vrednosti dolga pa lahko povzročijo, da prevzemnik spremeni tudi ponujeno ceno za delnico ciljnega podjetja.

Tako bo ob prevzemu praviloma prišlo do apreciacije vrednosti zamenljivih obveznic, saj je njihova vrednost vezana na ceno navadne delnice, slednja pa s prevzemom naraste. Drugič, ne gre zanemariti tudi pojava sozavarovanja dolga (»co-insurance«), ki nastane, kadar se vrednost sredstev, ki »podpirajo« dolg, poveča oz. njihova varianca zmanjša. Oboje pa lahko med drugim nastane tudi zaradi prevzema (Israel, 1991, str. 1991-93). In v kolikor nastane, bo

manj celotnega porasta vrednosti ostalo na razpolago za razdelitev med delničarje ciljnega podjetja in prevzemnika, zato bo prevzemna premija, ki jo bo prevzemnik plačal imetnikom navadnih delnic ciljnega podjetja, manjša, kot bi bila, če se vrednost dolga prevzetega podjetja s prevzemom ne bi spremenila (Billett, Ryngaert, 1997, str. 145).

Vendar pa povečanje premoženja lastnikov dolga prevzetega podjetja ni edina možna posledica prevzema; kadar prevzemne transakcije porabljajo denar, ki bi se sicer uporabil za servisiranje tega dolga, lahko vrednost slednjega tudi upade. Če je npr. prevzemnik prevzem financiral z novo izdanim dolgom, je velika verjetnost, da ga bo servisiral z denarnim tokom prevzetega podjetja, kar seveda povečuje tveganje neplačila imetnikom obveznic in drugega dolga, ki ga je prevzeto podjetje izdalo, to pa zmanjšuje njegovo vrednost. Slednje pa pomeni, da lahko prevzemnik delničarjem ciljnega podjetja plača višjo premijo, kot v primeru, da prevzem na vrednost dolga prevzetega podjetja sploh ne bi vplival (Billett, Ryngaert, 1997, str. 145).

V kolikor torej upoštevamo še možnost, da del celotnih koristi prevzema realizirajo tudi upniki prevzetega podjetja oz. da prevzem sproži prerazdelitev vrednosti od upnikov prevzetega podjetja k njegovim lastnikom, je enačbo 7.2.1 potrebno nekoliko modificirati. Predpostavimo, da je vsaka prerazdelitev premoženja med obema interesnima skupinama konstanten delež (λ) prevzemne premije, ki izhaja iz dolžniško financiranih sredstev (Billett, Ryngaert, 1997, str. 145):

$$\frac{\text{Prerazdelitev premoženja}}{\text{Lastniški kapital}} = \lambda \times \psi(X) \times \left(\frac{\text{Dolg}}{\text{Lastniški kapital}} \right) \quad (7.2.2)$$

Če gornjo enačbo odštejemo od 7.2.1, dobimo višino relativne prevzemne premije kot funkcijo strukture aktive in pasive ciljnega podjetja, ustrezno prilagojeno za prerazdelitev koristi med upniki in lastniki prevzetega podjetja (Billett, Ryngaert, 1997, str. 146):

$$\frac{\text{Prevzemna premija}}{\text{Lastniški kapital}} = \psi(X) \times \left(1 + \beta \times \frac{\text{Dolg}}{\text{Lastniški kapital}} - \frac{\text{Finančna sredstva}}{\text{Lastniški kapital}} \right), \quad (7.2.3)$$

kjer je β enaka $(1-\lambda)$.

Enačbo 7.2.3. lahko dodatno razširimo še s predpostavko, da bo po prevzemu dosežena ne le bolj donosna uporaba nefinančnih, temveč tudi finančnih sredstev. Predpostavimo, da do prevrednotenja finančnih sredstev prevzetega podjetja pride v odstotku $\sigma(X)$. Tako lahko enačbi 7.2.3. dodamo še člen $\sigma(X) \times (\text{Finančna sredstva} / \text{Lastniški kapital})$. Nadalje poenostavimo, da je $\sigma(X)/\psi(X) = \omega$.

Dobimo zapis, enakovreden enačbi 7.2.4:

$$\frac{\text{Prevzemna premija}}{\text{Lastniški kapital}} = \psi(X) \times \left(1 + \beta_1 \times \frac{\text{Dolg}}{\text{Lastniški kapital}} + \beta_2 \times \frac{\text{Finančna sredstva}}{\text{Lastniški kapital}} \right), \quad (7.2.4)$$

kjer je β_1 enaka $(1-\lambda)$, β_2 pa $-(1-\omega)$.

V kolikor ne bo prišlo do prevrednotenja finančnih sredstev, bo koeficient $\beta_2 = -1$, v kolikor pa bo to prevrednotenje enako kot za nefinančna sredstva, bo $\beta_2 = 0$.³⁴ Koeficient β_1 bo enak 1, če prevzem na vrednost dolga prevzetega podjetja ne vpliva, in različen od 1, kadar bo prevzem sprožil prerazdelitev premoženja med lastniki in upniki tega podjetja. Natančneje, če bo prevzem povečal vrednost dolga prevzetega podjetja, bo β_1 manjša od ena, sicer pa večja.

Kako torej ugotoviti, kateri prevzemi koristijo upnikom prevzetega podjetja in kateri ne. Billett in Ryngert (1997, str. 146) sta predpostavila, da je pojav povečanja vrednosti dolga (učinek sozavarovanja dolga) bolj verjeten od njegovega zmanjšanja, kadar gre za podjetja z več dolga, saj je dolg takšnih podjetij – ceteris paribus – bolj tvegan in so bližje mejam sprožitve omejitvenih zavez. Na drugi strani je tveganost dolga nizko zadolženih podjetij relativno majhna, zato je manjša verjetnost, da bi s prevzemom nastal učinek sozavarovanja dolga. Precej bolj verjetno je, da se tveganost dolga ciljnega podjetja zaradi prevzema poveča. Seveda pa ne gre zanemariti tudi prevrednotenja zamenljivih obveznic ciljnega podjetja, ki s prevzemom pridobijo na vrednosti, ne glede na to, ali se tveganost preostalega dolga zmanjša (učinek sozavarovanja) ali poveča. Billett in Ryngaert sta zato predpostavila, da bo zaradi prisotnosti zamenljivih obveznic in kombiniranega učinka sozavarovanja dolga in povečanja njegove tveganosti, beta v vsakem primeru manjša od ena.

Sklenem lahko: zaradi te prerazdelitve premoženja med lastniki in upniki prevzetega podjetja bo prevzemnik lahko plačal nekoliko višje absolutne prevzemne premije za ciljna podjetja z zmernim finančnim vzvodom in nekoliko nižje absolutne prevzemne premije za ciljna podjetja z višjim finančnim vzvodom.

Billett in Ryngaert (1997) sta predvidene teoretične povezave med strukturo financiranja ciljnega podjetja in prevzemno premijo preverila na vzorcu 145 ponudb za odkup v ZDA v obdobju 1980-89. Povprečna realizirana relativna premija je znašala 64,4%, struktura sredstev in financiranja ciljnega podjetja pa je na višino realizirane relativne premije vplivala v pričakovani smeri, čeprav je bil vpliv nekoliko manjši, kot je bilo pričakovano.³⁵ S temi

³⁴ Ni prevrednotenja:

$$\sigma(X) = 0 \Rightarrow \omega = 0 \Rightarrow \beta_2 = -1$$

Prevrednotenje, vendar manjše kot za nefinančna sredstva:

$$\sigma(X) < \psi(X) \Rightarrow 0 < \omega < 1 \Rightarrow 0 > \beta_2 > -1$$

Prevrednotenje enako prevrednotenju nefinančnih sredstev:

$$\sigma(X) = \psi(X) \Rightarrow \omega = 1 \Rightarrow \beta_2 = 0$$

³⁵ Vrednost koeficienta β_1 je bila statistično značilno različna od 0 in od 1 (pri 1%), in sicer se je nahajala na intervalu od 0,3546 do 0,4754 (v odvisnosti od specifikacije modela). Koeficient β_2 je segal od -0,6029 do -0,6274 in je bil statistično značilno različen od 0 in -1 (Billett, Ryngaert, 1997, str. 156).

rezultati sta še enkrat potrdila pomembnost strukture sredstev ciljnega podjetja in njegovih virov financiranja za višino realizirane prevzemne premije.

8 METODA FINANCIRANJA PREVZEMA IN METODA PREVZEMA

Ko prevzemnik sestavlja ponudbo, ki jo bo predložil delničarjem ciljnega podjetja, mora med drugim opredeliti tudi menjalno sredstvo. Na popolnem trgu kapitala, na katerem velja simetričnost informacij in na katerem ni niti transakcijskih stroškov niti davkov, bi bila predlagana metoda financiranja prevzema povsem nepomembna. V praksi pa te predpostavke praviloma niso nikoli izpolnjene in izbira metode financiranja prevzema vpliva na abnormalno donosnost tako delničarjev prevzemnega kot tudi prevzetega podjetja. Empirične študije namreč niso dokazale le, da delničarji ciljnega podjetja ob napovedi prevzema realizirajo statistično značilno pozitivno donosnost na svojo naložbo, temveč tudi, da je ta abnormalna donosnost v primeru gotovinskega plačila značilno višja kot v primeru ponudbe z izmenjavo delnic (Huang, Walkling, 1987, str. 346; glej tudi Tabelo 7 v Prilogi 7 na strani XIV). Finančna teorija te rezultate pojasnjuje z različno davčno obravnavo kapitalskih dobičkov delničarjev ciljnega podjetja (davčna hipoteza) in/ali z različno informativno vsebino (hipoteza informacijskega učinka), ki jo signalizira izbrana metoda financiranja.

8.1 Davčna hipoteza

V kolikor delničarji ciljnega podjetja v postopku prevzema v zameno za svoje delnice prejmejo delnice prevzemnika, to pomeni, da lahko plačilo davka na kapitalske dobičke odložijo vse do prodaje na novo prejetih delnic, medtem ko so kapitalski dobički, v kolikor so bile delnice prevzemniku prodane za denar, neposredno obdavčljivi.³⁶ Kot nadomestilo za neenako davčno obravnavo mora prevzemnik delničarjem ciljnega podjetja, ki so sprejeli obdavčljivo denarno ponudbo, ob vsem ostalem enakem, ponuditi ustrezno višjo prevzemno premijo (da Silva Rosa et al., 2000, 67-69; Brown, Ryngaert, 1991, str. 655; Travlos, 1987, str. 945).

