UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

IZBIRA MED JAVNO IN NEJAVNO PONUDBO NOVE IZDAJE DELNIC – PRIMER SLOVENIJE

Ljubljana, junij 2006 UROŠ JEROVŠEK

IZJAVA

Študent Uroš Jerovšek izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Petra Groznika in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 06. 06. 2006 Podpis: _____

Kazalo

1 Uvod ... 1
2 Asimetrija informacij ... 2
3 Teorija vrstnega reda financiranja ... 3
4 Primarne in sekundarne izdaje vrednostnih papirjev ... 6
4.1 Pogodbene oblike in proces primarne javne izdaje vrednostnih papirjev ... 6
4.1.1 Pogodba trdne zaveze ... 7
4.1.2 Pogodba najboljšega napora ... 7
4.2 Stroški izdaje ... 8
4.3 Podcenjenost začetne primarne izdaje vrednostnih papirjev ... 9
4.3.1 Hipoteza prekletstva zmagovalca ... 9
4.3.2 Hipoteza dragega zbiranja informacij ... 9
4.3.3 Hipoteza domino učinka ... 10
4.3.4 Hipotezo signaliziranja ... 10
4.4 Začetne primarne izdaje delnic v zadnjem času ... 10
4.5 Javne ponudbe sekundarnih izdaj lastniških vrednostnih papirjev ... 12
4.5.1 Izbira prevzemnika izdaje in učinek objave pri sekundarnih izdajah delnic ... 12
4.5.2 Hipoteza sprememb v sestavi izdajateljev ... 13
4.5.3 Hipoteza terminske prodaje delnic ... 13
4.5.4 Hipoteza "dobrih spominov" ... 13
4.5.5 Hipoteza naraščajoče moči investicijskih bankirjev ... 14
4.6 Terminsko trgovanje z delnicami izdajatelja ... 14
4.7 Asimetrija informacij kot strošek pri izdaji delnic ... 15
5 Javne in nejavne ponudbe sekundarnih izdaj lastniških vrednostnih papirjev ... 16
6 Zakonska ureditev izdaj vrednostnih papirjev v Sloveniji ... 17
6.1 Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1) ... 17
6.2 Javna ponudba vrednostnih papirjev ... 18
6.3 Nejavna ponudba in omejitve trgovanja z vrednostnimi papirji ... 18
6.4 Agencija za trg vrednostnih papirjev ... 18
7 Pregled primarnega trga vrednostnih papirjev v Sloveniji med letoma 1994 in 2004 ... 19
7.1 Javni primarni trg vrednostnih papirjev v Sloveniji ... 20
7.1.1 Bančni primarni trg vrednostnih papirjev ... 20
7.1.2 Podjetniški primarni trg vrednostnih papirjev ... 20
7.1.3 Javni primarni trg vrednostnih papirjev v Sloveniji v letu 2004 ... 21
7.2 Nejavni primarni trg vrednostnih papirjev v Sloveniji ... 21
7.2.1 Bančni primarni trg vrednostnih papirjev ... 22
7.2.2 Podjetniški primarni trg vrednostnih papirjev ... 22
7.2.3 Nejavni primarni trg vrednostnih papirjev v Sloveniji v letu 2004 ... 23
8 Analiza javnih in nejavnih ponudb delnic nefinančnih izdajateljev na primarnem trgu vrednostnih papirjev v Sloveniji ... 23
8.1 Podatki ... 24
8.1.1 Pregled izdajateljev po področjih dejavnostih glede na Standardno klasifikacijo dejavnosti (SKD). 25
8.1.2 Uvrščenost delnic izdajateljev na organizirani trg vrednostnih papirjev ... 26
8.1.3 Velikost izdaje novih delnic ... 26
8.1.4 Finančni podatki izdajateljev ... 27
8.2 Teoretična izhodišča in hipoteze ... 28
8.2.1 Asimetrija informacij med podjetjem in investitorji ... 28
8.2.2 Velikost izdaje novih delnic ... 29
8.2.3 Likvidnost delnic na trgu kapitala ... 30
8.2.4 Uspešnost poslovanja ... 30
8.3 Model ... 31
8.4 Rezultati ... 32
8.5 Omejitve in slabosti analize ... 34
9 Sklep ... 34
Literatura ... 36
Viri ... 38

1 Uvod

Podjetja se pri svojem poslovanju velikokrat soočijo z vprašanjem, kako financirati nadaljnjo rast podjetja, kako priskrbeti finančna sredstva za nove investicije in v nekaterih primerih tudi, kako zagotoviti finančna sredstva za nadaljnji obstoj podjetja. Izbirajo lahko med financiranjem s finančnimi sredstvi, ki jih je podjetje sposobno ustvariti s svojim poslovanjem, lahko pa se odločijo za financiranje iz zunanjih virov. V prvem primeru podjetja lahko uporabijo zadržane dobičke iz preteklih let, v drugem primeru pa imajo na voljo več oblik; lahko se odločijo za najem kreditov pri bankah ali pa nastopijo na primarnem trgu kapitala z izdajo obveznic ali izdajo lastniških vrednostnih papirjev oziroma delnic. Če se podjetje odloči za izdajo delnic, lahko nove delnice ponudi nedoločenemu krogu investitorjev z javno ponudbo ali pa z nejavno tistim investitorjem, ki so vnaprej znani in o podjetju dobro poučeni.

Dejavnikov, ki vplivajo na odločitev podjetja za javno ali nejavno ponudbo novih delnic, je več in v diplomski nalogi identificiram tiste, ki imajo najpomembnejši vpliv na končno odločitev. Glavni namen diplomske naloge je z empirično analizo razširiti razumevanje obnašanja posameznega podjetja pri vstopu na primaren trg kapitala ob izdaji novih lastniških vrednostnih papirjev. Hkrati želim potrditi veljavnost teoretičnih izhodišč in hipotez za slovenski primarni trg kapitala.

V prvih dveh poglavjih predstavljam asimetrijo informacij in teorijo vrstnega reda financiranja kot dve pomembnejši teoriji, ki pojasnjujeta kapitalsko strukturo podjetja. Teoriji predstavljata dobro začetno točko ugotavljanja možnih dejavnikov izbire podjetij med javno in nejavno ponudbo delnic. V tretjem in četrtem poglavju se osredotočim na mehanizme izdajanja lastniških vrednostnih papirjev. V tretjem poglavju predstavim koncept začetne in naknadne ponudbe delnic ter njune glavne značilnosti in razlike, v četrtem pa naprej razvijem koncept naknadne ponudbe z javno in nejavno ponudbo ter predstavim njune glavne značilnosti.

V petem poglavju predstavljam zakonodajni okvir, ki ga nudi Zakon o trgu vrednostnih papirjev, ter hkrati opredelim razliko med javno in nejavno ponudbo novih delnic, kot jo določa zakon. Na kratko predstavim tudi Agencijo za trg vrednostnih papirjev, ki izvršuje nadzor nad trgom vrednostnih papirjev v Sloveniji ter izdaja dovoljenja za javne ponudbe novih vrednostnih papirjev. Šesto poglavje je namenjeno opisu razvoja slovenskega primarnega trga kapitala med letoma 1994 in 2004.

Sedmo poglavje sestavlja empirična analiza dejavnikov, ki vplivajo na izbiro podjetij pri odločitvi za javno ali nejavno ponudbo novih delnic. Najprej predstavim podatke, ki so uporabljeni v analizi. Podjetja predstavim glede na dejavnost, ki jo opravljajo, in nato glede na uvrščenost podjetja na borzo. Na kratko predstavim podatke o velikosti izdaj ter

na koncu še podatke o finančnih značilnostih podjetij. V naslednjem podpoglavju na kratko povzamem teoretična izhodišča, ki so osnova za postavitev hipotez, nato pa predstavim model, ki služi preverjanju hipotez. Sledi predstavitev rezultatov ter njihova interpretacija, kot zadnje pa povzamem tudi glavne omejitve analize.

Sklepno poglavje povzame vse bistvene ugotovitve diplomske naloge, sledi mu pregled uporabljene literature in virov.

2 Asimetrija informacij

Za številne trge so značilne informacijske razlike med kupci in prodajalci. Na finančnih trgih so informacijske asimetrije še bolj poudarjene. Podjetja, ki se zadolžujejo, poznajo svoje premoženje, industrijske zmožnosti in moralno držo bolje kot njihovi kreditodajalci. Podjetniki prav tako bolje poznajo vrednost projekta za katerega iščejo finančna sredstva. Banke imajo koristi, če poznajo prave značilnosti svojih kreditojemalcev. Neposreden prenos informacij med udeleženci na finančnem trgu ovira moralno tveganje, saj dolžniki praviloma niso popolnoma odkriti o svojih značilnostih, podjetniki prav tako ne o svojih projektih in investicijah. Računajo na pozitivne učinke pretiranega poudarjanja svojih dobrih kvalitet in dobrih strani projekta ali investicije, slabe raje zamolčijo. Potrditev pravih značilnosti s strani tretjih oseb pa je običajno draga ali celo nemogoča (Leland, Pyle, 1977, str. 371–373).

Brez prenosa informacij so trgi lahko neučinkoviti. Medtem ko podjetja poznajo kvaliteto svojih projektov, kreditodajalci ne morejo razlikovati med dobrimi in slabimi projekti. Tržna vrednost zato odraža povprečno vrednost projektov. Če se na trgu oblikuje povprečna vrednost, ki je večja od povprečnih stroškov projektov, potem je možna ponudba projektov z nizko vrednostjo velika. Podjetja namreč vsilijo slabe projekte neinformiranemu trgu in si zagotovijo dobiček.

Z veliko verjetnostjo lahko predpostavimo, da je povprečna vrednost projektov nizka. To ima za posledico, da se zaradi visokih stroškov kapitala opustijo celo projekti, za katere podjetje ve, da si zaslužijo financiranje. Ob prisotnosti asimetrije informacij in kjer je ponudba slabših projektov relativno velika glede na ponudbo dobrih projektov, tam trgi tveganega kapitala ne morejo obstajati.

Za financiranje dobrih podjetij mora obstajati prenos informacij, vendar moralno tveganje preprečuje njihov neposreden prenos. Kljub temu se informacija o dobrem projektu prenese, če se lahko opazuje dejanja podjetij. Primer takega dejanja je pripravljenost posameznika z notranjimi informacijami, da investira lastna finančna sredstva v projekt ali podjetje. Ta pripravljenost služi finančnim trgom kot signal dobrega projekta ali podjetja.

Asimetrija informacij in njen vpliv na odločitve podjetij o financiranju sta med drugim proučevala Brooks in Patel (2000, str. 83–99). Trg se na dobre informacije o podjetju odzove z višjo ceno delnice. Razmerje med odzivom cene delnice na nove izdaje dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev se lahko preučuje s stopnjo asimetrije informacij pred objavo nove izdaje. Razlika med ponudbeno in prodajno ceno delnice se lahko uporabi kot ocena asimetrije informacije oziroma nadomestek za informacijsko okolje podjetja pred objavo nove izdaje, kot jo dojema trg. Pri podjetjih, ki so naznanila novo izdajo delnic ali novo izdajo dolžniških vrednostnih papirjev, je prisotna podobna raven asimetrije informacij pred objavo izdaje.

To nakazuje, da izbira med dolžniškim in lastniškim financiranjem ni povezana z informacijsko asimetrijo. Če drži, da nove ponudbe delnic prenesejo več informacij na trg kot nove ponudbe dolžniških vrednostnih papirjev, potem naj bi bila sprememba v razmerju med ponudbeno in prodajno ceno delnice večja po objavi nove izdaje delnic kot po objavi nove izdaje dolžniških vrednostnih papirjev. Brooks in Patel sta ugotovila, da se razlika med ponudbeno in prodajno ceno delnice pomembno zmanjša pri podjetjih, ki so izdala nove delnice[1], medtem ko se pri podjetjih z izdajo dolžniških vrednostnih papirjev ta razlika ne zmanjša. Trditev, da nove izdaje delnic vsebujejo več informacij kot nove izdaje dolžniških vrednostnih papirjev, je skladna s teoremom Myersa in Majlufa, ki je predstavljen v nadaljevanju.