8.2 Hipoteza informacijskega učinka – učinka signaliziranja

Čeprav je denarna ponudba za delničarje ciljnega podjetja z davčnega vidika manj ugodna, posledično pa tudi za prevzemnika, ki mora to slabost nadomestiti z višjo prevzemno premijo, ne smemo zanemariti informacijskega učinka, ki ga vsebuje objava metode plačila. V razmerah informacijske asimetrije - pa naj le-ta vlada med ciljnim podjetjem in

³⁶ V ZDA mora biti – da so kapitalski dobički za delničarje ciljnega podjetja ob prevzemu neobdavčljivi – izpolnjen pogoj kontinuitete interesov; to pomeni, da mora biti vsaj 50% delnic ciljnega podjetja zamenjanih za delnice združenega podjetja.

prevzemnikom ali med managementom prevzemnika in zunanjimi investitorji - metoda plačila namreč signalizira pomembne informacije o vrednosti ciljnega in/ali prevzemnega podjetja.

8.2.1 Asimetričnost informacij med prevzemnikom in ciljnim podjetjem

V kolikor gre za prevzem z zamenjavo delnic, je dejanska vrednost prevzemnikove ponudbe odvisna od realizirane vrednosti podjetja, ki bo po prevzemu ostalo, kar za prevzem za gotovino ne velja. Ta razlika je povsem nepomembna, v kolikor imata prevzemno in ciljno podjetje simetrične informacije, ali pa je ciljno podjetje majhno. V kolikor pa ciljno podjetje svojo pravo vrednost pozna bolje, kot jo je sposoben oceniti management podjetja, ki se zanj poteguje, metoda plačila ni več zanemarljiva. V kolikor prevzemnik za ciljno podjetje ponudi gotovino, tveganje, da se je v oceni vrednosti ciljnega podjetja zmotil in ga morebiti preplačal («valuation risk»), nosi povsem sam. V kolikor pa je prevzem potekal z zamenjavo delnic, delničarji ciljnega podjetja nosijo del tveganja (glej Sliko 3 in Tabelo 10 v Prilogi 8 na straneh XVI-XVII), povezanega s prevrednotenjem delnic prevzemnika na trgu, ko bo notranja informacija o kvaliteti ciljnega podjetja razkrita (Emery, Switzer, 1999, str. 74; Hansen, 1987, str. 76).

Ponudba gotovine pa lahko vsebuje tudi drugačen signal. Kadar se pojavi še en potencialni prevzemnik in izrazi namero, v prevzemnem boju tekmovati s prvotnim prevzemnikom, je verjetnost, da bo zmagal – oz. če bo zmagal, da bo ta prevzem zelo donosen - tem nižja, čim višje prvotni prevzemnik vrednoti ciljno podjetje. Toda četudi tekmelec izgubi, bo to prevzemni proces najverjetneje podaljšalo in podražilo. V interesu prvotnega prevzemnika je zato, da že vnaprej signalizira svoje vrednotenje ciljnega podjetja, saj je v tem primeru verjetnost, da se bo zanj začelo potegovati še kakšno drugo podjetje, ustrezno manjša. Ponudba gotovine je poteza, ki daje prav takšen signal: s tem, ko se prevzemnik odreče koristim prevzema z zamenjavo delnic, opisanih v prejšnjem odstavku, trgu sporoči, da ciljno podjetje visoko vrednoti (Fishman, 1989, str. 41-43). Namen tega signala je, odvrniti potencialne konkurente od tekmovanja za ciljno podjetje, ker pa hkrati tudi ostalim udeležencem trga kapitala razkrije kvaliteto ciljnega podjetja, se ta informacija ustrezno vgradi v tržno vrednost njegovih delnic.

8.2.2 Asimetričnost informacij med managementom prevzemnika in zunanjimi investitorji

Čeprav bo prevzemnik v primeru asimetrije med njim in ciljnim podjetjem kot metodo plačila raje izbral delnice, sploh če je ciljno podjetje veliko, pa bo v primeru, da obstaja asimetričnost informacij glede njegove vrednosti, dal prednost prevzemu za gotovino. Zakaj? V skladu z modelom signaliziranja Lelanda in Pylea (1977) je v svetu asimetričnih informacij metoda plačila tista, ki med drugim signalizira oceno managementa prevzemnega podjetja o njegovi relativni tržni pod- ali precenjenosti. Management prevzemnega podjetja, ki bo ocenil, da tržna vrednost njegove delnice ne ustreza njeni notranji vrednosti, bo prevzem financiral na

način, ki bo za delničarje prevzemnika najbolj ugoden. To pa pomeni, da bo v primeru podcenjenosti prevzem financiral z gotovino, v nasprotnem primeru pa se bo odločil za prevzem z zamenjavo delnic. Trg bo problem negativne selekcije prepoznal in ustrezno popravil svoja pričakovanja glede prihodnje dobičkonosnosti in prihodnje tržne vrednosti delnic prevzemnika – ponudbo gotovine bo interpretiral kot dobro novico o resnični vrednosti prevzemnega podjetja in ta pričakovanja popravil navzgor, sicer navzdol. In ker je abnormalna donosnost, ki jo realizirajo delničarji ciljnega podjetja, v primeru zamenjave delnic odvisna od gibanja tečaja delnic prevzemnika, bodo pričakovanja v zvezi z zmanjšano prihodnjo dobičkonosnostjo pri tej obliki plačila veljala tudi zanj, to pa se bo ustrezno odrazilo na tečaju delnice ciljnega podjetja. Delničarji ciljnega podjetja, ki se »učinka limon« zavedajo, bodo zato v prevzemih, kjer gre za medsebojno zamenjavo delnic, kot nadomestilo zahtevali višje prevzemne premije (da Silva Rosa et al., 2000, str. 67-68; Emery, Switzer, 1999, str. 74; Travlos, 1987, str. 944).

8.3 Slabosti gornjih hipotez in pojav alternativnih hipotez

Obe hipotezi, tako davčna hipoteza kot hipoteza informacijskega učinka, predvidevata enake empirične učinke metode plačila na višino prevzemne premije in abnormalno donosnost delnic ciljnega podjetja v obdobju okoli prevzema: gotovinske ponudbe generirajo višje premije in višjo abnormalno donosnost za delničarje ciljnega podjetja kot prevzemi z zamenjavo delnic. Še več, ti dve hipotezi niti nista medsebojno izključujoči, zato ju je v praksi težko testirati.

Kako torej razlikovati med njima? Eden izmed možnih načinov je naslednji (Suk, Sung, 1997, str. 592). V kolikor je davčni učinek izbrane metode plačila pomembnejši, bi morala biti prevzemna premija v ponudbah za gotovino negativno povezana z institucionalnim lastništvom, saj se institucionalni investitorji ponavadi nahajajo v nižjih mejnih davčnih razredih. V kolikor pa pri pojasnjevanju donosnosti delnice ciljnega podjetja v ponudbenem obdobju informacijski učinek prevladuje nad davčnim, bo abnormalna donosnost delnice ciljnega podjetja pri prevzemu za gotovino višja kot v primeru zamenjave delnic, vendar med prevzemno premijo in institucionalnim lastništvom ne bo mogoče najti nobene povezave.

Suk in Sung (1999), ki sta ta način testiranja uporabila na vzorcu 205 uspešnih ponudb za prevzem v letih 1974-1987, sta prišla do zanimivih sklepov. Prvič, v ponudbah za gotovino – teh je bilo v njunem vzorcu 141 – nista našla nikakršne povezave med prevzemno premijo in institucionalnim lastništvom. Drugič, med prevzemnimi premijami v ponudbah za gotovino in tistih z zamenjavo delnic - ob upoštevanju vpliva institucionalnega lastništva in drugih davčno relevantnih spremenljivk - nista našla nobene razlike. Oba sklepa sta v nasprotju tako z davčno hipotezo kot tudi hipotezo informacijskega učinka. Tak sklep pa v finančni literaturi ni nič novega. Čeprav sta obe hipotezi pri pojasnjevanju vpliva metode plačila na prevzemno premijo in abnormalno donosnost delnice ciljnega podjetja eni izmed najpogosteje omenjenih, nista edini.

8.3.1 Hipoteza pričakovanja konkurence

Empirično je dokazano, da so, prvič, prevzemi z zamenjavo delnic po svoji vsebini praviloma združitve podjetij (»merger«), denar pa je praviloma plačilno sredstvo v ponudbah za odkup (»tender offer«), kar je razvidno tudi iz Tabele 9 iz Priloge 7 na strani XV, in drugič, da je abnormalna donosnost v prevzemih z odkupom delnic statistično značilno višja kot v združitvah podjetij.³⁷ Nekateri avtorji, kot npr. Travlos (1987) so zato sklepali, da je to razliko potrebno pripisati različni uporabljeni metodi plačila, saj je bilo dokazano, da ponudbe gotovine generirajo statistično značilno višjo abnormalno donosnost kot prevzemi z zamenjavo delnic. Potem pa so določene empirične študije, med drugim tudi Suk in Sung (1999), dokazale, da je abnormalna donosnost delnic ciljnega podjetja v javnih ponudbah za odkup statistično značilno višja kot pri združitvah podjetij tudi še po tem, ko je učinek metode plačila že upoštevan. Tako so se začele pojavljati tudi alternativne teorije, ki so vzročno-posledično povezavo med metodo prevzema in metodo plačila začele pojasnjevati z druge strani. Namesto, da bi trdile, da je mogoče različno donosnost v različnih vrstah prevzema pojasniti z metodo plačila, ki je za posamezno obliko bolj značilna, so vprašanje postavile drugače: Morda pa je gotovinska ponudba z višjo abnormalno donosnostjo povezana zato, ker je večinoma uporabljena v javnih ponudbah za prevzem, le-te pa trg razlaga drugače kot združitve podjetij, ki so praviloma financirane z zamenjavo delnic.

³⁷ Finančna teorija empirično dejstvo, da je metoda prevzema pomembna determinanta izbire metode plačila - prevzemi z zamenjavo delnic so praviloma združitve podjetij, denar pa je praviloma plačilno sredstvo v ponudbah za odkup – pojasnjuje z dvema razlogoma; prvi je zakonodajne narave, drugi je povezan z nasprotovanjem managementa ciljnega podjetja bližnjemu prevzemu. V ZDA Williamsov zakon ureja javno ponudbo za odkup, ki bo izpeljana z gotovino (denarna ponudba), v primeru pa, da je prevzem financiran z zamenjavo delnic (nadomestna ponudba) – ne glede na dejansko metodo prevzema – velja Zakon o trgu vrednostih papirjev iz leta 1933. Regulatorni postopki v zadnjem primeru trajajo precej dlje, kar je prvi argument v prid javni ponudbi za odkup, financirani z gotovino. Drugi argument zajema reakcijo managementa ciljnega podjetja na prevzem v odvisnosti od metode plačila. Medtem ko do združitve podjetij pride po dogovoru z managementom, je javna ponudba za odkup naslovljena neposredno na delničarje ciljnega podjetja, zato je verjetnost nasprotovanja njegovega managementa prevzemu in sprejetja obrambnih ukrepov pred prevzemom v tem primeru večja (glej Sliko 2 v Prilogi 4 na strani VII). Denarne ponudbe lahko verjetnost nasprotovanja managementa precej zmanjšajo. Zato so prevzemi z odkupom delnic praviloma denarne ponudbe, pri združitvah podjetij pa pride do zamenjave delnic (Fishman, 1989, str. 53).

Empirični dokazi za potrditev trditve, da je abnormalna donosnost v prevzemih z odkupom delnic statistično značilno višja kot v združitvah podjetij, so zbrani v Tabeli 6 v Prilogi 7 na strani XIII. Jensen in Ruback (1983, str. 11-14) povzemata rezultate 13 študij in poročata, da delničarji uspešno prevzetih podjetij realizirajo donosnost med 16,9% in 34,1% v primeru prevzema z odkupom delnic (tehtano povprečje 29,1%) in med 6,2% in 13,4% (tehtano povprečje 7,7%) v primeru združitve podjetij. Do podobnih sklepov sta prišla tudi Franks in Harris (1989, str. 237), in sicer s pomočjo podatkov za ZDA in VB. Pokazala sta, da so si - za dano metodo prevzema - abnormalne donosnosti, ki jih realizirajo delničarji ciljnih podjetij, v obeh državah zelo podobne. V primeru javne ponudbe za odkup je abnormalna donosnost delnic ciljnega podjetja v mesecih -4 do +1 znašala 30,1% (v VB) oz. 34,9% (v ZDA), medtem ko je bila pri vseh ostalih metodah prevzemov statistično značilno nižja, in sicer je znašala 20% v VB in 20,7% v ZDA.

V finančni literaturi je kot možen vzrok za razliko v donosnosti različnih metod prevzema navedena temeljna vsebinska razlika med posameznimi metodami prevzema. Medtem ko so združitve podjetij po svoji vsebini bolj prijateljske transakcije, so ponudbe za odkup delnic naslovljene neposredno na delničarje ciljnega podjetja in management »preskočijo«, zato se jih ponavadi smatra kot »sovražne«, kar pa ima pomembne posledice za donosnost delnice ciljnega podjetja (Suk, Sung, 1997, str. 593). Franks in Harris (1989, str. 239; glej tudi Tabela 4 v Prilogi 5 na strani IX) sta empirično dokazala, da je abnormalna donosnost delnic ciljnega podjetja v primeru večkratnih ponudb za odkup za 1/3 do 2/3 višja kot pri enkratni ponudbi, razlike pa so statistično značilno različne od nič. Verjetnost, da bo ponudba prvotnega prevzemnika spodbijana s strani drugega potencialnega prevzemnika, in da bo prišlo do večkratnih ponudb, pa je v primeru sovražnih prevzemov, ki ne uživajo podpore managementa, seveda višja.³⁸ Gre za t.i. hipotezo pričakovanja konkurence (Suk, Sung, 1997, str. 593). Rezultati v Suk in Sung (1999) to hipotezo empirično podpirajo.

8.3.2 Ostale hipoteze

Alternativnih razlag za povezavo med izbrano metodo plačila in abnormalno donosnostjo delnic ciljnega podjetja je v literaturi mogoče najti še nekaj. Tak primer je hipoteza, ki zagovarja stališče, da prevzem z zamenjavo delnic zmanjša varianco donosnosti lastniškega kapitala zaradi učinka sozavarovanja in neto prenosa premoženja k dolžnikom podjetja. Ta hipoteza ustvarja enako napoved kot davčna hipoteza in hipoteza informacijskega učinka: abnormalna donosnost je pri prevzemu za gotovino višja (da Silva Rosa et al., 2000, str. 71).

Na tej točki lahko obstoječo teoretično literaturo in empirične rezultate povzamem na naslednji način. Empirične študije so si večinoma enotne, da je abnormalna donosnost v primeru gotovinske ponudbe višja kot v primeru prevzema z zamenjavo delnic (glej Tabela 7 v Prilogi 7 na strani XIV), glede razlogov, ki to razliko povzročajo, pa v finančni literaturi še ni bilo doseženega soglasja. Najpogosteje se dobljene rezultate razlaga z davčnimi posledicami izbrane metode plačila in različno informacijsko vsebino, ki jo le-ta signalizira, redkeje pa so rezultati pojasnjeni s kakšno izmed alternativnih hipotez.

9 SKLEP

Rezultati povzetih empiričnih študij nedvomno kažejo, da so delničarji ciljnih podjetij tista skupina, ki s prevzemom realizira pozitivno in statistično značilno donosnost. Dejavnikov, ki so za to zaslužni, je več; od takih, ki določajo pogajalsko moč obeh strani, udeleženih v prevzemu (višina začetnega lastništva prevzemnika v ciljnim podjetju, struktura lastništva ciljnega podjetja, zlasti velikost institucionalnega in managerskega lastništva, možnost pojava

³⁸ Empirične študije so dokazale, da delničarji ciljnih podjetij v primeru sovražnih prevzemov realizirajo statistično značilno višjo abnormalno donosnost, kot v primeru, da je prevzem prijateljski (glej Tabela 3 v Prilogi 4 na strani VIII).

konkurenčne ponudbe za odkup, verjetnost nasprotovanja managementa ciljnega podjetja in uporaba obrambnih mehanizmov pred prevzemom itd.), preko takih, ki opisujejo kvaliteto prevzemnega in ciljnega podjetja, zlasti privlačnost slednjega kot morebitne tarče prevzema (Tobinov q koeficient, struktura sredstev in financiranja ciljnega podjetja, kvaliteta investicijskih priložnosti in možnost nadaljnje rasti,...), do dejavnikov, ki so strogo zakonodajne narave.

Nekaj izmed teh dejavnikov statistično značilno vpliva na abnormalno donosnost delnice ciljnega podjetja, preden je slednje to sploh formalno postalo, vendar si niti finančna teorija niti empirija nista enotni glede vprašanja, ali to posledično pomeni višjo končno prevzemno ceno in tako dražji prevzem. Medtem ko substitucijska hipoteza trdi, da je vsaka denarna enota povečanja tržne cene v obdobju pred prvo objavo ponudbe za odkup substituirana z ustrezno nižjo rastjo tečaja v obdobju po objavi, hipoteza pribitka na ceno delnice ob objavi ponudbe te substitucije ne priznava. Trdi, da predponudbena rast tečaja na poponudbeno rast ne vpliva, zato je vsaka rast tečaja ciljnega podjetja v obdobju pred formalno objavo prevzema le dodaten strošek za prevzemnika.

To pa ni edina dilema, ki je v tem besedilu ostala nerazrešena. Precej preglavic je povzročala tudi sistematizacija vplivov začetnega lastništva prevzemnika v ciljnem podjetju pred formalno objavo prevzema na končno prevzemno premijo, saj so tako empirični rezultati kot tudi teoretična literatura podajali različne smeri vpliva. Ampak to bralca ne sme presenečati. V kolikor bi želela determinante prevzemne premije razdeliti na dve skupini, na skupino, ki na prevzemno premijo pozitivno vpliva, in na skupino, ki jo zmanjšuje, ločnica prav tako ne bi bila povsem jasna. Razlog je v tem, da isti dejavniki, ki določajo privlačnost nekega podjetja kot tarče prevzema, hkrati vplivajo tudi na verjetnost nastopa takšnega dogodka. V kolikor prevzemnik opazi potencialno zanimivo ciljno podjetje, obstaja velika verjetnost, da bodo to opazili tudi ostali udeleženci trga kapitala, zato se bo pričakovanje bližnjega poskusa prevzema vgradilo v tečaj delnice potencialne tarče prevzema. In v kolikor je prevzemna cena opredeljena z višino pričakovanih koristi od prevzema, to pomeni, da bo ponujena premija, merjena od dneva objave ponudbe za odkup delnic, ustrezno manjša, kar zmanjšuje verjetnost, da bodo delničarji s ponujeno premijo zadovoljni in bo ponudba uspešna.

Dejavnikov, ki vplivajo na višino prevzemne premije, je izjemno veliko, njihov vpliv pa še vedno ni povsem dobro raziskan. Tema zagotovo presega obseg diplomskega dela, zato gornje besedilo vsebuje le analizo nekaterih ključnih dejavnikov. Kljub vsemu to diplomsko delo ponuja zanimivo izhodišče za proučevanje determinant prevzemnih premij v slovenskem prostoru, zlasti z namenom, odkriti posebnosti trga za nadzor nad delniškimi družbami in poskušati razrešiti še nedogovorjena vprašanja v zvezi s tem problemom.

LITERATURA

1. Agrawal Anup, Mandelker N. Gershon: Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Seattle, 25 (1990), 2, str. 143-161.
2. Bagnoli Mark, Lipman L. Barton: Stock price manipulation through takeover bids. *RAND Journal of Economics*, Santa Monica, 27 (1996), 1, str. 124-147.
3. Bešter Janez: Teoretična analiza prevzemov podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. 120 str.
4. Betton Sandra, Espen B. Eckbo: Toeholds, bid jumps, and expected payoffs in takeovers. *The Review of Financial Studies*, Cambridge, 13 (2000), 4, str. 841-882.
5. Billett T. Matthew, Ryngaert Mike: Capital structure, asset structure and equity takeover premiums in cash tender offers. *Journal of Corporate Finance*, Amsterdam, 3 (1997), 2, str. 141-165.
6. Brady Una, Feinberg M. Robert: An Examination of Stock-Price Effects of EU Merger Control Policy. *International Journal of Industrial Organization*, Amsterdam, 18 (2000), avgust, str. 885-900.
7. Bris Arturo: Toeholds, takeover premium and the probability of being acquired. *Journal of Corporate Finance*, Amsterdam, 8 (2002), 3, str. 227-253.
8. Bris Arturo: When do bidders purchase a toehold? Yale School of Management. [URL: <http://faculty.som.yale.edu/~ab364/toehold.PDF>], september 2001.
9. Brown David, Ryngaert Michael: The Mode of Acquisition in Takeovers: Taxes and Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, New York, 46 (1991), 2, str. 653-669.
10. Brown Keith C., Raymond Michael V.: Risk Arbitrage and the Prediction of Successful Corporate Takeovers. *Financial Management*, Tampa, 15 (1986), 3, str. 54-63.
11. Burkart Mike: Initial Shareholdings and Overbidding in Takeover contests. *The Journal of Finance*, New York, 50 (1995), 5, str. 1491-1515.
12. Chowdhry Bhagwan, Jegadeesh Narasimhan: Pre-Tender Offer Share Acquisition Strategy in Takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Seattle, 29 (1994), 1, str. 117-129.
13. Da Silva Rosa Raymond, Izan H.Y., Steinbeck Adam, Walter Terry: The Method of Payment Decision in Australian Takeovers: An Investigation of Causes and Effects. *Australian Journal of Management*, Sydney, 25 (2000), 1, str. 67-94.
14. Draper Paul, Paudyal Krishna: Corporate Takeovers: Mode of Payment, Returns and Trading Activity. *Journal of Business Finance & Accounting*, Oxford, 26 (1999), 5&6, str. 521-558.