3 Teorija vrstnega reda financiranja

Teorija vrstnega reda financiranja kapitalske strukture je med najpomembnejšimi teorijami podjetniškega zadolževanja. Podjetja dajejo prednost notranjim virom financiranja pred zunanjimi zaradi problema narobe izbire. Ko so potrebna zunanja sredstva, podjetja raje uporabijo financiranje z zadolževanjem kot z izdajo novega kapitala. Zadolževanje kot način zbiranja finančnih sredstev ima prednost zaradi manjših stroškov informacij (Frank, Goyal, 2003, str. 217–222).

Managerji trdijo, da sledijo vrstnemu redu financiranja pri izbiri sredstev financiranja:

- prva oblika financiranja, ki jo uporabijo podjetja za investicije s pozitivno neto sedanjo vrednostjo, je notranje ustvarjeni denarni tok: čisti dobiček in amortizacija, od česar je odštet znesek izplačanih dividend;
- po izkoriščenih virih notranjega financiranja podjetja posežejo po dolžniških virih financiranja z majhnim tveganjem – to je zavarovan dolg;
- ko so viri zavarovanja izkoriščeni, podjetja posežejo po bolj tveganem nezavarovanem zadolževanju;

[1] To drži tako na kratek kot na dolgi rok.

- naslednji vir so zamenljivi vrednostni papirji in prednostne delnice;
- podjetja izdajo navadne delnice šele na koncu;
- podjetja znižajo dividende kot zadnji ukrep.

Myers in Majluf (1984, str. 187–221) sta razvila model, ki pojasnjuje zgornji vrstni red. Vemo, da vrednost podjetja izvira iz sredstev podjetja in iz investicijskih priložnosti oziroma priložnosti za rast:

$$V = A + NPVGO; \qquad (1)$$

kjer V označuje vrednost podjetja, A označuje sredstva podjetja in $NPVGO$ neto sedanjo vrednost priložnosti za rast. Predpostavimo, da investitorji ne poznajo vrednosti A; pričakujejo, da bo enaka A_H z verjetnostjo q in A_L z verjetnostjo $1 - q$, tako da v povprečju velja:

$$E(A) = q\, A_H + (1 - q)A_L = A_0 \qquad (2)$$

Vendar managerji poznajo pravo vrednost njihovega podjetja. Priložnostna investicija zahteva investicijo I_0, ki ima sedanjo vrednost R_1, tako da je $NPV = R_1 - I_0 > 0$. Predpostavljamo, da podjetje nima dovolj denarja za financiranje I_0 in da mora zato izdati nove delnice. Če obstajajo simetrične informacije, podjetje izda n novih delnic, tako da velja:

$$n/(N+n)\, [A + R_1] = I_0; \qquad (3)$$

kjer $n/(N+n)$ predstavlja delež v celotnem podjetju, ki je bil prodan novim delničarjem. Ker vrednost sredstev ni znana, jo investitorji vrednotijo po pričakovani vrednosti A_0. Zato morajo managerji izdati dovolj delnic n, tako da velja:

$$n/(N+n) = I_0/(A_0 + R_1); \qquad (4)$$

Pri tem je pomembno, da je število novo izdanih delnic n odvisno od tržne ocene sredstev podjetja A_0 in ne od prave vrednosti A. Prodaja po povprečni ceni pomeni, da bodo podjetja s sredstvi, ki presegajo povprečno vrednost, prodajala novoizdane delnice po prenizki ceni. Na drugi strani bodo podjetja s slabšimi sredstvi lahko prodala nove delnice po visoki ceni, ki bo presegala njihovo pravo vrednost.

Pod predpostavko o tveganju nenaklonjenih investitorjev bodo le-ti zahtevali premijo za tveganje zaradi negotovosti, povezani z asimetrijo informacij. Obstoječi delničarji bodo podprli izdajo novih delnic, dokler bo vrednost njihovega zmanjšanega deleža v povečanem podjetju (za investicijo na eni in z novimi delnicami na drugi strani) večja od vrednosti trenutnega deleža v podjetju pred investicijo.

$N/[n(A_0)+N]\ (A + R_1) > A;$ (5)

Upoštevamo, da obstoječi delničarji pravilno vrednotijo svoj delež z A.

Rezultat je, da so podjetja, ki so boljša od povprečja, prisiljena prodati podcenjene delnice. Obratno velja za podjetja, ki so slabša od povprečja; ta prodajo nove delnice po previsoki ceni.

Managerji dobrih podjetij ne bodo investirali v dobičkonosen projekt, če je neto sedanja vrednost nove investicije manjša od prenosa vrednosti k novim delničarjem. Ko podjetje izda nove delnice, njihova cena pade, kajti nova izdaja signalizira, da je cena ob izdaji delnice verjetno previsoka. To tudi pojasnjuje, zakaj je v teoriji vrstnega reda financiranja izdaja novih delnic na koncu vrstnega reda.

Z empiričnimi študijami je preverjeno, da je večina investicij podjetij financiranih z zadržanimi dobički (notranji lastniški kapital) in delno z zadolževanjem; nove izdaje delnic igrajo majhno vlogo. V povprečju le 2 odstotka ameriških podjetij izda nove delnice, čeprav se odstotek povečuje v zadnjih letih. Mayer (1990, str. 312) ugotavlja, da so podjetja v ZDA v obdobju 1975–1985 61,9 odstotkov svojih potreb po zunanjem financiranju pokrila s posojili, z obveznicami 30 odstotkov ter z delnicami le 2,1 odstotka, kar še vedno kaže na prevladujočo vlogo kreditnega financiranja.

Tudi Fama in French (2000, str. 1–6) ugotavljata v skladu s teorijo vrstnega reda financiranja, da bolj dobičkonosna podjetja z manj investicijami izplačujejo višje dividende. Bolj dobičkonosna podjetja so tudi manj zadolžena. Podjetja z več investicijami imajo nižje dolgoročno zasledovane dividende, ki se ne spreminjajo skladno s kratkoročnimi variacijami v investicijah. Kot predvideva teorija vrstnega reda financiranja, se kratkoročne variacije investicij in prihodkov bolj ali manj absorbirajo z dolgom.

Teorija vrstnega reda financiranja predvideva, da so podjetja, ki izdajo nov lastniški kapital, že na robu možnega zadolževanja in z relativno velikim deležem dolga v strukturi financiranja. Študije ugotavljajo, da se razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom načeloma ne poveča pred izdajo novih delnic. Loughran in Ritter (2000, str. 20) v študiji ugotavljata, da je v letu pred izdajo delnic, 49 odstotkov podjetij v njuni raziskavi povečalo delež dolga med celotnimi obveznostmi. Mediana deleža dolga med celotnimi obveznostmi je bila le 28 odstotkov. To pojasnjujeta v okviru hipoteze okna priložnosti. Podjetja naj bi izdala nove delnice, ko so te precenjene, s čimer pojasnita vzorce, ki jih teorija vrstnega reda financiranja ne more:

- delnice izdajateljskih podjetij realizirajo nizke donose po izdaji;
- veliko podjetij izda nove delnice, kljub temu, da v to niso prisiljene.

Za razliko od statične teorije vrstnega reda financiranja, kjer je izbira med notranjimi viri, zunanjim zadolževanjem in zunanjim lastniškim vedno ista, dinamična teorija vrstnega reda financiranja predpostavlja, da je občasno vrstni red ravno obraten in takrat podjetje izda nove delnice. S hipotezo okna priložnosti zagovarjata, da močno precenjeno podjetje izda nove delnice in s tem izkoristi ugoden trenutek za povečanje finančnega zalogaja. V nekaterih letih je le malo podjetij precenjenih in takrat je novih izdaj manj. Kadar je precenjenih podjetij veliko, je novih izdaj dosti več, katerim sledi razočaranje ob slabem poslovanju in nizkih donosih izdajateljskih podjetij (Loughran, Ritter, 1997, str. 20).

4 Primarne in sekundarne izdaje vrednostnih papirjev

Terminologija, ki zadeva izdajanje lastniških vrednostnih papirjev, v slovenskem jeziku ni popolnoma primerljiva z angleškimi izrazi, ki so v uporabi v strokovni literaturi. Za primarno javno ponudbo delnic podjetja, ki v preteklosti še ni izdalo delnic, se v strokovni literaturi v angleškem jeziku uporablja izraz *initial public offering (IPO).* To prevedemo kot *primarna* ali *začetna javna ponudba*. Vsaka naslednja izdaja delnic podjetja, ki je že izvedlo začetno javno ponudbo, se angleško imenuje *seasoned equity offering (SEO)* oziroma v slovenskem prevodu *sekundarna* ali *naknadna javna ponudba*.

Slovenska terminologija uporablja izraz primarna javna prodaja za izdaje delnic, ki so v svojem bistvu lahko *IPO* ali *SEO*. V Sloveniji do sedaj še ni bilo prave začetne javne ponudbe delnic, saj so podjetja, ki so izvedla ponudbo nove izdaje lastniških vrednostnih papirjev, delnice v preteklosti že izdale kot del procesa lastninskega preoblikovanja. Primarno izdajo delnic kot dela lastninskega preoblikovanja podjetij pa ne moremo šteti za izdajo delnic v pravem pomenu, saj podjetja na ta način niso zbrala dodatnih finančnih sredstev za svoje delovanje, temveč se je z izdajo delnic le določilo lastništvo podjetja. Kljub temu Agencija za trg vrednostnih papirjev uporablja izraz primarna javna prodaja za prodaje delnic podjetij, ki so že izvedla[2] začetno oziroma prvo javno prodajo delnic, kar je enako angleškemu pojmu *seasoned equity offering*.

4.1 Pogodbene oblike in proces primarne javne izdaje vrednostnih papirjev

Podjetja, ki gredo v javno izdajo novih vrednostnih papirjev, se lahko za sodelovanje z investicijsko banko odločijo za pogodbo trdne zaveze ali pogodbo najboljšega napora.

[2] Skozi proces lastninskega preoblikovanja.

4.1.1 Pogodba trdne zaveze

Časovni okvir pri pogodbi trdne zaveze je naslednji: izdajateljsko podjetje pristopi do investicijske banke, ta nato oblikuje sindikat bank, ki jamčijo za izdajo. Glavni prevzemnik izdaje izvede skrbni pregled poslovanja in finančnega stanja podjetja. Pri pogodbi trdne zaveze se izda preliminaren prospekt, ki se ga predstavi ključnim investitorjem in strankam v marketinški kampanji. Preliminaren prospekt vključuje poskusni ponudbeni cenovni razpon. Ko podjetje in investicijska banka zaključita marketinško kampanjo in pridobita informacije o pripravljenosti investitorjev za nakup izdaje in ko agencija za trgovanje z vrednostnimi papirji odobri izdajo, se določi končna ponudbena cena. Nato se izda končni prospekt in podjetje začne s postopkom javne ponudbe (Eckbo, Masulis, Norli, 2005, str. 10–15).