15. Emery W. Gary, Switzer Jeanette A.: Expected Market Reaction and the Choice of Method of Payment for Acquisitions. *Financial Management*, Tampa, 28 (1999), 4, str. 73-86.
16. Fishman J. Michael: Preemptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions. *The Journal of Finance*, New York, 44 (1989), 1, str. 41-57.
17. Franks R. Julian, Harris S. Robert: Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The UK Experience 1955-1985. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 23 (1989), avgust, str. 225-249.
18. Gaughan A. Patrick: *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley & Sons, 1999. 636 str.
19. Halpern Paul: Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions. *The Journal of Finance*, New York, 38 (1983), 2, str. 297-317.
20. Hansen G. Robert: A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions. *Journal of Business*, Chicago, 60 (1987), 1, str. 75-95.
21. Hirshleifer David, Sheridan Titman: Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids. *Journal of Political Economy*, Chicago, 98 (1990), 2, str. 295-324.
22. Holder Mark E., Langrehr Frederick W., Hexter Lawrence J.: Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. *Financial Management*, Tampa, 27 (1998), 3, str. 73-82.
23. Huang Yen-Sheng, Walkling Ralph A.: Target Abnormal Returns Associated with Acquisitions Announcements. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 19 (1987), april, str. 329-349.
24. Hutson Elaine, Kearney Colm: Volatility in stocks subject to takeover bids: Australian evidence using daily data. *Journal of Empirical Finance*, Amsterdam, 8 (2001), XXX, str. 273-296.
25. Israel Ronen: Capital Structure and the Market for Corporate Control: The Defensive Role of Debt Financing. *The Journal of Finance*, New York, 46 (1991), 4, str. 1391-1409.
26. Jabbour R. Alain, Jalilvand Abolhassan, Switzer A. Jeannette: Pre-bid price run-ups and insider trading activity: Evidence from Canadian acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, Amsterdam, 9 (2000), 1, str. 21-43.
27. Jarrell Greg A., Brickley A. James, Netter M. Jeffrey: The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. *Journal of Economic Perspectives*, Nashville, 2 (1988), 1, str. 49-68.
28. Jarrell Gregg A., Poulsen Annette B.: The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades. *Financial Management*, Tampa, 18 (1989), 1, str. 12-19.

29. Jennings H. Robert, Mazzeo A. Michael: Competing Bids, Target Management Resistance, and the Structure of Takeover Bids. *The Review of Financial Studies*, Cambridge, 6 (1993), 4, str. 883-909.
30. Jensen C. Michael, Ruback J. Richard: The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 11 (1983), 1, str. 5-50.
31. Kabir Rezaul, Cantrijn Dolph, Jeunink Andreas: Takeover Defenses, Ownership Structure and Stock Returns in the Netherlands: An Empirical Analysis. *Strategic Management Journal*, Chichester, 18 (1997), 2, str. 97-109.
32. Kaen R. Fred: *Corporate Finance: Concepts and Policies*. Cambridge: Blackwell Publishers, 1995. 1007 str.
33. Keown J. Arthur, Pinkerton M. John: Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation. *The Journal of Finance*, New York, 36 (1981), 4, str. 855-869.
34. Knaus Michael: Davčni vidiki združitve in delitve gospodarskih družb. *Podjetje in delo*, Ljubljana, 28 (2002), 1, str. 56-68.
35. Kyle A.: Continuous Auctions and Insider Trading. *Econometrica*, Evanston (Illinois), 53 (1985), november, str. 1315-1335.
36. Kyle S. Albert, Vila Jean-Luc: Noise trading and takeovers. *RAND Journal of economics*, Santa Monica, 22 (1991), 1, str. 54-71.
37. Leland E. Hayne, Pyle H. David: Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, New York, 32 (1977), 2, str. 371-387.
38. Masse Isidore, Hanrahan Robert: The Effect of the Method of Payment on Stock Returns in Canadian Tender Offers and Merger Proposals for both Target and Bidding Firms. *Quarterly Journal of Business & Economics*, Lincoln (Nebraska), 29 (1990), 4, str. 102-124.
39. Mathiesen H.: Hypotheses – Effects from ownership structure on performance and other incentive mechanisms in corporate governance. [URL: <http://www.encycogov.com/A0BigPicture/2Hypotheses/A6EffectsOwnershipStructure.asp>], 3.7.2002.
40. Nielsen F. James, Melicher W. Ronald: A Financial Analysis of Acquisition and Merger Premiums. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Seattle, 8 (1973), marec, str. 139-148.
41. Nyberg Sten: Reciprocal shareholdings and takeover deterrence. *International Journal of Industrial Organization*, Amsterdam, 13 (1995), 3, str. 355-372.
42. Ravid S. Abraham, Spiegel Matthew: Toehold strategies, takeover laws and rival bidders. *Journal of Banking & Finance*, Amsterdam, 23 (1999), 8, str. 1219-1242.
43. Rock Milton L.: *The Mergers and Acquisitions Handbook*. New York: Mc-Graw-Hill, 1987. 518 str.

44. Ross Stephen A., Westerfield Randolph W., Jaffe Jeffrey F.: Corporate Finance. Boston: Irwin, 1993. 912 str.
45. Samuelson William, Rosenthal Leonard: Price Movements as Indicators of Tender Offer Success. The Journal of Finance, New York, 41 (1986), 2, str. 481-499.
46. Schwert G. William: Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder? The Journal of Finance, New York, 55 (1999), 6, str. 2599-2640.
47. Schwert G. William: Markup pricing in mergers and acquisitions. Journal of Financial Economics, Amsterdam, 41 (1996), junij, str. 153-192.
48. Servaes Henri: Tobin's Q and the Gains from Takeovers. The Journal of Finance, New York, 46 (1991), 1, str. 409-419.
49. Song H. Moon, Walkling A. Ralph: The Impact of Managerial Ownership on Acquisitions Attempts and Target Shareholder Wealth. Journal of Financial and Quantitative Analysis, Seattle, 28 (1993), 4, str. 439-457.
50. Stulz M. Rene, Walkling A. Ralph, Song H. Moon: The Distribution of Target Ownership and the Division of Gains in Successful Takeovers. Journal of Finance, New York, 45(1990),3 , str. 817-833.
51. Sudarsanam P. Sudi: The Essence of Mergers and Acquisitions. London: Prentice Hall, 1995. 303 str.
52. Suk David, Sung Mo Hyun: The Effects of the Method of Payment and the Type of Offer on Target Returns in Mergers and Tender Offers. The Financial Review, Oxford, 32 (1997), 3, str. 591-607.
53. Tapping Aiden, Vos Ed, D'ello James, Cheung Joe: New Zeland takeover notice provision selection and share price reaction. Journal of Multinational Financial Management, Amsterdam, 8 (1998), 2/3, str. 317-332.
54. Travlos Nickolas: Corporate Takeover Bids, Method of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns. The Journal of Finance, New York, 42 (1987), 4, str. 943-963.
55. Walbert Mark: Tutorial 2: Reservation Prices. [URL: http://www.econ.ilstu.edu/Mark_Walbert/ECO240/Tutorials/Tutorial02.html], 21.8.2002.
56. Weston J. Fred, Chung S. Kwang, Hoag E. Susan: Mergers, Restructuring and Corporate Control. Englewood Cliffs (N.J): Prentice Hall, 1990. 762 str.
57. Weston J. Fred, Siu A. Juan, Johnson A. Brian: Takeovers, Restructuring and Corporate Governance. Englewood Cliffs (N.J): Prentice Hall, 2001. 689 str.
58. Weston J. Fred, Siu A. Juan, Johnson A. Brian: Takeovers, Restructuring and Corporate Governance: Study guide. Englewood Cliffs (N.J): Prentice Hall, 2001a.

PRILOGA 1

Tabela 1: Determinante abnormalne donosnosti v empiričnih študijah prevzemov

1	Združitev / Ponudba za odkup	11	Prevzemnik: iz hitro / počasi rastoče panoge
2	Prijateljski / sovražni prevzem		Ciljno podjetje: iz hitro / počasi rastoče panoge
3	Konkurenčna ponudba: DA / NE	12	Prevzemnik: kvaliteta investicijskih priložnosti – hitro / počasi rastoče podjetje
4	En prevzemnik / Več prevzemnikov		Ciljno podjetje: kvaliteta investicijskih priložnosti – hitro / počasi rastoče podjetje
5	Uspešnost poskusa prevzema	13	Prevzemnik: z visokim / nizkim denarnim tokom
6	Davčni učinki prevzema		Ciljno podjetje: z visokim / nizkim denarnim tokom
7	Metoda plačila	14	Prevzemnik: visoka / nizka stopnja zadolženosti
8	Notranje lastništvo		Ciljno podjetje: visoka / nizka stopnja zadolženosti
9	Lastništvo institucionalnih investitorjev	15	Ugodni / neugodni pogoji na trgu vrednostnih papirjev
10	Stopnja presenečenja: Pričakovan / nepričakovan prevzem	16	Začetni delež prevzemnika v ciljnem podjetju pred objavo prevzema

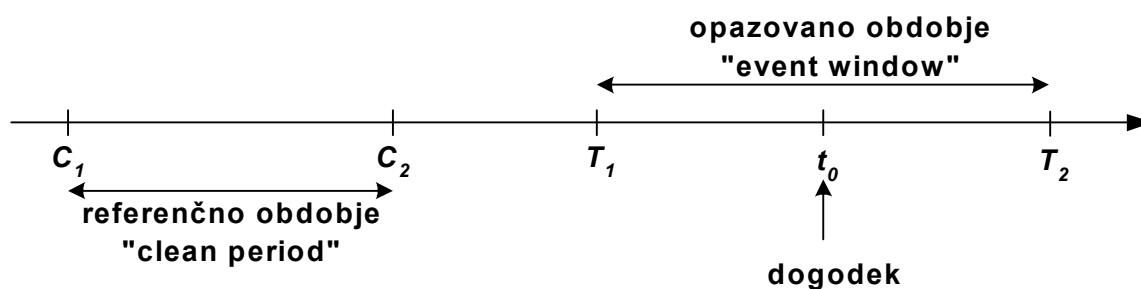
Vir: Prirejeno po Weston et al., 1990, str. 258.