Pri pogodbi trdne zaveze se prevzemnik izdaje (oziroma investicijska banka) zaveže in prevzame tveganje izdaje z nakupom celotne izdaje ob času ponudbe. Prevzemnik izdaje mora nakazati celoten znesek javne izdaje podjetju, tudi če izdaja ni odkupljena v celoti. Če je povpraševanje po izdaji šibko, prevzemnik lahko proda preostale delnice po nižji ceni od ponudbene. To se imenuje »prekinitev sindikata«, kajti navadno glavna ali sodelujoče banke oblikujejo sindikat, ki poskuša stabilizirati ali podpreti tržno ceno s kupovanjem delnic, katere investitorji takoj prodajo naprej. Investicijska banka mora prodati vse delnice po ceni, ki ne sme biti večja, kot je ponudbena cena. Ta lastnost ene cene omeji možnost investicijskih bankirjev cenovne diskriminacije med različnimi razredi investitorjev.

4.1.2 Pogodba najboljšega napora

S pogodbo najboljšega napora se podjetje, ki gre v izdajo, in investicijska banka sporazumeta o ponudbeni ceni in o minimalnem in maksimalnem številu delnic, ki naj bi bile prodane. Po odobritvi agencije za trg vrednostnih papirjev se začne prodajno obdobje. V tem obdobju se investicijska banka trudi po najboljših močeh prodati delnice investitorjem. Če minimalno število delnic ni prodano po ponudbeni ceni v določenem obdobju, se ponudba umakne in vsem dotedanjim kupcem je vrnjen denar. V tem primeru izdajateljsko podjetje ne zbere novih finančnih sredstev.

Pogodbe najboljšega napora se uporabljajo za manjša, bolj špekulativna izdajateljska podjetja. V ZDA se načeloma za vse večje izdaje (večje od 10 milijonov dolarjev) uporabi pogodbo trdne zaveze. Glavne razlike med pogodbama so sledeče:

- pogodba trdne zaveze omogoča zbiranje informacij v obdobju pred prodajo, ki se lahko uporabijo za določanje končne prodajne cene in števila delnic, ki naj bi se prodale;
- pogodba najboljših naporov dovoljuje večji razpon v številu prodanih delnic (pogodba trdne zaveze dovoljuje na primer samo 15 odstotno povečanje števila prodanih delnic,

medtem ko se lahko pri pogodbi najboljših naporov maksimalno število lahko zelo razlikuje od minimalnega);

- s pogodbo trdne zaveze prevzemnik prevzame tveganje z garantiranjem izkupička od prodaje izdajateljskemu podjetju, medtem ko se pri pogodbi najboljših naporov v primeru premajhnega zanimanja za izdajo ta enostavno umakne. Izdajateljsko podjetje takrat ne dobi nič denarja.

4.2 Stroški izdaje

Vsaka javna ponudba oziroma nova izdaja vrednostnih papirjev prinese visoke administrative stroške, hkrati mora izdajatelj kompenzirati prevzemnike izdaje s tem, da jim proda vrednostne papirje pod ceno, ki jo pričakujejo od končnih investitorjev.

Prevzemniki izdaje dobijo plačilo za svoje usluge v obliki razlike oziroma marže. Dovoljeno jim je kupiti delnice za manj, kot je določena ponudbena cena. V bolj tveganih izdajah je lahko prevzemnik kompenziran še na druge načine kot na primer z upravičenostjo kupiti navadne delnice v prihodnosti. Delež razlike je različen. Ker so stroški prevzemnika bolj ali manj fiksni, bi pričakovali, da bodo večje izdaje imele manjšo razliko kot manjše izdaje.

Pri izdajah vrednostnih papirjev obstajajo ekonomije obsega. Razlika, s katero izdajatelji nagradijo prevzemnike izdaje, je manjša za večje izdaje. Marže so dosti manjše za izdaje dolžniških vrednostnih papirjev kot za izdaje delnic. V študiji, ki so jo opravili Lee in ostali, so neposredni stroški naknadne izdaje delnic, ki se gibljejo v razponu od dveh do desetih milijonov ameriških dolarjev, ocenjeni na približno 13 odstotkov od celotnega zneska izdaje. Za obveznice v enakem razponu so ocenjeni neposredni stroški izdaje na približno 4,5 odstotkov od vrednosti izdaje (Lee et al., 1996, str. 59–74).

Poleg plačila prevzemniku za usluge, prinašajo stroški nove izdaje še velike administrativne izdatke. Priprava registracijske izjave in prospekta, čas managerjev, ki ga porabijo za izvedbo izdaje, stroški odvetniških storitev, računovodij, revizorjev ter svetovanja; vsi ti stroški niso neznatni in zato se za tako obliko financiranja odločijo le najboljša podjetja.

Sluga (2001, str. 14) ugotavlja, da je v Sloveniji višina neposrednih stroškov izdaje delnic v nominalni vrednosti ene milijarde SIT v razponu od 7,2 do 9,9 milijona SIT, kar pomeni med 0,72 in 1 odstotkom nominalne vrednosti izdaje. Za izdaje v nominalni vrednosti pet milijard SIT se ta stroškovni razpon razteza od 14,2 do 17 milijonov SIT oziroma 0,29 do 0,34 odstotka nominalne vrednosti izdaje. Če tem stroškom dodamo še strošek investicijskega bankirja, ki znaša od 2 do 3 odstotke, dobimo približno oceno za neposredne stroške javne ponudbe v Sloveniji.

4.3 Podcenjenost začetne primarne izdaje vrednostnih papirjev

Prevzemniku izdaje je težko oceniti, koliko bodo investitorji pripravljeni plačati za vrednostni papir. Ko se je Netscape odločil za zbiranje finančnih sredstev preko javne izdaje, je bilo v prospektu zapisano, da podjetje prodaja 3,5 milijona delnic s ceno med 12 in 14 dolarjev za eno delnico. Vendar je bilo navdušenje nad Netscape-ovim spletnim brskalnikom tako veliko, da so prevzemniki izdaje povečali število izdanih delnic na 5 milijonov in dvignili ceno na 28 dolarjev. Ko se je naslednje jutro začelo trgovati z delnicami, je bilo povpraševanje tolikšno, da se je cena dvignila na 71 dolarjev. Primer Netscape je morda izjemen, vendar so študije pokazale, da so prve izdaje v povprečju podcenjene, saj navadno investitorji realizirajo velike kapitalske dobičke ob prodaji v prvih dneh ali tednih po izdaji (Brealey, Myers, 2003, str. 405–420).

Ta zanimivost je postala predmet različnih raziskav. Med avtorji lahko izpostavimo Ibbotsona in Ritterja (1995, str. 993–1013), ki sta proučevala tri zanimive anomalije povezane s primarnimi izdajami: podcenjenost prvih izdaj, cikle v obsegu podcenjenosti ter dolgoročno slabše rezultate. Za prve izdaje so značilni veliki začetni donosi investitorjem v vrednostne papirje. Začetni donos je razlika v ceni, merjena s ponudbeno ceno ter ceno, ki jo določen vrednosti papir dosega v naslednjih tednih po izdaji. Obstaja več hipotez o podcenjenosti primarnih izdaj.

4.3.1 Hipoteza prekletstva zmagovalca

Hipoteza prekletstva zmagovalca (Rock, 1986, str. 187–212) v modelu razdeli investitorje v dve skupini z različnimi informacijami o prihodnji tržni ceni delnice; na popolno informirane investitorje ter popolno neinformirane investitorje. Informirani investitorji bodo poskušali kupiti delnice le, če bodo podcenjene. Neinformirani investitorji ne vedo, katere izdaje so podcenjene ali precenjene in zato bodo dobili le manjši del najbolj zaželenih izdaj, medtem ko bodo v celoti dobili najmanj zaželene izdaje. Neinformirani investitorji so izpostavljeni prekletstvu zmagovalca: če dobijo vse delnice, potem jih dobijo le zato, ker jih informirani investitorji ne želijo, kar pomeni, da so dobili slabo izdajo. Neinformirani investitorji bodo zato oddali svoja nakupna naročila, če bodo izdaje v povprečju podcenjene in bodo na ta način kompenzirani za pristranskost pri razdelitvi novih delnic.

4.3.2 Hipoteza dragega zbiranja informacij

Naslednja hipoteza, ki poskuša razložiti anomalijo, je hipoteza dragega zbiranja informacij. Investicijske banke podcenijo izdajo, da bi v obdobju pred prodajo spodbudili investitorje k razkritju informacij, ki jim služijo pri določanju ponudbene cene. V zameno za njihovo

razkrito mnenje o ceni delnice, investicijske banke nagradijo investitorje z nižjo ceno delnice, kot oni ocenjujejo, da je vredna (Benveniste, Spindt, 1989, str. 343–361).

4.3.3 Hipoteza učinka domin

V primeru hipoteze domino učinka, izdajatelj podceni izdajo, da bi spodbudil investitorje k nakupu. Lahko se zgodi, da investitor, ki ima informacijo o dobrem stanju izdajatelja, vseeno ne kupi delnic, če jih ostali investitorji ne. Ko jih prvi investitor kupi, mu sledijo še ostali, kljub temu, da nimajo take informacije kot prvi. Zanimiva aplikacija k tej teoriji je, da se lahko pojavi naraščajoča krivulja povpraševanja po novoizdanih delnicah (Welch, 1992, str. 695–732).

4.3.4 Hipotezo signaliziranja

Podcenjene prve izdaje pustijo dober okus pri investitorjih, kar omogoča podjetjem prodati naknadne izdaje po višji ceni, kot bi jih lahko drugače. V modelu imajo izdajateljska podjetja informacije o svoji dejanski vrednosti. Sledijo dinamični strategiji izdajanja in nameravajo primarno izdajo ponoviti z naknadnimi izdajami. Obstaja verjetnost, da bodo investitorji spoznali pravo vrednost podjetja pred sekundarno izdajo, zato podjetja z visoko vrednostjo izberejo podcenjenost primarne izdaje za signaliziranje njihove visoke vrednosti. V zameno pričakujejo višjo ceno, ko gredo naslednjič v izdajo (Welch, 1989, str. 421–449).

4.4 Začetne primarne izdaje delnic v zadnjem času

Kot smo že omenili, koncept začetnih primarnih javnih izdaj delnic v Sloveniji ni uporaben, saj se podjetja ne odločajo za takšen načina zunanjega financiranja. Drugače je v ZDA, kjer je trg primarnih izdaj delnic dosti bolj razvit in predstavlja pomemben vir zunanjega financiranja. V zadnjem četrtletju leta 2004 je bilo kar 80 primarnih izdaj, celotna vrednost izdaj je bila 15,5 milijarde ameriških dolarjev, povprečna vrednost izdaje pa je znašala 193,9 milijona dolarjev. Podatke za prejšnje četrtletje si lahko ogledamo v tabeli 1 na strani 11. V zadnjem četrtletju je bilo več manjših izdaj delnic, saj je bila povprečna velikost izdaje kar za 15 odstotkov manjša kot v tretjem četrtletju 2004.

Tabela 1: Primarne izdaje delnic v ZDA v letu 2004

	Q4 2003	Q4 2004	Q3 2004
Število izdaj	48	80	62
Celotna vrednost	$ 9.600 mio	$ 15.500 mio	$ 14.100 mio
Povprečna velikost	$ 199,9 mio	$ 193,9 mio	$ 227,5 mio

Vir: Hoover's, 2005.

V zadnjem četrtletju je bilo v ZDA največ primarnih izdaj delnic v sektorju nepremičnin, saj je bilo v tej industriji kar 12 izdaj, kar pomeni 15 odstotkov vseh izdaj. Sledijo sektor zdravstva s sedmimi, sektor medijev s šestimi in farmacije s petimi izdajami samo v zadnjem četrtletju leta 2004. Pregled ameriških primarnih izdaj je predstavljen v Tabeli 2 spodaj.