PRILOGA 2

Postopek izračuna abnormalne donosnosti³⁹

Osnova za ugotovitev vpliva nekega dogodka na vrednost delnice je opredelitev obdobja vplivanja tega dogodka («event period»). Ponavadi je le-to osredotočeno okoli datuma nastopa dogodka t_0 («event date») – le-tega na časovni premici označimo kot dan 0 – in zajema tako dneve pred nastopom dogodka kot tudi po njem.⁴⁰ Obdobje vplivanja dogodka mora biti opredeljeno tako, da zajame vse vplive dogodka na tečaj delnice. Z izbiro daljšega obdobja bo verjetnost, da smo zajeli vse vplive nekega dogodka na gibanje tečaja delnice, sicer višja, vendar pa bodo ti podatki vsebovali tudi rezultate tistih vplivov, ki jih nismo želeli meriti.

Slika 1: Opredelitev opazovanega in referenčnega obdobja v študiji dogodkov



Legenda:

C_1	začetek referenčnega obdobja
C_2	konec referenčnega obdobja
T_1	začetek opazovanega obdobja
T_2	konec opazovanega obdobja
t_0	datum nastopa dogodka

Vir: Weston et al., 2001a, str. 6-13.

V naslednjem koraku je potrebno izračunati donosnost, ki bi bila pričakovana, v kolikor proučevani dogodek ne bi nastopil. Gre za t.i. napovedano (oz. normalno) donosnost, \hat{R}_{jt} , ki jo je potrebno izračunati za vsak dan obdobja vplivanja dogodka za vsako posamezno podjetje v vzorcu.

³⁹ Povzeto po Weston et al., 2001, str. 171-185.

⁴⁰ Dan 0 je datum nastopa dogodka za vsako posamezno proučevano podjetje, kar pomeni, da dan 0 za različna podjetja v vzorcu predstavljajo različni koledarski datumi.

V uporabi so tri metode izračuna napovedane donosnosti, in sicer:

1. Metoda povprečne prilagojene donosnosti (»The Mean Adjusted Return Method«)

Metoda predvideva izbiro referenčnega obdobja (»clean period«), to je tistega obdobja, v katerem ni bila sproščena nobena informacija v zvezi s proučevanim dogodkom. Kot referenčno obdobje lahko izberemo čas pred obdobjem vplivanja dogodka in/ali po njem, nikakor pa vanj ne smemo vključiti samega obdobja vplivanja. Napovedana donosnost za j-to podjetje za vsak posamezni dan znotraj obdobja vplivanja je po tej metodi izračunana kot povprečje dnevnih donosnosti referenčnega obdobja, \bar{R}_j :

$$\hat{R}_{jt} = \bar{R}_j = \frac{\sum_{t=C_1}^{C_2} R_{jt}}{C},$$

pri čemer C predstavlja število dni referenčnega obdobja, ki traja od C_1 do C_2 .

2. Model kapitalskega trga (»The Market Model Method«)

Tudi za izračun pričakovane donosnosti v modelu kapitalskega trga je potrebno najprej opredeliti referenčno obdobje, nato pa za dneve znotraj le-tega oceniti regresijsko enačbo:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt},$$

kjer so

- R_{mt} = donosnost tržnega indeksa (npr. S&P 500) na dan t;
- β_j = mera tveganja, to je občutljivost delnice j-tega podjetja na gibanje trga kapitala;
- α_j = povprečna donosnost obdobja, ki ga ni mogoče pojasniti z gibanjem trga kapitala;
- ε_{jt} = statistična napaka.

Napovedana donosnost za določeno podjetje za določen dan znotraj obdobja vplivanja, \hat{R}_{jt} , je nato izračunana v skladu z enačbo trga kapitala, kjer sta $\hat{\alpha}_j$ in $\hat{\beta}_j$ oceni koeficientov α in β , dobljeni z gornjo regresijsko enačbo, R_{mt} pa donosnost tržnega indeksa na posamezni dan znotraj obdobja vplivanja:

$$\hat{R}_{jt} = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt}$$

3. Metoda tržno prilagojene donosnosti (The Market Adjusted Return Method)

Metoda tržno prilagojene donosnosti je najpreprostejša izmed opisanih treh metod, saj poenostavljeno predvideva, da je napovedana donosnost za vsak posamezen dan obdobja vplivanja kar enaka donosnosti tržnega indeksa na ta dan, torej:

$$\hat{R}_{jt} = R_{mt}$$

Ta metoda je poenostavljena varianta metode kapitalskega trga za primer, ko je $\hat{\alpha}_j = 0$ in $\hat{\beta}_j = 1$ za vsa podjetja. Ker je $\hat{\alpha}_j$ ponavadi majhen, povprečje $\hat{\beta}_j$ vseh podjetij pa 1, ta metoda kljub temu daje sprejemljive rezultate.

Sledi izračun reziduala, r_{jt} , za vsak dan za vsako podjetje, ki je predstavlja razliko med dejansko in napovedano donosnostjo:

$$r_{jt} = R_{jt} - \hat{R}_{jt}$$

Rezidual predstavlja abnormalno donosnost, torej tisti del donosnosti, ki ni bila predvidena, in je tako ocena tiste spremembe vrednosti podjetja na določen dan, do katere je prišlo zaradi nastopa proučevanega dogodka.

Če za vsak dan znotraj obdobja vplivanja izračunamo povprečje rezidualov vseh N podjetij v vzorcu, dobimo povprečni rezidual za ta dan, AR_t :

$$AR_t = \frac{\sum r_{jt}}{N}$$

Izračun povprečja je smiseln zaradi tiste komponente donosnosti delnic, ki ni bila povzročena z nastopom dogodka (t.i. »noise«). Ta komponenta se v vzorcu velikega števila podjetij izniči, tako da lažje ugotovimo učinek nekega dogodka.

V zadnjem koraku seštejemo povprečne reziduale za vse dni znotraj obdobja vplivanja, tako da dobimo kumulativni povprečni rezidual, CAR , ki predstavlja povprečni učinek proučevanega dogodka znotraj vnaprej opredeljenega časovnega intervala na vsa podjetja v vzorcu:

$$CAR = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_t$$

PRILOGA 3

Tabela 2: Povzetek empiričnih študij abnormalne donosnosti delnic ciljnih podjetij v obdobju okoli prevzema (1. del)

ŠTUDIJA	VZOREC		OBDOBJE OPAZOVANJA	REZULTATI (kumulativna abnormalna donosnost oz. CAR)		
	Velikost (N)	Obdobje zajemanja		Podvzorec	Uspešen prevzem	Neuspešen prevzem
Keown, Pinkerton, 1981	N = 194	ZDA: 1975-78	t = -60 do t = +10	Združitev	CAR = 27,04%	
			t = -60 do t = -1	Združitev	CAR = 13,26%	
			t = 0	Združitev	CAR = 12,02%	
			t = +1 do t = +10	Združitev	CAR = 1,76%	
Jensen, Ruback, 1983	Povzetek 13 študij	1956-81		Združitev	CAR = 20%	CAR = -3%
				Ponudba za odkup	CAR = 30%	CAR = -3%
Franks, Harris, 1989	N = 1.814	VB: 1955-85	mesec 0		CAR = 23,30%	
			meseci t = -4 do t = +1	Aritmetična sredina	CAR = 29,70%	
			meseci t = -4 do t = +1	Tehtano povprečje	CAR = 25,80%	
Jarrell, Poulsen, 1989	N = 526	ZDA: 1963-86	od t = -20 do t = +10		CAR = 28,99%	
Brous, Kini, 1993	N = 525	ZDA: 1977-88	od t = -5 do t = R+5, kjer je R datum objave izida poskusa prevzema		CAR = 33,8% / 34,1%	
Servaes, 1991	N = 704	ZDA: 1972-87	od t = -1 do prenehanja kotacije		CAR = 23,64%	

Vir: Keown, Pinkerton, 1981, str. 859-860; Jensen, Ruback, 1983, str. 7-8; Franks, Harris, 1989, str. 233; Jarrell, Poulsen, 1989, str. 16; Brous, Kini, 1993, str. 206; Servaes, 1991, str. 414.

Tabela 2: Povzetek empiričnih študij abnormalne donosnosti delnic ciljnih podjetij v obdobju okoli prevzema (nadaljevanje)

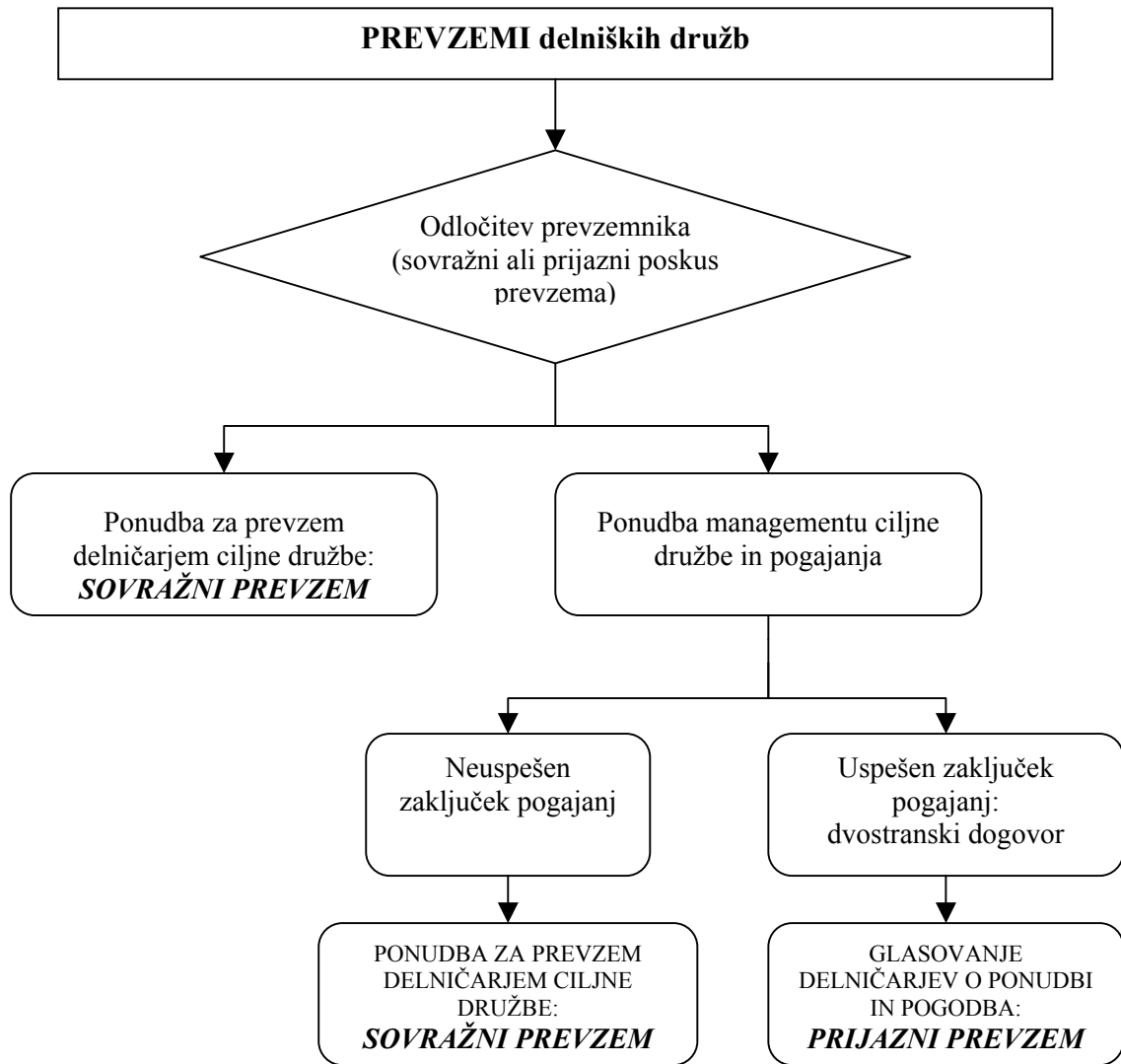
ŠTUDIJA	VZOREC		OBDOBJE OPAZOVANJA	REZULTATI (kumulativna abnormalna donosnost oz. CAR)		
	Velikost (N)	Obdobje zajemanja		Celoten vzorec	Uspešen prevzem	Neuspešen prevzem
Schwert, 1996	N = 1.523	ZDA: 1975-91	t = -42 do t = -1	CAR = 13,3% ^(n.p.)	CAR = 14,3% ^(n.p.)	CAR = 10,0% ^(n.p.)
			t = 0 do t = 126 / prenehanje kotacije	CAR = 10,5% ^(n.p.)	CAR = 15,8% ^(n.p.)	CAR = -7,4% ^(n.p.)
Stulz, Walkling, Song, 1990	N=104	ZDA: 1968-86	od t = -5 do t = R+5, kjer je R datum objave izida poskusa prevzema	CAR = 39,34% ^(***)		
Suk, Sung, 1997	N = 205	ZDA: 1974-87	od t = -5 do t = R +5	CAR = 29,5% ^(***)		
Bris, 2001	N = 2.130	ZDA: 1985-98		N = 2.130	N = 1.475	N = 655
			t = -120 do t = -1	CAR = 9,45% ^(***)	CAR = 9,23% ^(***)	CAR = 9,93% ^(***)
			t=0	CAR = 14,08% ^(***)	CAR = 14,92% ^(***)	CAR = 12,27% ^(***)
	t = +1 do t = 100	CAR = 0,84%	CAR = 2,48%	CAR = -2,82%		
Jabbour, Jalilvand, Switzer, 2000	N=128	Kanada: 1985-95	od t = -60 do t = +25	CAR = 14,06 ^(***)		
			od t = -60 do t = -1	CAR = 7,34% ^(**)		
			od t = 0 do t = + 25	CAR = 6,72% ^(n.p.)		

Legenda: statistično značilno različno od nič pri: ^(**) 5%, ^(***) 1%, ^(n.p.) ni podatka.

Vir: Schwert, 1996, str. 164; Stulz et al., 1990, str. 823; Bris, 2001, str. 9; Jabbour et al., 2000, str. 31-32.

PRILOGA 4

Slika 2: Prijazni in sovražni prevzem



Vir: Bešter, 1995, str. 81.

Tabela 3: Sovražnost prevzema kot determinanta abnormalne donosnosti delnice ciljnega podjetja

ŠTUDIJA	VZOREC		OBDOBJE IZRAČUNA DONOSNOSTI	REZULTATI (kumulativna abnormalna donosnost oz. CAR)	
	Velikost (N)	Obdobje zajemanja		Prijateljski	Sovražni
Servaes, 1991	N = 704	ZDA: 1972-87	od t= -1 do prenehanja kotacije na borzi	N = 577	N = 125
				CAR = 21,89% (***)	CAR = 31,77% (***)
Bris, 2001	N = 2.130	ZDA: 1985-98	t = -120 do t = -1	N = 1.863	N = 267
			t = 0	CAR = 9,36% (***)	CAR = 10,00% (***)
			t = +1 do t = +100	CAR = 13,77% (***)	CAR = 16,23% (***)
			CAR = 0,16%	CAR = 5,69%	
	N = 197 (podvzorec)	ZDA: 1985-98	t = -1 do izida ponudbe za prevzem	N = 154	N = 43
			Premija (povprečje) = 35,40% (n.p.)	Premija (povprečje) = 44,54% (n.p.)	
			Premija (mediana) = 27,80% (n.p.)	Premija (mediana) = 35,80% (n.p.)	
Huang, Walkling, 1987	N = 204	ZDA: 1977-82	od t = -1 do t = 0	CAR = 22,6% (N=99)	CAR = 28,3% (N=27)

Legenda: statistično značilno različno od nič pri: (**) 5%, (***) 1%, (n.p.) ni podatka.

Vir: Servaes, 1991, str. 414; Bris, 2001, str. 9 in 27; Huang, Walkling, 1987, str. 344.

PRILOGA 5

Tabela 4: Število potencialnih konkurentov in konkurenčna ponudba kot determinanta abnormalne donosnosti delnice ciljnega podjetja

ŠTUDIJA	VZOREC		OBDOBJE IZRAČUNA DONOSNOSTI	REZULTATI (kumulativna abnormalna donosnost oz. CAR)						Opomba
	Velikost (N)	Obdobje zajemanja		Podvzorec		Celoten vzorec	Enkratna ponudba	Večkratna ponudba		
								Spremenjena ponudba	Konkurenčne ponudbe	
Franks, Harris, 1989	N = 1.445	VB: 1955-85	VB: mesec 0 VB: meseci -4 do +1	VB	Mesec 0	N = 1.445 21,9%	N = 1.238 20,6% (***)	N = 123 28,7% (***)	N = 84 29,1% (***)	Razlika med donosnostjo v enkratnih in večkratnih ponudbah je statistično značilno različna od nič pri 1%, ne glede na to, ali je prevzemnik spremenil prvotno ponudbo, ali pa je bila podana konkurenčna ponudba s strani novega prevzemnika.
					Meseci -4 do +1	29,7%	27,4% (***)	40,5% (***)	46,6% (***)	
	N = 1.439	ZDA: n.p.	ZDA: meseci -4 do +1	ZDA	Ponudba za odkup + Združitev podjetij	21,6% (n.p.)	20,9% (n.p.)	29,4% (n.p.)		
					Samo ponudbe za odkup	28,1% (n.p.)	35,8% (n.p.)	41,5% (n.p.)		
					Celoten vzorec	En prevzemnik	Več prevzemnikov			
Servaes, 1991	N = 704	ZDA: 1972-87	od t = -1 do prenehanja kotacije na borzi		N = 704 23,6% (***)	N = 500 20,83% (***)	N = 204 30,53% (***)			
Schwert, 1996	N = 1.523	ZDA: 1975-91	od t = -42 do t = -1		N = 1.523 13,3% (n.p.)	N = 1.211 13,4% (n.p.)	N = 312 12,7% (n.p.)			
			od t = 0 do 126 / prenehanja kotacije		10,5% (n.p.)	8,5% (n.p.)	18,2% (n.p.)			
Stulz, Walkling, Song, 1990	N = 104	ZDA: 1968-86	od t = -5 do t = R+5, kjer je R datum objave izida ponudbe za prevzem		N = 104 39,3% (***)	N = 64 35,45% (***)	N = 40 45,58% (***)	Razlika med povprečno abnormalno donosnostjo v obeh podvzorcih je statistično značilno različna od nič pri 5%.		

Legenda: statistično značilno različno od nič pri: (**) 5%, (***) 1%, (n.p.) ni podatka.

Vir: Franks, Harris, 1989, str. 239-240; Servaes, 1991, str. 414; Schwert, 1996, str. 164; Stulz et al., 1990, str. 823.

PRILOGA 6

Tabela 5: Trgovanje na podlagi notranjih informacij kot determinanta abnormalne donosnosti delnice ciljnega podjetja (1.del)

ŠTUDIJA	VZOREC		OBDOBJE IZRAČUNA DONOSNOSTI	REZULTATI (kumulativna abnormalna donosnost oz. CAR)			OPOMBA
	Velikost (N)	Obdobje zajemanja		Vsi dnevi	Dnevi s trgovanjem na podlagi notranjih informacij	Dnevi brez trgovanja na podlagi notranjih informacij	
Keown, Pinkerton, 1981	N = 194	ZDA: 1975-78	od t = - 60 do t = +10	27,0% (n.p.)	n.p.	n.p.	AR so pozitivni v 26 izmed zadnjih 27 dni pred objavo in so zadnjih 11 dni statistično značilno različni od nič pri st. značilnosti 10%, zadnjih 5 dni pa celo pri stopnji značilnosti 5%. Avtor ugotavlja, da se je hitri rasti CAR pred objavo prevzema pridružilo izrazito povečanje v obsegu trgovanja z delnicami ciljnih podjetij, vendar ne s strani registriranih oseb z dostopom do notranjih informacij, temveč s strani tretjih oseb, saj je možnost odkritja tako ustrezno manjša.
			od t = -60 do t = -1	13,3% (n.p.)	n.p.	n.p.	
			od t = -11 do t = -1	10,0% (n.p.)	n.p.	n.p.	

Legenda: AR – povprečni rezidual oz. povprečna dnevna abnormalna donosnost; n.p. – ni podatka.

Vir: Keown, Pinkerton, 1981, str. 859-866.