Tabela 2: Število prvih javnih ponudb (IPO) v zadnjem četrtletju 2004 v ZDA po razdelitvi glede na industrijo

Industrija	Število podjetij	Delež v vseh izdajah
Nepremičnine	12	15,0 %
Zdravstvo	7	8,8 %
Mediji	6	7,5 %
Farmacija	5	6,2 %
Trgovina na drobno	5	6,2 %
Telekomunikacije	5	6,2 %
Elektronika	4	5,0 %
Energetika	4	5,0 %
Poslovne storitve	3	3,8 %

Vir: Hoover's, 2005.

Kot smo povedali že v poglavju o podcenjenosti prvih izdaj, so načeloma le-te ponujene s popustom in omogočajo visoke začetne donose investitorjem. Tako je v prvem dnevu trgovanja delnica Arbinet-thexchange, Inc. pridobila kar 66 odstotkov glede na ponudbeno ceno v prospektu. Vse delnice ob prvi izdaji niso podcenjene. Pri nekaterih izdajah se je pokazalo, da so investitorji precenili zanimanje investitorjev. Tako je v enem dnevu delnica China Finance Online izgubila 10 odstotkov v primerjavi s ponudbeno ceno.

V Tabeli 3 na strani 12 predstavljam največje donose in izgube prvega dne trgovanja. Če pogledamo donose in izgube, lahko trdimo, da so bile v povprečju delnice bolj podcenjene kot pa precenjene. Delnica InPhonic je bila na desetem mestu s 26 odstotnim donosom v prvem dnevu trgovanja, medtem ko je omenjena China Finance Online kot podjetje, ki je izgubilo največ, realiziralo padec v višini 10 odstotkov ponudbene cene.

Tabela 3: Največji donosi in izgube prvega dne trgovanja z delnicami prve izdaje v zadnjem četrtletju leta 2004 v ZDA

Podjetje	Ponudbena cena	Zadnja cena	Odstotna sprememba
Arbinet-thexchange, Inc.	$ 17,5	$ 29,0	66,0
Las Vegas Sands Corp.	$ 29,0	$ 46,6	61,0
Shopping.com, Ltd.	$ 18,0	$ 28,8	60,0
MarketAxess Holdings Inc.	$ 11,0	$ 17,5	59,0
PortalPlayer, Inc.	$ 17,0	$ 25,8	52,0
China Finance Online Co. Limited	$ 13,0	$ 11,7	-10,0
PeopleSupport, Inc.	$ 7,0	$ 6,5	-7,0
Cambridge Display Technology, Inc.	$ 2,0	$ 11,3	-6,0
Interchange Corporation	$ 8,0	$ 7,7	-4,0

Vir: Hoover's, 2005.

4.5 Javne ponudbe sekundarnih izdaj lastniških vrednostnih papirjev

4.5.1 Izbira prevzemnika izdaje in učinek objave pri sekundarnih izdajah delnic

Schadler in Manuel (1994, str. 59) sta preučevala značilnosti podjetij, ki so izbrala različne prevzemnike izdaj za njihove naknadne izdaje delnic. Ugotovila sta, da prestižni prevzemniki izdaj sodelujejo z večjimi podjetji, ki dosegajo nižje stopnje rasti in ki imajo manj notranjega lastništva. Ta podjetja so sorazmerno bolj konstantna v svojih rezultatih. Na podlagi teh ugotovitev lahko sklepamo, da ugledni prevzemniki izdaj sodelujejo le z manj tveganimi izdajatelji. Prav tako se trg odzove drugače na objavo nove izdaje, kadar so prevzemniki izdaje ugledne ali manj ugledne banke. Izbira uglednega investicijskega bankirja ne privede do ugodnejšega odziva trga na objavo nove izdaje. Po drugi strani pa izdaje podjetij z nižjimi stopnjami rasti doživijo v povprečju večje negativne cenovne odzive trga kot izdaje podjetij z visokimi stopnjami rasti.

S podcenjenostjo sekundarnih izdaj delnic sta se ukvarjala tudi Mola in Loughran (2004, str. 1–22), ki sta preučevala 4.814 ameriških sekundarnih izdaj delnic v letih od 1986 do 1999. Njuna analiza je pokazala, da je povprečna izdaja novih delnic podcenjena. V povprečju je cena delnic nove izdaje oziroma ponudbena cena postavljena 3 odstotke pod zadnjo ceno dan pred izdajo. Podcenjenost narašča skozi čas, saj je na primer v letih 1971–1975 znašala le 0,5 odstotka, med letoma 1980–1984 je podcenjenost znašala že 1,4 odstotka in vse do sedanjih treh odstotkov. Naraščanje podcenjenosti delnic nove izdaje povečuje posredne stroške nove izdaje. Hkrati avtorja ugotavljata, da povečevanje posrednih stroškov ni bilo ublaženo z zmanjšanjem neposrednih plačil, ki jih je moral plačati izdajatelj.

Povečevanje podcenjenosti sta razložila s štirimi hipotezami: prva hipoteza trdi, da se povprečna podcenjenost povečuje zaradi sprememb v sestavi izdajateljev, druga najde razlog za povečevanje podcenjenosti v terminskih prodajah delnic, tretja hipoteza je hipoteza "dobrih spominov", zadnja hipoteza pa nakazuje na naraščajočo moč investicijskih bankirjev.

4.5.2 Hipoteza sprememb v sestavi izdajateljev

Hipoteza upošteva dejstvo, da je pričakovana podcenjenost izdaje večja, če je večja z izdajo povezana negotovost. Hipoteza predpostavlja, da je razlog za povečevanje podcenjenosti večje število bolj tveganih izdajateljev. Avtorja sta kot nadomestek za negotovost uporabila primarni trg vrednostnih papirjev, kjer je prišlo do nove izdaje vrednostnih papirjev. Drug nadomestek za negotovost je velikost pridobljenih sredstev ali iztržek nove izdaje, kot tretji nadomestek pa uporabita dejavnost, s katero se izdajateljsko podjetje ukvarja. Za visoko tehnološka podjetja je značilna večja negotovost donosov kot za servisna podjetja (na primer pošta, železnice itd.). Njun vzorec potrjuje, da so v povprečju za izdaje z večjo negotovostjo značilni večji popusti.

4.5.3 Hipoteza terminske prodaje delnic

Podcenjenost novih izdaj se lahko pojasnjuje tudi s hipotezo terminskih prodaj delnic. Borzni posredniki začnejo s strateškimi prodajami ob objavi izdaj novih delnic. Zgodovinski podatki kažejo na nenormalno velik promet in v povprečju 1,3 odstoten padec cene delnice v prvih petnajstih minutah po objavi. Dan po izdaji navadno sledi porast cene delnice za 1,5 odstotka. Ta vzorec podpira trditev, da investitorji manipulativno pritiskajo na znižanje cene z namenom vplivati na ponudbeno ceno novih delnic. Terminsko prodajanje lahko zmanjša informacijsko vrednost tržnih cen pred ponudbo, zato je podjetje prisiljeno ponuditi nove delnice po nižji ceni oziroma z večjim popustom, da jih sploh lahko trži. Kljub teoretično dobri zamisli avtorja ne moreta empirično podpreti te hipoteze.

4.5.4 Hipoteza "dobrih spominov"

Ko se podjetja odločijo za izdajo delnic, navadno smatrajo, da to ni njihova zadnja izdaja lastniškega kapitala. Izdajatelji zato radi pustijo delež izdaje investitorjem z namenom, da se jih investitorji spomnijo ob naslednji izdaji. Predpostavka pod to hipotezo je, da se investitorji spomnijo ali so opravili dobro ali slabo kupčijo ob predhodni ponudbi delnic. Brez prednosti dobrih investitorjevih izkušenj iz preteklosti je nove izdaje dosti težje tržiti, kar se kaže v večjem zahtevanem popustu za novo izdajo. Empirična študija, ki sta jo

izvedla avtorja, je pokazala, da so podjetja, ki so v predhodnem obdobju izdale delnice, realizirala 2,2 odstoten popust na nove izdaje delnic. Podjetja, ki v predhodnem obdobju niso opravila izdaje, so realizirala 3,9 odstoten popust pri novi izdaji. Na podlagi tega lahko sklepamo, da redni izdajatelji računajo na manjšo podcenjenost novih izdaj delnic. Ta hipoteza je uporabljena tudi kot možna razlaga podcenjenosti začetnih primarnih izdaj delnic.

4.5.5 Hipoteza naraščajoče moči investicijskih bankirjev

Vzrok za popuste pri novih izdajah delnic je lahko povezan z mehanizmi postavljanja ponudbene cene, ki jih določajo investicijski bankirji. Mola in Loughran (2004) sta ugotovila, da za njun vzorec preučevanih izdaj velja, da so podjetja v devetdesetih letih prepustila večji del prihodkov od nove izdaje prevzemnikom izdaje kot v osemdesetih letih 20. stoletja. Vir moči investicijskih bankirjev izvira iz močnih analitskih oddelkov, ki jim omogočajo dobro analitično obravnavo in analitično pokritost nove izdaje. Očitno je, da investicijski bankirji tekmujejo med seboj za pridobitev novih izdaj delnic, za katere bi lahko postali prevzemniki izdaje.

Podatki kažejo, da so med letoma 1986 in 1999 investicijske banke s priznano in vrhunsko ekipo analitikov zbrale 72 odstotkov povprečnih letnih prihodkov od novih izdaj in da so bile v povprečju prevzemnice kar polovice vseh izdaj. Analitične raziskave so ključno tržno orodje, ki ustvarja prevzemniški posel. Priporočila analitikov, ki so povezani z glavnim prevzemnikom izdaje, so načeloma v podporo nakupu nove izdaje, medtem ko napovedi neodvisnih analitikov niso naklonjene nakupom novih izdaj v takem obsegu.

Izdajateljska podjetja izbirajo za prevzemnike njihove izdaje investicijsko banko, katere analitiki so naklonjeni podjetju in imajo hkrati tudi velik vpliv. Empirične študije so pokazale, da ima po kvaliteti poznana analitska ekipa vpliv na povečevanje tržnega deleža investicijske banke. Zaradi za izdajateljsko podjetje pozitivnih napovedi analitikov, narašča moč investicijskih bankirjev pri določanju popustov oziroma podcenjenosti novih izdaj.

4.6 Terminsko trgovanje z delnicami izdajatelja

Pomemben pojav, ki je povezan s sekundarnimi izdajami lastniških vrednostnih papirjev, je terminsko trgovanje z delnicami izdajateljskega podjetja. Investitorji lahko zavzamejo kratke pozicije[3] pri trgovanju z vrednostnimi papirji na trgu po objavi in v obdobju pred

[3] Investitor zavzame kratko pozicijo pri trgovanju z vrednostnimi papirji, kadar terminsko (vnaprej) proda vrednostni papir, ki ga v tistem trenutku še nima v lasti.

izdajo novih delnic. Te kratke pozicije nato takoj pokrijejo z nakupi nove izdaje delnic po fiksni ponudbeni ceni.

V ZDA je komisija za trgovanje z vrednostnimi papirji[4] prepovedala pokrivanje kratkih pozicij v času med objavo in ponudbenim datumom z delnicami nove izdaje, ki so bile kupljene po ponudbeni ceni. Ta prepoved je onemogočila terminske prodajalce, ki so posluževali kratkih pozicij. Tako so bile onemogočene vse kratke prodaje, tako prodaje, ki so temeljile na osnovi informacij, kot tudi manipulativne kratke prodaje. Posledica tega je, da cene naknadne izdaje delnic v obdobju po objavi ne vsebujejo več zadosti informacij. Pomanjkanje informacij pa vpliva na to, da so te delnice ponujene s popustom, ki je nujen za povračilo, ki ga vlagatelji zahtevajo za negotovost o ceni.

Shin in Kim (2004, str. 343–365) sta ugotovila, da so izdaje delnic podjetij, ki sta jih vključila v raziskavo, v povprečju ponujene brez oziroma z zelo majhnim popustom pred veljavo omenjene prepovedi. Po uveljavitvi prepovedi so nove izdaje delnic ponujene z 2–3 odstotnim popustom.

4.7 Asimetrija informacij kot strošek pri izdaji delnic

Na naknadno izdajo delnic ima velik vpliv asimetrija informacij. V praksi se asimetrija informacij kaže predvsem v zanesljivosti računovodskih informacij, ki jih izdajatelji posredujejo možnim investitorjem. S tem, ko računovodski izkazi postanejo manj zanesljivi, investitorji težje ocenijo uspešnost poslovanja izdajateljskega podjetja, to pa povečuje asimetrijo informacij med izdajatelji in zunanjimi investitorji. Slabe računovodske informacije povečujejo z izdajo povezano negotovost, kar zvišuje stroške izdaje. Med stroške izdaje je potrebno šteti še umik nove izdaje oziroma neuspešno ponudbo nove izdaje. Finančna teorija teh stroškov velikokrat ne upošteva in jih ne vključi v izračun celotnih stroškov izdaje, čeprav so lahko zelo veliki. Nesposobnost zbrati zunanji kapital je eden izmed največjih stroškov, ki lahko prizadene podjetje, saj pomeni, da podjetje izgubi možno dragoceno investicijsko priložnost. Neuspešna izdaja pa še vedno prinaša stroške registracije in čas, ki ga vodstvo podjetja porabi, ko je izdaja novih delnic umaknjena.

Če asimetrijo informacij označimo s kvaliteto računovodskih informacij, potem lahko trdimo, da slaba kvaliteta računovodskih informacij škoduje finančnemu zdravju podjetja in, kot smo že omenili, povečuje asimetrijo informacij med izdajatelji in zunanjimi investitorji (Lee, 2005, str. 3–49). Podjetja s slabo kvaliteto računovodskih informacij so podvržena večjim agentskim problemom, zunanji analitiki in investitorji jih označijo za bolj tvegana. Lee je z empirično študijo ugotavljal kakovost računovodskih informacij in

[4] Securities and Exchange Commission, SEC.

negativne donose, povezane z objavo nove izdaje. Ker so negativni donosi ob objavi v večini primerov skladni z asimetrijo informacij, je predpostavil, da bo slabša kakovost računovodskih informacij[5] bolj povezana z negativnimi donosi ob objavi kot računovodske informacije, ki jih je označil za kakovostne. Na podlagi študije je ugotovil, da so kakovostno slabe računovodske informacije povezane z:

- večjimi provizijami za prevzemnika nove izdaje,
- večjimi negativnimi donosi ob objavi nove izdaje,
- večjo verjetnostjo za neuspešno izvedbo nove izdaje oziroma z večjo verjetnostjo, da se nova izdaja umakne.

Asimetrijo informacij in stroške, povezane z asimetrijo, izdajateljska podjetja poskušajo znižati z različnimi ukrepi. Asimetrijo informacij podjetja najlažje znižajo s povečanjem stopnje razkritja informacij o podjetju. Lang in Lundholm (2000, str. 3) ugotavljata, da imajo podjetja v obdobju do šestih mesecev pred izdajo podobno raven razkritja. Pol leta pred objavo nove izdaje delnic se njihova aktivnost razkrivanja drastično poveča[6]. V tem obdobju se število javnih objav podjetja poveča, objave ponujajo več podrobnejših informacij in pojasnil k rezultatom. Običajno so rezultati razloženi bolj optimistično glede na objave v prejšnjem obdobju, s čimer podjetja vplivajo na informiranost možnih vlagateljev, ki zato zahtevajo manjše popuste pri novih izdajah, saj imajo boljšo predstavo o izdajateljskem podjetju in njegovi pravi vrednosti.

Avtorja ugotovita, da večje število javnih objav in višja stopnja razkritja pozitivno vpliva tudi na ceno delnice, ki je tako ob objavi nove izdaje višja. Podjetje zato zbere več finančnih sredstev z višjo ponudbeno ceno novih delnic ter ob manjši podcenjenosti izdaje glede na tržno ceno.

5 Javne in nejavne ponudbe sekundarnih izdaj lastniških vrednostnih papirjev

Pri iskanju finančnih virov podjetja ne izbirajo samo med dolžniškimi in lastniškimi viri, temveč tudi med načinom pridobitve teh virov. Podjetja se pri izbiri za lastniške vrednostne papirje lahko odločijo za javno ali nejavno zbiranje finančnih sredstev. Ker za nejavne izdaje delnic ni potrebno pridobiti dovoljenja ustreznih institucij, ki urejajo področje vrednostnih papirjev, pri nas je to Agencija za trg vrednostnih papirjev, lahko tako izdane delnice kupijo le dobro poučeni investitorji. Tu naletimo na problem asimetrije informacij. Na nejavne izdaje vrednostnih papirjev se gleda kot na prednostno obliko pri

[5] Kakovost računovodskih informacij je meril s kakovostjo časovnih razmejitev prihodkov in odhodkov.

[6] Povečanje razkritja je še posebej pomembno za manjša podjetja, katerih poslovanje običajno ne spremlja veliko število analitikov.

reševanju problemov, ki izvirajo iz asimetrije informacij, saj naj bi ta oblika izdajanja delnic zniževala stroške agentov in naj bi omogočala boljši nadzor nad podjetjem. To naj bi prispevalo k uspešnejšemu poslovanju podjetja (Folta, Janney, 2002, str. 3–5).

Zbiranje finančnih sredstev skozi nejavne ponudbe vrednostnih papirjev je pomemben način za mlada podjetja, ki jim slabi rezultati iz poslovanja omejujejo alternativne načine zbiranja finančnih sredstev. Ta podjetja so zainteresirana za nejavno izdajo novih delnic, ker želijo znižati stroške, povezane z asimetrijo informacij. Ta je večja ravno v mladih in manjših podjetjih. Brophy, Quimet in Sialm (2004, str. 3) v svoji študiji ugotavljajo, da so delnice v nejavni ponudbi izdala mlada podjetja v sektorjih, za katere je značilna visoka rast in visoko tveganje in kjer prevladujejo neučinkoviti trgi. Te značilnosti onemogočajo kvalitetne zunanje analize podjetij, kar povzroča veliko asimetrijo informacij med posamezniki z notranjimi informacijami in zunanjim trgom. Po Myersu in Majlufu (1984) to povzroča, da podjetja dosegajo nižjo ceno, ko izdajajo nove delnice in naj bi zato raje izdajale dolžniške vrednostne papirje, ki so informacijsko manj občutljivi.

Isti razlogi, ki navajajo na izdajanje dolga, hkrati omejujejo nastop na trgu z dolžniškimi vrednostnimi papirji zaradi stroškov in večje verjetnosti finančne stiske. Zato so delnice, izdane z nejavno ponudbo, optimalna rešitev za ta podjetja. Ker pri nejavni ponudbi sodeluje omejeno število dobro poučenih investitorjev, to v primerjavi z javno ponudbo znižuje stroške obdelave informacij ob izdaji.

6 Zakonska ureditev izdaj vrednostnih papirjev v Sloveniji

6.1 Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1)

V Sloveniji ureja primarni trg vrednostnih papirjev Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 1999 (ZTVP-1, v nadaljevanju Zakon). Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju Agencija) opravlja nadzor in izvršuje druge naloge in pristojnosti, določene z Zakonom. Zakon določa, da je prva prodaja vrednostnih papirjev prodaja vrednostnih papirjev na podlagi izdajateljeve ponudbe ob izdaji vrednostnih papirjev. Vse ostale prodaje vrednostnih papirjev so nadaljnje prodaje. Izdajatelji novih vrednostnih papirjev se lahko odločijo za javno ali nejavno prodajo vrednostnih papirjev. Prva javna prodaja vrednostnih papirjev je prodaja na podlagi izdajateljeve javne ponudbe vrednostnih papirjev. Nadaljnja javna prodaja vrednostnih papirjev je prodaja vrednostnih papirjev na podlagi imetnikove javne ponudbe vrednostnih papirjev in prodaja vrednostnih papirjev, sklenjena na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Zakon določa, da so nejavne prodaje pogodbe o prodaji vrednostnih papirjev, ki niso javne prodaje na podlagi javne ponudbe ali nadaljnje prodaje.

6.2 Javna ponudba vrednostnih papirjev

Javna ponudba vrednostnih papirjev je na nedoločen krog oseb naslovljeno javno objavljeno vabilo k vpisu vrednostnih papirjev ob prvi prodaji oziroma k nakupu vrednostnih papirjev ob nadaljnji prodaji.

Prva prodaja vrednostnih papirjev se lahko opravi le na podlagi javne ponudbe. Zakon določa, da javna ponudba pri prvi prodaji vrednostnih papirjev ni potrebna v primeru:

- simultane ustanovitve delniške družbe,
- ponudbe vrednostnih papirjev, ki je namenjena največ petdesetim vnaprej znanim osebam, ki se zavežejo, da bodo odkupile celotno izdajo,
- kadar so posamezni ponujeni vrednostni papirji glasijo na nominalni znesek najmanj 5.000.000 tolarjev,
- pri izdaji delnic zaradi povečanja kapitala z novimi vložki delniške družbe, ki ni javna družba, če vse delnice prevzamejo obstoječi delničarji,
- pri izdaji delnic zaradi povečanja kapitala z novimi vložki, kadar se celotna izdaja delnic vplača s stvarnimi vložki,
- v drugih primerih, če izdajatelj pridobi soglasje Agencije, da se prva prodaja opravi brez javne ponudbe vrednostnih papirjev. Agencija izda soglasje, če izdajatelj dokaže, da je izdaja namenjena vnaprej znanim in dobro poučenim investitorjem.

6.3 Nejavna ponudba in omejitve trgovanja z vrednostnimi papirji

O nejavni ponudbi mora izdajatelj vrednostnih papirjev predhodno obvestiti Agencijo in ji predložiti sklep o izdaji vrednostnih papirjev. Z vrednostnimi papirji, izdanimi z nejavno ponudbo, se ne sme trgovati na organiziranem trgu vrednostnih papirjev niti jih kako drugače javno ponujati, razen v primeru, če je izdajatelj za vrednostne papirje, ki se zamenjujejo, pridobil dovoljenja za prvo javno prodajo oziroma organizirano trgovanje. Z vrednostnimi papirji se lahko trguje, če te delnice z drugimi delnicami prejšnjih izdaj, za katere je izdajatelj pridobil dovoljenje za javno prodajo oziroma organizirano trgovanje, tvorijo isti razred.

6.4 Agencija za trg vrednostnih papirjev

Agencija je pravna oseba in je pri izvrševanju svojih nalog in pristojnosti samostojna in neodvisna. Naloge in pristojnosti Agencije oblikujejo predvsem štiri osnovna področja, in sicer:

- izdaja dovoljenj in soglasij oziroma drugih aktov: za poslovanje finančnih organizacij, za javno ponudbo vrednostnih papirjev, za ponudbo za odkup, za opravljanje poslov

borznega posrednika ter za opravljanje funkcije člana uprave družbe za upravljanje, borznoposredniške družbe, borze in klirinško-depotne družbe,
- nadzor nad trgom vrednostnih papirjev oziroma nadzor nad finančnimi organizacijami ter nadzor postopkov v zvezi s prevzemi,
- priprava podzakonskih predpisov Agencije,
- vodenje registrov oziroma drugih podatkov s področja trga vrednostnih papirjev,
- s 1. 1. 2005 pa je Agencija začela izvrševati tudi pristojnosti kot prekrškovni organ in tako odloča o prekrških za kršitve zakonov in na njihovi podlagi izdanih predpisov, ki spadajo v njeno delovno področje oziroma so v njeni pristojnosti.