Tabela 5: Trgovanje na podlagi notranjih informacij kot determinanta abnormalne donosnosti delnice ciljnega podjetja (nadaljevanje –2.del)

ŠTUDIJA	VZOREC		OBDOBJE IZRAČUNA	REZULTATI (kumulativna abnormalna donosnost oz. CAR)			OPOMBA
	Velikost (N)	Obdobje zajemanja	DONOSNOSTI	Vsi dnevi	Dnevi s trgovanjem na podlagi notranjih informacij	Dnevi brez trgovanja na podlagi notranjih informacij	
Jabbour, Jalilvand, Switzer, 2000	N = 128	Kanada: 1985-95	od t = -60 do t = -1	7,3% (**)			<p>Povprečni CAR za dneve na intervalu [-60,0], v katerih je prišlo do trgovanja na podlagi notranjih informacij, je 18,36%, kar je 14,65 odstotnih točk več, kot je znašal povprečni CAR za dneve brez trgovanja na podlagi notranjih informacij. Razlika med obema povprečjema je statistično značilno različna od nič pri stopnji značilnosti 0,1%.</p> <p>Sklep: v obdobju pred objavo prevzema prihaja do večje rasti tečaja delnice ciljnega podjetja na tiste dneve, za katere je kasneje ugotovljeno trgovanje na podlagi notranjih informacij. Vendar to ni edini vzrok CAR v predponudbenem obdobju. Trgovanje na podlagi notranjih informacij je pomembna določljivka rasti tečaja delnice v zgodnejšem obdobju predponudbenega obdobja (t = -57 do t = -12). V dneh bližje objavi ponudbe za prevzem do trgovanja prihaja zato, ker so bili investitorji javno seznanjeni - preko »Ontario Securities Comission Bulletin« - o poslih na podlagi notranjih informacij in so z delnicami ciljnih podjetij zato začeli trgovati tudi sami.</p>
			od t = -60 do t = 0	12,3% (***)	18,4% (***)	3,7% (***)	

Legenda: statistično značilno različno od nič pri: (***) 5%, (***) 1%, (n.p.) ni podatka.

Vir: Jabbour et al., 2000, str. 31, 36.

Tabela 5: Trgovanje na podlagi notranjih informacij kot determinanta abnormalne donosnosti delnice ciljnega podjetja (nadaljevanje –3.del)

ŠTUDIJA	VZOREC		OBDOBJE IZRAČUNA DONOSNOSTI	REZULTATI (kumulativna abnormalna donosnost oz. CAR)			
	Velikost (N)	Obdobje zajemanja		Vsi dnevi	Dnevi s trgovanjem na podlagi notranjih informacij	Dnevi brez trgovanja na podlagi notranjih informacij	OPOMBA
Schwert, 1996	N = 1.523	ZDA: 1975-91	od t = -42 do t = -1	13,3% (n.p.)	n.p.	n.p.	<p>Predponudbena rast tečaja je visoka za vse proučevane podvzorce (glej naslednji odstavek). CAR je v povprečju znašal 13,3%. Bil je statistično značilno višji od povprečja v primeru kasneje odkritega trgovanja na podlagi notranjih informacij (18,3%) oz. statistično značilno nižji od povprečja, kadar ni bil zaradi trgovanja na podlagi notranjih informacij nihče kazensko preiganjan (12,8%).</p> <p>Oblikovani podvzorci:</p> <p>(1) Uspeh prevzema: DA / NE; (2) Objava novice, ki namiguje na prevzem, pred samo objavo ponudbe za prevzem: DA/NE; (3) Uporaba strupenih tabletk: DA / NE; (4) Več prevzemnikov: DA / NE; (5) Javna ponudba za prevzem ali združitev, (6) Metoda plačila: Gotovina / Zamenjava delnic; (7) Kasneje odkrito trgovanje na podlagi notranjih informacij: DA / NE.</p>

Legenda: statistično značilno različno od nič pri: (**) 5%, (***) 1%, (n.p.) ni podatka.

Vir: Schwert, 1996, str.164-195.

PRILOGA 7

Tabela 6: Metoda prevzema (Ponudba za odkup Vs. Drugo) kot determinanta abnormalne donosnosti delnice ciljnega podjetja

ŠTUDIJA	VZOREC		OBDOBJE IZRAČUNA DONOSNOSTI	REZULTATI (kumulativna abnormalna donosnost oz. CAR)			
	Velikost (N)	Obdobje zajemanja		Podvzorec	Ponudba za odkup	Drugo (združitev, tekmovanje za pooblastila delničarjev,...)	
Franks, Harris, 1989	VB: N = 1.814 ZDA: N = 1.439	VB: 1955-85 ZDA: 1955-84			Mesec 0		
			VB: mesec 0	VB	CAR = 24,0% (**)	CAR = 14,8% (**)	
			ZDA: mesec 0	ZDA	CAR = 23,3% (**)	CAR = 14,7% (**)	
					Meseci -4 do +1		
			VB: meseci -4 do +1	VB	CAR = 30,1% (**)	CAR = 20,0% (**)	
		ZDA: meseci -4 do +1	ZDA	CAR = 34,9% (**)	CAR = 20,7% (**)		
					Ponudba za odkup	Združitev podjetij	Tekmovanje za pooblastila delničarjev
Jensen, Ruback, 1983	Povzetek 13 empiričnih študij	1956-81	n.p.	Uspešen	CAR = 30% (n.p.)	CAR = 20% (n.p.)	CAR = 8% (n.p.)
			n.p.	Neuspešen	CAR = -3% (n.p.)	CAR = -3% (n.p.)	CAR = 8% (n.p.)
Schwert, 1996	N = 1.523	ZDA: 1975 -91	od t =- 42 do t = -1	/	CAR = 15,6% (n.p.)	CAR = 11,9% (n.p.)	/
			od t = 0 do t = 126 ali prenehanja kotacije	/	CAR = 20,1% (n.p.)	CAR = 4,9% (n.p.)	/
					Ponudba za odkup	Združitev podjetij	Nerazkrito
Huang, Walkling, 1987	N = 204	ZDA: 1977-82	od t = -1 do t = 0		CAR = 27,5% (n.p.)	CAR = 22,6% (n.p.)	CAR = 16,7% (n.p.)

Legenda: statistično značilno različno od nič pri: (**) 5%, (***) 1%, (n.p.) ni podatka.

Vir: Franks, Harris, 1989, str. 237; Jensen, Ruback, 1983, str. 7-8; Schwert, 1996, str. 165; Huang, Walkling, 1987, str. 344.

Tabela 7: Metoda plačila kot determinanta abnormalne donosnosti delnice ciljnega podjetja

ŠTUDIJA	VZOREC		OBDOBJE IZRAČUNA DONOSNOSTI	REZULTATI (kumulativna abnormalna donosnost oz. CAR)		
	Velikost (N)	Obdobje zajemanja		Glede na način financiranja		
				Delnice	Denar	Ostalo
Huang, Walkling, 1987	N = 204	ZDA: 1977-82	od t = -1 do t = 0	CAR = 14,4% ^(n.p.)	CAR = 29,3% ^(n.p.)	CAR = 23,3% ^(n.p.)
Masse, Hanrahan, 1990	N = 80	Kanada: 1984-87	od t=-10 do t=+10	N = 45 CAR = 2,94%	N = 35 CAR = 23,45% ^(***)	/
Servaes, 1991	N = 704	ZDA: 1972-87	od t=-1 do prenehanja kotacije	N = 180 CAR = 20,47% ^(***)	N = 408 CAR = 26,67% ^(***)	N = 100 CAR = 21,05% ^(***)
Schwert, 1996	N = 1.523	ZDA: 1975-91	od t = -42 do t = -1	N = 254 CAR = 9,2% ^(n.p.)	N = 931 CAR = 14,1% ^(n.p.)	N = 338 n.p.
			od t=0 do 126 / prenehanja kotacije	CAR = 7,7% ^(n.p.)	CAR = 14,2% ^(n.p.)	n.p.
Suk, Sung, 1997	N = 205	ZDA: 1974-87	od t=-5 do t=K+5	N = 64 CAR = 19,6% ^(***)	N = 141 CAR = 33,9% ^(***)	/
Draper, Paudyal, 1999	N = 581	VB: 1988-96	od t=-20 do t=20	N = 124 CAR = 10,42% ^(**)	N = 197 CAR = 15,21% ^(**)	N = 115 CAR = 19,79% ^(**)
			od t=-10 do t=10	CAR = 8,09% ^(**)	CAR = 13,83% ^(**)	CAR = 17,03% ^(**)
			od t=-5 do t=5	CAR = 7,84% ^(**)	CAR = 12,03% ^(**)	CAR = 15,00% ^(**)
			od t=-3 do t=3	CAR = 5,42% ^(**)	CAR = 9,13% ^(**)	CAR = 13,98% ^(**)
			od t=-1 do t=1	CAR = 3,28% ^(**)	CAR = 8,90% ^(**)	CAR = 12,06% ^(**)
			od t=-2 do t=0	CAR = 5,81% ^(**)	CAR = 8,90% ^(**)	CAR = 12,53% ^(**)
Da Silva Rosa, Izan, Steinbeck, Walter, 2000	N = 240	ZDA: 1988-96	od t= 0 do t=+1	N = 27 CAR = 7,02% ^(***)	N = 54 CAR = 6,7% ^(***)	/
			od t=-4 do t= +2	CAR = 8,15% ^(**)	CAR = 10,09% ^(***)	/

Legenda: statistično značilno različno od nič pri: ^(**) 5%, ^(***) 1%, ^(n.p.) ni podatka.

K – datum objave končne ponudbe

Vir: Huang, Walkling, 1987, str. 344; Masse, Hanrahan, 1990, str. 102-124; Servaes, 1991, str. 414; Schwert, 1996, str. 165; Suk, Sung, 1997, str. 595; Draper, Paudyal, 1999, str. 540, Da Silva Rosa et al., 2000, str. 67-94.

Tabela 8: Metoda plačila in metoda prevzema kot determinanti abnormalne donosnosti delnice ciljnega podjetja

ŠTUDIJA	VZOREC		OBDOBJE IZRAČUNA DONOSNOSTI	REZULTATI (kumulativna abnormalna donosnost oz. CAR)			
	Velikost (N)	Obdobje zajemanja		Glede na metodo prevzema in način financiranja			
				Združitev		Ponudba za odkup	
				Delnice	Denar	Delnice	Denar
Masse, Hanrahan, 1990	N = 80	Kanada: 1984-87		N = 32	N = 11	N = 13	N = 24
od t=-10 do t=+10			CAR=1,68%	CAR=20,0% (***)	CAR=6,13% (*)	CAR =24,25% (***)	
Suk, Sung, 1997	N = 205	ZDA: 1974-87		N = 64	N = 38	/	N = 103
od t = -5 do t = K+5			CAR=19,6% (***)	CAR=26,3% (***)	/	CAR=36,7% (***)	

Legenda: statistično značilno različno od nič pri: (*) 10%, (**) 5%, (***) 1%, (n.p.) ni podatka.