Agencija letno poroča Državnemu zboru Republike Slovenije o svojem delu ter o stanju in razmerah na trgu vrednostnih papirjev. Poročilo mora obsegati podatke o javnih ponudbah vrednostnih papirjev, trgovanju na organiziranih trgih vrednostnih papirjev s podatki o obsegu in sestavi prometa z vrednostnimi papirji, sprejemu vrednostnih papirjev na organizirani trg in trgovanju z vrednostnimi papirji izven organiziranih trgov vrednostnih papirjev. Poročilo mora obsegati podatke o ukrepih Agencije po izvedenih postopkih nadzora, izdanih dovoljenjih za poslovanje borzno posredniških družb, družb za upravljanje, investicijskih skladov, borz in o drugih dovoljenjih, ki jih izdaja Agencija, ter podatke o sodelovanju Agencije z drugimi domačimi in tujimi nadzornimi organi.

Organa Agencije sta direktor Agencije ter strokovni svet, ki ga sestavljajo predsednik in osem članov. Strokovni svet imenuje in razrešuje Vlada Republike Slovenije na predlog ministra, pristojnega za finance.

7 Pregled primarnega trga vrednostnih papirjev v Sloveniji med letoma 1994 in 2004

Primarni trg v obdobju od leta 1994 do 1997 je bil pod močnim vplivom lastninskega preoblikovanja podjetij in izdajanja vrednostnih papirjev s strani bank. Po prenehanju veljavnosti lastninskih certifikatov[7] javnih prodaj delnic, ki so bile izvedene v postopku lastninskega preoblikovanja, ni bilo več. V tem obdobju je bilo 174 javnih ponudb vrednostnih papirjev, povezanih z lastninskim preoblikovanjem podjetij. Ker podjetja s temi ponudbami niso pridobila dodatnih sredstev za poslovanje, kar je namen izdaje vrednostnih papirjev, ampak so le dobila znanega lastnika, jih ne moremo šteti za prave primarne prodaje.

[7] Veljavnost lastninskih certifikatov je prenehala 30. 06. 1997

7.1 Javni primarni trg vrednostnih papirjev v Sloveniji

7.1.1 Bančni primarni trg vrednostnih papirjev

Javni primarni trg bančnih vrednostnih papirjev je pomembnejši za javne izdaje dolžniških vrednostnih papirjev, teh je bilo v enajstih letih 38. Največ javnih ponudb dolžniških vrednostnih papirjev bank je bilo med letoma 1994–1997, nato se je število novih izdaj zmanjšalo. Skupna tržna vrednost izdaj dolžniških vrednostnih papirjev je bila 49,3 milijarde SIT, kar pomeni, da je bila povprečna velikost izdaje 1,3 milijarde SIT. Banke so izvedle javno ponudbo delnic le trinajstkrat; vse ponudbe so bile skoncentrirane v letih med 1994–1996, banke pa so na ta način zbrale 10,6 milijarde SIT. Po letu 1996 banke niso izvedle nobene javne ponudbe vrednostnih papirjev.

7.1.2 Podjetniški primarni trg vrednostnih papirjev

Nefinančna podjetja so izvedla javno ponudbo delnic desetkrat[8], deset je bilo tudi javnih ponudb dolžniških vrednostnih papirjev. Kljub enakemu številu javnih ponudb, so podjetja zbrala z izdajo delnic le 4,8 milijarde SIT in z izdajo dolžniških vrednostnih papirjev 13,2 milijarde SIT. Povprečna velikost izdaje dolžniških vrednostnih papirjev je bila tako 1,3 milijarde SIT, delnic pa 477,5 milijona SIT. Po letu 2000 so podjetja izvedla le eno javno ponudbo vrednostnih papirjev.

[8] Dovoljenj za javno ponudbo je Agencija za trg vrednostnih papirjev izdala enajst. V letu 1999 je izdala dovoljenje poleg Zdravilišču Moravske Toplice d. d. tudi Cankarjevi založbi d. d., ki je podjetje kasneje ni izvedlo.

Tabela 4: Javni primarni trg v Sloveniji v letih med 1994–2004

	Bančni VP				**VP drugih izdajateljev**				
	Izdaja delnic		**Izdaje dolžniških VP**		**Izdaja delnic**		**Izdaje dolžniških VP**		
Leto	Število	Tržna vrednost (mio SIT)	Število	Tržna vrednost (mio SIT)	Število	Tržna vrednost (mio SIT)	Število	Tržna vrednost (mio SIT)	Skupaj (mio SIT)
1994	6	8.591	5	3.488	0	0	1	4.049	16.128
1995	5	1.167	7	4.309	3	894	2	707	7.077
1996	2	888	8	8.400	1	314	1	724	10.326
1997	0	0	5	8.167	2	443	1	1.000	9.610
1998	0	0	3	3.081	1	135	1	2.000	5.216
1999	0	0	3	3.319	1	1.016	3	2.726	7.061
2000	0	0	4	9.319	1	473	1	2.000	11.792
2001	0	0	1	2.154	0	0	0	0	2.154
2002	0	0	1	3.038	0	0	0	0	3.038
2003	0	0	1	4.029	0	0	0	0	4.029
2004	0	0	0	0	1	1.500	0	0	1.500
Skupaj	13	10.646	38	49.304	10	4.775	10	13.206	77.931

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2004, 2005, str. 3.

7.1.3 Javni primarni trg vrednostnih papirjev v Sloveniji v letu 2004

V letu 2004 je bilo na primarnem trgu javno ponujenih za 711,5 milijarde SIT vrednostnih papirjev. Najpomembnejši izdajatelj je bila Republika Slovenija, saj je izdala za 710 milijard SIT vrednostnih papirjev. 1,5 milijarde SIT vrednostnih papirjev so javno ponudila podjetja in banke, kar je manj kot leto poprej (4,03 milijarde SIT).

7.2 Nejavni primarni trg vrednostnih papirjev v Sloveniji

Za primarno nejavno prodajo vrednostnih papirjev ni potrebno izpeljati postopka javne ponudbe, zato tudi ni obvezno pridobiti dovoljenja Agencije za trg vrednostnih papirjev. Podjetja Agencijo obvestijo o nejavni ponudbi, vendar se z vrednostnimi papirji, ki so predmet nejavne ponudbe, ne sme trgovati na borzi ali jih na kakšen drug način javno ponujati. Nejavni primarni trg v letih med 1997 in 2004 je predstavljen v Tabeli 5 (na str. 22.).

Tabela 5: Nejavni primarni trg v Sloveniji v letih med 1997–2004

	Bančni VP				VP drugih izdajateljev				
	Izdaja delnic		Izdaje dolžniških VP		Izdaja delnic		Izdaje dolžniških VP		
Leto	Št.	Nominalna vrednost (mio SIT)	Št.	Nominalna vrednost (mio SIT)	Št.	Nominalna vrednost (mio SIT)	Št.	Nominalna vrednost (mio SIT)	Skupaj (mio SIT)
1997	2	558	2	1.320	19	7.929	5	819	10.626
1998	0	0	2	1.177	3	590	3	140	1.907
1999	1	418	5	7.588	20	5.658	7	2.650	16.314
2000	0	0	5	6.846	26	29.590	7	3.703	40.139
2001	6	6.263	6	12.923	18	15.092	16	11.521	45.799
2002	4	1.653	7	17.876	31	16.740	8	6.707	42.976
2003	4	1.126	11	62.098	23	8.566	12	15.506	87.296
2004	3	1.728	16	104.369	17	12.241	11	31.547	149.885
Skupaj	20	11.746	54	214.197	157	96.406	69	72.593	394.942

Vir: Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2004, 2005, str. 10.

7.2.1 Bančni primarni trg vrednostnih papirjev

V letih med 1997 in 2004 so banke z nejavno ponudbo izvedle 20 izdaj delnic, katerih skupna nominalna vrednost je znašala 11,7 milijarde SIT. Povprečna velikost izdaje je bila 587,3 milijona SIT, kar je za 228 milijona SIT manj od povprečne velikosti bančnih izdaj delnic z javnimi ponudbami. Banke so v omenjenem obdobju 54-krat izdale dolžniške vrednostne papirje z nejavno ponudbo in na ta način zbrale 214,2 milijarde SIT. Povprečna velikost izdaje je znašala 4 milijarde SIT.

Banke so izdajale delnice z javnimi ponudbami samo do leta 1996, nato pa so začele izdajati delnice z nejavnimi ponudbami, ki jih pred letom 1997 ni bilo.

7.2.2 Podjetniški primarni trg vrednostnih papirjev

Podjetja so se posluževala nejavnih ponudb ob izdajah novih delnic neprimerno večkrat kot javnih ponudb. Medtem ko so z javno ponudbo izdala delnice desetkrat, so z nejavno ponudbo kar 157-krat zbirala finančna sredstva z izdajo novih delnic. Na ta način so podjetja zbrala v skupni nominalni vrednosti za 96,4 milijarde SIT, tako da je bila povprečna velikost izdaje 614 milijona SIT. Nejavne ponudbe delnic so bile v povprečju za 136 milijonov SIT večje od javnih ponudb delnic podjetniškega sektorja. V posameznem letu v preučevanem obdobju je bilo v povprečju 19,6 ponudb, največ jih je bilo leta 2002, ko je bilo nejavnih ponudb 31.

Dolžniške vrednostne papirje so z nejavno ponudbo podjetja izdala 69-krat, največ leta 2001, ko je bilo nejavnih ponudb dolžniških vrednostnih papirjev 16, sicer pa so v povprečju podjetja izvedla 8,6 nejavnih ponudb na leto. Podjetja so z dolžniškimi vrednostnimi papirji preko nejavne ponudbe zbrala 72,6 milijarde SIT, kar pomeni, da je bila v obdobju od 1997 do 2004 povprečna velikost izdaje 1,05 milijarde SIT.

7.2.3 Nejavni primarni trg vrednostnih papirjev v Sloveniji v letu 2004

V letu 2004 so slovenska podjetja obvestila Agencijo o 80 nejavnih ponudbah vrednostnih papirjev. Nejavnih izdaj delnic je bilo 20, katerih skupna nominalna vrednost je znašala 13.970 milijonov SIT. Banke so izdale delnice v 3 nejavnih ponudbah, katerih skupna nominalna vrednost je znašala 1.728 milijonov SIT, 17 nejavnih izdaj delnic v skupni nominalni vrednosti 12.241 milijonov SIT pa so izdala podjetja. Povprečna velikost izdaje v podjetniškem sektorju je bila 720 milijonov SIT, med tem ko je bila povprečna velikost treh izdaj bančnih delnic 576 milijonov SIT.

Nejavnih ponudb obveznic je bilo 27, 16 bančnih in 11 izdaj podjetniškega sektorja. Skupna nominalna vrednost šestnajstih nejavnih izdaj bančnih obveznic je znašala 104.369 milijonov SIT, povprečna velikost izdaje je znašala 6.523 milijonov SIT. V 11 nejavnih izdajah obveznic podjetniškega sektorja je znašala skupna nominalna vrednost 31.547 milijonov SIT in povprečna velikost izdaje 2.868 milijonov SIT.

Najpogostejši razlog za izdajo obveznic je bil zagotovitev dolgoročnih virov sredstev, nadomestitev dolgoročnih virov ali pridobitev virov z namenom uresničevanja naložbene politike. V letu 2004 so podjetja izdala 12 kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev, in sicer komercialnih zapisov v skupni nominalni vrednosti 189 milijonov SIT.