K – datum objave končne ponudbe

Vir: Masse, Hanrahan, 1990, str. 102-124; Suk, Sung, 1997, str. 595.

Tabela 9: Povezanost med metodo plačila in metodo prevzema v izbranih empiričnih študijah – velikosti podvorcev (število ciljnih podjetij)

ŠTUDIJA		Združitev podjetij	Ponudba za odkup	Neznano	Skupaj
Travlos, 1987	Delnice	60	0	/	60
	Denar	64	36	/	100
	Kombinirano	2	5	/	7
	Skupaj	126	41	/	167
Suk, Sung, 1997	Delnice	64	0	/	64
	Denar	38	103	/	141
	Skupaj	102	103		205
Huang, Walkling, 1987	Delnice	32	0	0	32
	Denar	33	59	9	101
	Kombinirano	23	8	5	36
	Nerazkrito	13	7	15	35
	Skupaj	101	74	29	204

Vir: Travlos, 1987, str. 948; Suk, Sung, 1997, str. 595; Huang, Walkling, 1987, str. 341.

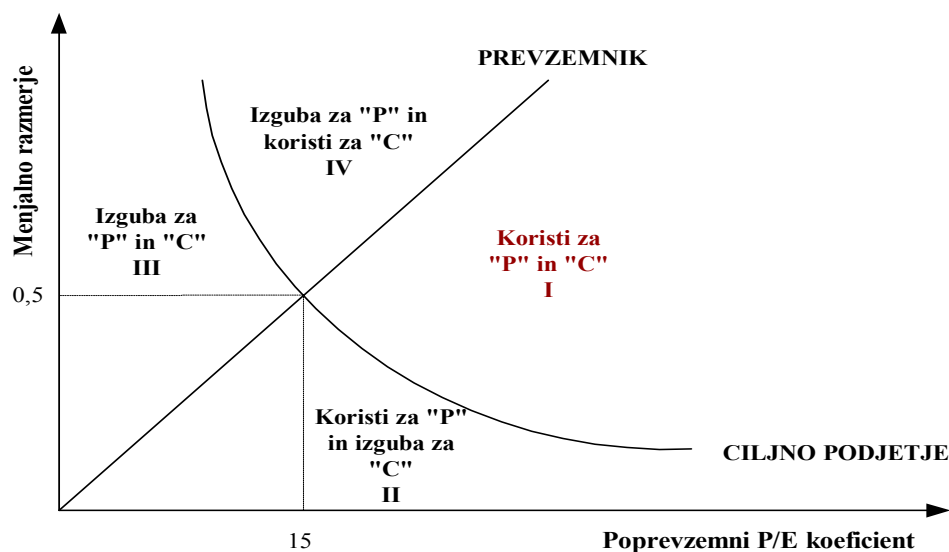
PRILOGA 8

Tveganje napačne ocene vrednosti ciljnega podjetja s strani prevzemnika (»valuation risk«) in metoda plačila

Menjalno razmerje, opredeljeno kot število delnic, ki jih prevzemnik ponudi za vsako delnico ciljnega podjetja, določa, kako se bo dodana vrednost, ustvarjena s prevzemom, razdelila med delničarje ciljnega in prevzetega podjetja. To ne pomeni le delitev morebitnih koristi, temveč tudi morebitnih izgub, ki nastanejo s prevzemom. To seveda pomeni, da bo prevzemnik za delnice ciljnega podjetja ponudil denar takrat, kadar bo višina P/E koeficienta (razmerje med tržno ceno delnice in čistim dobičkom na delnico) podjetja, ki bo ostalo po prevzemu, negotova, medtem ko bo v primeru pričakovanja visokega P/E koeficienta ponudil denar oz. zelo nizko menjalno razmerje. Interesi delničarjev ciljnega podjetja so interesom prevzemnika ravno nasprotni, kar pomeni, da bo prevzemnik ponudil denar ravno takrat, ko bi si delničarji ciljnega podjetja kot plačilno sredstvo najbolj želeli njegove delnice in obratno.

V spodnji sliki so prikazane raznovrstne kombinacije pričakovane vrednosti P/E koeficienta podjetja, ki bo ostalo po prevzemu, in višine menjalnega razmerja med delnicami prevzemnega in ciljnega podjetja, ki ga lahko ponudi prevzemnik. Črta z imenom »Prevzemnik« prikazuje maksimalno menjalno razmerje, ki si ga ob dani napovedi P/E koeficienta še lahko privošči prevzemnik, da ne utрпи izgube, črta z imenom »Ciljno podjetje« pa minimalno menjalno razmerje, še sprejemljivo za delničarje ciljnega podjetja. Če naj bo prevzem koristen za delničarje obeh v prevzemu udeleženih podjetij, mora imeti lastnosti, ki veljajo za I. kvadrant.

Slika 3 : Vpliv menjalnega razmerja in velikosti P/E koeficienta po prevzemu na razdelitev koristi med delničarje prevzemnega in ciljnega podjetja



Legenda: "P" - prevzemno podjetje; "C" - ciljno podjetje

Vir: Sudarsanam, 1995, str. 186.

Slika 3 temelji na računskih podatkih, prikazanih v Tabeli 10, ki bralcu lahko pomaga pri interpretaciji gornjega grafikona. Izračuni so narejeni na primeru dveh podjetij, ki imata vsako izdanih po 2 milijona delnic in pred prevzemom ustvarjata vsako po 2 milijona denarnih enot čistega dobička, in temeljijo na predpostavki, da bo združeno podjetje ustvarjalo 4 milijone denarnih enot čistega dobička letno. Kakšna bo vrednost P/E koeficienta takšnega podjetja, je seveda odvisno od števila delnic, le-tega pa določa menjalno razmerje, uporabljeno ob prevzemu.

Tabela 10.: Vrednost podjetij po prevzemu v odvisnosti od velikosti P/E koeficienta po prevzemu in menjalnega razmerja (v milijonih denarnih enot)³

MR	Podjetje	Poprevzemna vrednost "P" in "C" (v milijonih d.e.) pri P/E			Število delnic združenega podjetja
		10	15	20	
0,5	Prevzemnik (P)	26,7	40,0	53,3	30.000.000
	Ciljno podjetje (C)	13,3	20,0	26,7	
1	Prevzemnik (P)	20,0	30,0	40,0	40.000.000
	Ciljno podjetje (C)	20,0	30,0	40,0	
1,5	Prevzemnik (P)	16,0	24,0	32,0	50.000.000
	Ciljno podjetje (C)	24,0	36,0	48,0	

Legenda: "P" - prevzemno podjetje; "C" - ciljno podjetje; MR – menjalno razmerje

Vir: Sudarsanam, 1995, str. 184.

³ Izračuni v Tabeli 10 temeljijo na naslednjih podatkih:

Podjetje	Čisti dobiček, (v milijonih d.e.)	Število delnic	Vrednost podjetja (v milijonih d.e.)
Prevzemnik (P)	$NI_P = 2,00$	$N_P = 20.000.000$	$V_P = 40,00$
Ciljno podjetje (C)	$NI_C = 2,00$	$N_C = 20.000.000$	$V_C = 20,00$
Združeno podjetje (PC)	$NI_{PC} = 4,00$	$N_{PC} = N_P + N_P * MR$	$V_{PC} = P/E * NI_{PC}$ $V_{P, po\ prevzemu} = (N_P / N_{PC}) * V_{PC}$ $V_{C, po\ prevzemu} = [(N_C * MR) / N_{PC}] * V_{PC}$

Legenda:

P	prevzemnik	NI_P	čisti dobiček prevzemnika	N_P	število delnic prevzemnika	V_P	vrednost prevzemnika
C	ciljno podjetje	NI_C	čisti dobiček ciljnega podjetja	N_C	število delnic ciljnega podjetja	V_C	vrednost ciljnega podjetja
PC	združeno podjetje	NI_{PC}	čisti dobiček združenega podjetja	N_{PC}	število delnic združenega podjetja	V_{PC}	vrednost združenega podjetja
				MR	menjalno razmerje	P/E	količnik med tečajem delnice in čistim dobičkom na delnico združenega podjetja

Vir: Sudarsanam, 1995, str. 184.

SLOVAR TUJIH IZRAZOV

acquisition of assets – prevzem z odkupom premoženja

acquisition of stock – prevzem z odkupom delnic

bidder – prevzemnik oz. prevzemno podjetje

clean period – referenčno obdobje

consolidation – spojitev

cumulative abnormal return – kumulativna abnormalna donosnost

event date – datum nastopa dogodka

event period – obdobje vplivanja nekega dogodka na tečaj delnice izbranega podjetja

event study - študija dogodkov

event window – opazovano obdobje

high valuation type – prevzemnik, ki si od prevzema obeta visoke sinergične učinke

insider trading-information leakage hypothesis – hipoteza trgovanja na podlagi notranjih informacij oz. hipoteza uhajanja informacij v javnost

low valuation type – prevzemnik, ki si od prevzema obeta nizke sinergične učinke

management entrenchment argument – ograditev managementa

market adjusted return method – metoda tržno prilagojene donosnosti

market anticipation hypothesis – hipoteza pričakovanja trga

market model method – model kapitalskega trga

markup – dvig tečaja delnice ciljnega podjetja, ki se začne s prvim dnevom objave informacije v zvezi s prevzemom in traja do trenutka, ko je vsa negotovost v zvezi z izidom prevzema odpravljena, krajše imenovan poponudbeni porast tečaja

markup pricing hypothesis – hipoteza pribitka na tečaj delnice ob objavi ponudbe

mean adjusted return method - metoda povprečne prilagojene donosnosti

merger – združitev podjetij

noise trading – neinformirano trgovanje

post-bid markup period – obdobje po prvi formalni objavi prevzema

pre-bid runup period – obdobje pred prvo formalno objavo prevzema

residual analysis – analiza rezidualov

runup – dvig tečaja delnice ciljnega podjetja pred prvo uradno objavo informacije v zvezi s prevzemom, krajše imenovan predponudbeni porast tečaja

substitution hypothesis – substitucijska hipoteza

takeover – prevzem oz. prenos nadzora nad podjetjem z ene skupine delničarjev nad drugo

takeover announcement – objava informacije v zvezi s prevzemom

takeover method – metoda prevzema

target company – ciljno podjetje

tender offer – ponudba za odkup

toehold – začetni lastniški delež prevzemnika v ciljnem podjetju

valuation risk – tveganje napačne ocene vrednosti ciljnega podjetja