8 Analiza javnih in nejavnih ponudb delnic nefinančnih izdajateljev na primarnem trgu vrednostnih papirjev v Sloveniji

Delniške družbe lahko večkrat potrebujejo dodatni lastniški kapital. Razlogi za to so lahko različni. Podjetje morda želi optimizirati bilančno sestavo virov sredstev, predvideva prevzem drugega podjetja ali kakšno večjo investicijo, za katero ne more pridobiti dovolj dolžniškega kapitala, lahko pa se podjetje znajde v finančni stiski in je dokapitalizacija pogoj s strani kreditodajalcev (Roch, Klemenc, 2005).

Ob odločitvi za izdajo novih delnic je pred podjetjem še odločitev o načinu ponudbe novih delnic zainteresiranim investitorjem. Podjetje lahko izbira med javno in nejavno ponudbo delnic in pri tem je omejeno z več dejavniki, ki vplivajo na končno odločitev.

8.1 Podatki

Informacije o javnih ponudbah vrednostnih papirjev so javne. Register izdanih dovoljenj za javno ponudbo oziroma organizirano trgovanje vodi Agencija in je javno dostopen. Drugače je z informacijami o nejavnih ponudbah novih delnic. Nejavne ponudbe delnic niso sestavni del javnega registra Agencije in zato informacije o nejavnih ponudbah niso javne narave. Agencija je o nejavnih izdajah vrednostnih papirjev obveščena na podlagi 50. člena Zakona o trgu vrednostnih papirjev.[9] V zvezi s tem je dopuščena možnost, da Agencija ne prejme obvestil o vseh nameravanih izdajah vrednostnih papirjev oziroma nejavnih ponudbah vrednostnih papirjev, kar utemeljuje predvsem z dejstvom, da kršitev določbe 50. člena ZTVP-1 ne predvideva sankcije v kazenskih določbah omenjenega zakona.

Za analizo javnih ponudb delnic nefinančnih izdajateljev sem pridobil podatke iz registra izdanih dovoljenj, ki je objavljen na spletni strani Agencije. Podatki se nanašajo na obdobje od leta 1994 do vključno leta 2004. V tem obdobju je bilo z javno ponudbo izvedenih deset izdaj delnic nefinančnih podjetij v Sloveniji, izdanih dovoljenj je bilo dvanajst. Od tega je bilo eno dovoljenje za javno ponudbo delnic izdano podjetju, ki nima registriranega sedeža znotraj Republike Slovenije, drugo pa podjetju, ki ga zaradi osnovnega namena podjetja ne moremo enačiti z ostalimi podjetji v analizi, zato sem ti dve podjetji izločil iz analize. V letu 1999 je bilo izdano dovoljenje za javno ponudbo novih delnic dvema podjetjema, vendar eno od njiju izdaje novih delnic ni izvedlo. To podjetje sem kljub temu vključil v analizo, saj je za rezultat analize pomembna odločitev za izdajo in pri tem ni bistvenega pomena ali je bila izdaja v resnici tudi izvedena.

Za analizo nejavnih ponudb delnic nefinančnih izdajateljev sem pridobil podatke od Agencije, ki vodi evidenco o nejavnih ponudbah na podlagi obvestil izdajateljev. Ti podatki se nanašajo na obdobje od leta 2001 do vključno leta 2005. Podatki o nejavnih ponudbah pred letom 2001 niso bili dosegljivi. Pridobil sem informacije o 79 nejavnih ponudbah delnic v proučevanem obdobju. Nekatera podjetja so v posameznem letu izvedla ponudbo novih delnic dvakrat ali celo trikrat, upošteval sem seštevek posameznih izdaj enega podjetja v določenem letu kot eno nejavno ponudbo. V končno analizo je zajetih 69

[9] 50. člen (ZTVP-1, 1999) pravi, da mora izdajatelj vrednostnih papirjev o nameravani izdaji vrednostnih papirjev, ki se ne šteje za prvo prodajo oziroma nejavni ponudbi, za katero ni potrebna javna ponudba, predhodno obvestiti Agencijo in ji predložiti sklep o izdaji vrednostnih papirjev.

nejavnih ponudb delnic. Ker podatki o nejavnih ponudbah delnic niso javne narave, so v analizi predstavljeni le na agregatni ravni.

Z vidika finančne uspešnosti poslovanja izdajateljev sem za analizo dejavnikov, ki vplivajo na izbiro podjetij med javno in nejavno ponudbo novih delnic, zbral podatke o poslovanju podjetij za obdobje dveh let pred izdajo novih delnic[10].

Zbral sem podatke o:

- skupnih prihodkih, kar vključuje vse prihodke iz poslovanja, vse finančne prihodke ter tudi izredne prihodke. Razlog za izbiro skupnih prihodkov namesto prihodkov iz prodaje je v tem, da veliko podjetij v analizi deluje kot finančni holding, za katere je značilno, da prihodki iz poslovanja niso najpomembnejši prihodki pri njihovem poslovanju, temveč so to finančni prihodki;
- čistem dobičku in podatke o dobičku pred obrestmi, davki in amortizacijo za oceno uspešnosti poslovanja,
- višini celotnih sredstev podjetja in
- višini kapitala podjetja[11].

8.1.1 Pregled izdajateljev po področjih dejavnostih glede na Standardno klasifikacijo dejavnosti (SKD)

Med izdajatelji delnic, ki so uporabili javno ponudbo, so štiri podjetja delovala na področju predelovanih dejavnosti, ostala podjetja so delovala vsako na svojem področju. Med izdajatelji delnic, ki so uporabili nejavno ponudbo za izdajo novih delnic je bilo največ podjetij, ki so delovale na področju nepremičnin, najema in poslovnih storitev. Teh podjetij je bilo skoraj 41 odstotkov, sledijo podjetja s področja predelovalnih dejavnosti, ki predstavljajo 13 odstotkov vseh nejavnih ponudb novih delnic. Pomembni področji dejavnosti nejavnih ponudnikov novih delnic sta tudi področje gostinstva ter prometa, skladiščenja in zvez z 11,6 in 10,1 odstotnim deležem v vseh nejavnih ponudbah.

Razlog za visok delež podjetij s področja nepremičnin, najema in poslovnih storitev leži v dejstvu, da ima večina teh podjetij kot svojo glavno dejavnost registrirano dejavnost holdingov. Podjetja, katerih dejavnost je upravljanje družb, velikokrat opravljajo tudi funkcijo posrednika finančnih sredstev za svoja hčerinska podjetja, lahko pa potrebujejo dodatna finančna sredstva zaradi širitve poslovanja z novimi investicijami oziroma prevzemi novih podjetij. Podrobnejši pregled izdajateljev glede na dejavnost je predstavljen v naslednji tabeli.

[10] Leto izdaje sem označil za T=1; podatke o poslovanju podjetij sem tako zbral za obdobje T=0 in T=-1.
[11] Podatke o višini kapitala izdajateljev sem zbral le za leto, neposredno pred izdajo delnic oziroma T=0.

Tabela 6: Področja dejavnosti izdajateljev delnic v proučevanem obdobju v Sloveniji

		Javna ponudba		Nejavna ponudba		Skupaj	
SKD	**področje**	**Št. podjetij**	**Delež**	**Št. podjetij**	**Delež**	**Št. podjetij**	**Delež**
A	Kmetijstvo, lov, gozdarstvo	1	10,0 %	1	1,4 %	2	2,5 %
C	Rudarstvo	0	0,0 %	1	1,4 %	1	1,3 %
D	Predelovalne dejavnosti	4	40,0 %	9	13,0 %	13	16,5 %
F	Gradbeništvo	0	0,0 %	2	2,9 %	2	2,5 %
G	Trgovina, popravila motornih vozil	0	0,0 %	4	5,8 %	4	5,1 %
H	Gostinstvo	1	10,0 %	8	11,6 %	9	11,4 %
I	Promet, skladiščenje, zveze	0	0,0 %	7	10,1 %	7	8,9 %
J	Finančno posredništvo	1	10,0 %	5	7,2 %	6	7,6 %
K	Nepremičnine, najem, poslovne storitve	1	10,0 %	28	40,6 %	29	36,7 %
M	Izobraževanje	1	10,0 %	0	0,0 %	1	1,3 %
N	Zdravstvo, socialno varstvo	1	10,0 %	1	1,4 %	2	2,5 %
O	Druge javne, skupne in osebne storitve	0	0,0 %	3	4,3 %	3	3,8 %
		10	100,0 %	69	100,0 %	79	100,0 %

Vir: IBON 2005.

8.1.2 Uvrščenost delnic izdajateljev na organizirani trg vrednostnih papirjev

Podatke o uvrščenosti proučevanih podjetij na borzo ob datumu izdaje sem pridobil s spletne strani Ljubljanske borze. Izmed vseh izdajateljev v proučevanem obdobju je bilo 31,6 odstotkov takih, ki so ob izdaji novih delnic imeli obstoječe delnice uvrščene na borzo, 68,4 odstotka izmed vseh izdajateljev pa svojih delnic ni imelo uvrščenih na organiziran trg vrednostnih papirjev.

Od podjetij, ki so ponudila nove delnice skozi javno ponudbo, je bilo 60 odstotkov takih, ki so ob izdaji novih delnic, imela uvrščene delnice na borzi vrednostnih papirjev, 40 odstotkov izdajateljev pa svojih delnic ni imelo uvrščenih na borzo.

Na drugi strani kar 72,5 odstotka izdajateljev, ki so uporabili postopek nejavne ponudbe novih delnic, svojih delnic ni imelo uvrščenih na borzo, kjer je bilo uvrščenih le 27,5 odstotka izdajateljev z nejavno ponudbo.

8.1.3 Velikost izdaje novih delnic

Informacijo o velikosti novih izdaj delnic sem pridobil od Agencije in iz obvestil, ki jih podjetja, uvrščena na borzo, objavljajo na spletni strani Ljubljanske borze vrednostnih

papirjev. Podatki so prevrednoteni na vrednost leta 2005 (leto 2005 = 100). Vrednosti izdaj novih delnic sem zbral za 78 izdaj, za eno izdajo pa podatka o velikosti izdaje ni bilo.

Proučevana podjetja so v proučevanem obdobju z izdajami novih delnic zbrala 65,5 milijard tolarjev. Mediana velikosti nove izdaje je 171,6 milijona tolarjev, medtem ko je znašala povprečna vrednost nove izdaje 840 milijonov tolarjev, standardni odklon pa 2,1 milijarde tolarjev.

Vrednost novih delnic desetih podjetij, ki so izdala delnice skozi javno ponudbo, je skupaj znašala 4,7 milijarde tolarjev, kar predstavlja 7,2 odstotka vrednosti vseh izdaj. Mediana velikosti javnih izdaj je 264 milijonov tolarjev. Povprečna velikost izdaje, ponujene skozi javno ponudbo je znašala 466 milijonov tolarjev, pri tem je standardni odklon znašal 480 milijon tolarjev.

Skupna vrednost 68 izdaj delnic skozi nejavno ponudbo je znašala 60,8 milijarde tolarjev oziroma 92,8 odstotka vrednosti analiziranih izdaj. Mediana velikosti nejavne izdaje delnice je znašala 172 milijonov tolarje, povprečna velikost nejavne izdaje je znašala 895 milijonov tolarjev, pri tem je standardni odklon znašal 2,3 milijarde tolarjev.

8.1.4 Finančni podatki izdajateljev

Skupni prihodki. Podatke o poslovanju podjetij za obdobje pred izdajo novih delnic sem pridobil iz podatkovne baze iBON 2005. Potrebno je omeniti, da so nekatera podjetja začela s poslovanjem šele dve leti pred izdajo delnic in so v prvem letu realizirale minimalne skupne prihodke, v letu pred izdajo delnic pa so bili prihodki v primerjavi s prejšnjim letom lahko tudi štiridesetkrat višji. To je vplivalo na popačenost rezultatov, zato sem te podatke izvzel iz izračunov stopnje rasti, v katero je vključenih 73 podjetij.

Mediana skupnih prihodkov izdajateljev v letu pred izdajo delnic je znašala 1,4 milijarde tolarjev, medtem ko je pri javnih ponudnikih znašala 3,4 milijarde tolarjev, pri nejavnih ponudnikih pa 1,4 milijarde tolarjev. Podjetja so v letu pred izdajo v povprečju zabeležila pozitivno rast skupnih prihodkov v primerjavi s predhodnim letom, mediana stopnje rasti je bila 4,9 odstotkov. Medtem ko so nejavni ponudniki zabeležili pozitivno stopnje rasti v mediani, ki je znašala 1,5 odstotka, so javni ponudniki realizirali padec stopnje rasti skupnih prihodkov. Mediana je pri njih negativna in je znašala -3,8 odstotka.

Sredstva. Sredstva vseh izdajateljev so imela mediano pri 4 milijardah tolarjev, javni ponudniki so imeli mediano sredstev pri 4,3 milijarde tolarjih, nejavni ponudniki pa pri 3,99 milijarde tolarjev. Povprečna velikost sredstev javnih ponudnikov je bila 5,1 milijarde tolarjev, pri tem je standardni odklon znašal 4,4 milijarde tolarjev. Nejavni ponudniki so imeli v povprečju več sredstev kot javni ponudniki. Povprečna velikost sredstev v letu pred

izdajo delnic je znašala 17 milijard tolarjev, vendar je bil tu standardni odklon dosti večji in je znašal skoraj 36 milijard tolarjev.

Čisti dobiček poslovnega leta. Izdajatelji so v letu pred izdajo v povprečju dosegli pozitiven rezultat. Čisti dobiček poslovnega leta vseh izdajateljev je v mediani znašal 52 milijonov tolarjev, pri javnih izdajateljih je mediana znašala 92 milijonov tolarjev, pri nejavnih izdajateljih pa 50 milijonov tolarjev. Od nejavnih izdajateljev je 18 podjetij, kar je 27 odstotkov nejavnih izdajateljev, imelo negativen rezultat v letu pred izdajo delnic, od javnih ponudnikov pa sta 2 dve podjetji oziroma 20 odstotkov vseh izdajateljev, imeli negativen rezultat.

8.2 Teoretična izhodišča in hipoteze

Izhodišča za postavljene hipoteze analize se nanašajo na teoretična izhodišča, predstavljena v tej diplomski nalogi. Pri empiričnem preverjanju hipotez sem se oprl na podobno študijo, ki jo je izvedel YiLin Wu (2000, str. 3–39).

8.2.1 Asimetrija informacij med podjetjem in investitorji

Kot prvi dejavnik, ki vpliva na odločitev o načinu ponudbe novih delnic, lahko izpostavimo asimetrijo informacij med podjetjem in investitorji. Kot sem že omenil, sta Myers in Majluf (1984) pokazala, da če mora podjetje za financiranje investicije izdati nove delnice z javno ponudbo, potem vodstvo podjetja raje ne nadaljuje z investicijo, da ne bi povzročilo padec vrednosti delnic obstoječim delničarjem zaradi prodaje novih delnic po nizki ceni. Javna izdaja je zaradi omenjenega padca vrednosti delnic za podcenjena podjetja dražja, zato bodo le-ta odlašala z izdajo, vse dokler bodo podcenjena. Ker investicijska priložnost lahko hitro izgine, podcenjeno podjetje ne more dolgo časa čakati na razkritje informacij, ki bi dvignilo njegovo vrednost. Podcenjeno podjetje bo tako spodbujeno k alternativi in bo ponudilo nove delnice na nejavnem trgu, kjer pričakuje manjšo asimetrijo informacij.

Hipoteza 1: Večji kot so ex ante stroški informacij, večja je verjetnost, da se bo podjetje odločilo za nejavno ponudbo novih delnic.

Hipotezo o vplivu asimetrije informacij na izbiro med javno in nejavno ponudbo novih delnic bom v analizi preverjal z velikostjo podjetja. Pri večjih podjetjih sklepam, da obstaja manjša asimetrija informacij, saj se načeloma večja podjetja večkrat pojavljajo v časopisih, večja podjetja tudi sama namenjajo večjo pozornost komuniciranju z javnostjo. Verjetno boljše merilo asimetrije bi lahko bila razlika med ponudbeno in povpraševano ceno delnic v obdobju pred izdajo novih delnic. Kljub temu to merilo ni bilo mogoče uporabiti v

analizi, saj večina podjetij svojih delnic ni imela uvrščenih svojih delnic na borzo in ni bilo mogoče ugotoviti razlike med cenama. Kot nadomestek za asimetrijo informacij bom vzel skupne prihodke podjetja v letu pred izdajo delnic. Da bi kontroliral po absolutni velikosti, bom v modelu uporabil naravni logaritem skupnih prihodkov.

Na drugi strani uspešna podjetja z visokimi stopnjami rasti prodaje običajno potrebujejo dodatna finančna sredstva za financiranje novih investicij. Ta podjetja v skladu s teorijo vrstnega reda financiranja najprej izkoristijo svoj zmožnost zadolževanja, šele nato izkoristijo možnost izdaje novih delnic. Ker uspešna podjetja potrebujejo nova sredstva za financiranje svojih strateških investicij, ki jih zaradi ohranjanja konkurenčne prednosti ne želijo razkriti pred konkurenco, se raje odločijo za ponudbo novih delnic skozi nejavno ponudbo, saj je pri tej potrebna manjša stopnja razkritja informacij. Za ta podjetja lahko trdimo, da pri njih obstaja večja asimetrija informacij.

Hipoteza 2: Za uspešna podjetja z višjimi stopnjami rasti prihodkov lahko sklepamo, da obstaja večja verjetnost, da bodo nove delnice ponudila skozi postopek nejavne ponudbe.

Hipotezo bom preverjal s stopnjo rasti skupnih prihodkov v letu pred izdajo glede na predhodno leto.

8.2.2 Velikost izdaje novih delnic

Naslednji dejavnik, ki ima pomemben vpliv na odločitev o izdaji delnic z javno ali nejavno ponudbo, je velikost nove izdaje delnic. Z javno izdajo je povezanih veliko fiksnih stroškov, kot na primer plačila prevzemniku izdaje za usluge, pomembni so tudi sami administrativni stroški, ki so povezani s pripravo registracijske izjave in prospekta. Pomembni so tudi stroški odvetniških storitev, računovodij, revizorjev ter svetovanja. Od posrednih stroškov ne moremo mimo podcenjenosti novih delnic. Ta strošek je pri javni ponudbi verjetno največji.

Veliko teh stroškov odpade pri nejavni ponudbi, saj takrat ni potrebno pripraviti prospekta, administrativni stroški so prav tako manjši in zato so fiksni stroški nove izdaje manjši. Ker so pri nejavni ponudbi investitorji v nove delnice dobro poučeni vlagatelji, ti zahtevajo manjšo podcenjenost novih delnic glede na tržno ceno, tako da je tudi ta posredni strošek manjši pri nejavni ponudbi. Pri odločitvi med javno in nejavno ponudbo podjetje zagotovo upošteva fiksne stroške izdaje v primerjavi z zbranimi sredstvi. Pri večjih izdajah so fiksni stroški relativno gledano manjši kot pri manjših izdajah.

Hipoteza 3: Kadar je znesek izdaje nove delnic manjši, obstaja večja verjetnost, da se bo podjetje odločilo ponuditi nove delnice z nejavno ponudbo.

Da bi se izognil vplivu absolutnih razlik v velikosti izdaje, bom v analizi podatke o velikosti izdaje novih delnic logaritmiral z naravnim logaritmom.

8.2.3 Likvidnost delnic na trgu kapitala

Ob izdaji novih delnic podjetje zanima ali bo sposobno prodati vse novoizdane delnice ter kakšno bo povpraševanje po teh delnicah. Kadar obstaja zelo likviden trg z delnicami podjetja, takrat je podjetje lahko bolj prepričano v to, da bo z novimi delnicami zbralo želena finančna sredstva, kot če že za obstoječe delnice podjetja vlada šibko zanimanje. Stroški izdaje so prisotni tudi ob neuspeli ponudbi, zato podjetje ne želi po nepotrebnem tvegati z javno ponudbo, kjer so nove delnice ponujene nedoločenemu krogu zainteresiranih vlagateljev, ampak se raje odloči za nejavno ponudbo, kjer že vnaprej ve, kdo so zainteresirani investitorji.

Hipoteza 4: Kadar je obseg trgovanja z delnicami izdajateljskega podjetja majhen, takrat obstaja večja verjetnost, da se bo podjetje odločilo za izdajo delnic skozi nejavno ponudbo.

Hipotezo o vplivu likvidnosti delnic na izbiro načina ponudbe novih delnic preverjam z uvrščenostjo obstoječih delnic izdajatelja na organiziran trg kapitala, saj se z delnicami, ki so uvrščene na organiziran trg, načeloma trguje v večjem obsegu. Če delnice kotirajo na borzi, ima spremenljivka v modelu vrednost 1, v nasprotnem primeru 0.

8.2.4 Uspešnost poslovanja

Podjetja so včasih prisiljena izvesti dokapitalizacijo z izdajo novih delnic zaradi finančne stiske v katero so zašla zaradi slabega poslovanja. Za izdajo novih delnic se lahko odloči podjetje z namenom pridobiti strateškega partnerja, ki bi bil pripravljen s svojim kapitalskim vložkom zagotoviti uspešno prestrukturiranje poslovanja podjetja in mu zagotoviti nadaljnji obstoj. Strateški partner, ki je lahko podobno podjetje, morda celo neposredni konkurent, tako na ta način lastniško vstopi v podjetje. Podjetje, ki naj bi vstopilo v podjetje kot strateški partner, ni naključni investitor, pogajanja o vstopu v podjetje so običajno dolgotrajna. V teh primerih izdaje novih delnic se izvede nejavno ponudbo, ki je običajno naslovljena kar na partnersko podjetje.

Hipoteza 5: Za finančno šibkejša podjetja, obstaja večja verjetnost, da bodo ponudila novoizdane delnice skozi postopek nejavne ponudbe.

Hipotezo preverjam s kazalnikom dobičkonosnosti prihodkov, ki je čisti dobiček poslovnega leta, deljen s skupnimi prihodki.

8.3 Model

Za analizo dejavnikov, ki naj bi imeli vpliv na izbiro izdajateljev med javno in nejavno ponudbo novih delnic, bom uporabil probit analizo. Probit analiza meri razmerje med močjo neodvisne spremenljivke in med razmerjem primerov, ki kažejo odziv odvisne spremenljivke na aplicirano neodvisno spremenljivko. Probit analiza je uporabna v primerih, kjer je odvisna spremenljivka dihotoma spremenljivka, ki naj bi bila pod vplivom ali povzročena z eno ali več neodvisnimi spremenljivkami. Analiza je zelo primerna za eksperimentalne podatke.

Probit analizo bom izvedel z računalniškim statističnim programom SPSS® 13.0. Program uporabi za model naslednjo enačbo:

$PROBIT(p) = INTERCEPT + BX$;

kjer $PROBIT(p)$ pomeni verjetnost p, da bo dihotoma odvisna spremenljivka imela vrednost 1, $INTERCEPT$ predstavlja verjetnost, kadar je neodvisna spremenljivka enaka 0, B označuje regresijski koeficient, X pa predstavlja neodvisno spremenljivko. Enačba nam pove, da če se X poveča za eno enoto, se bo v povprečju verjetnost p povečala za B (Gujarati, 1995, str. 567). Glede na to, da ima odvisna spremenljivka v modelu le dve vrednosti, 0 ali 1, to pomeni, da bo negativni regresijski koeficient pomenil zmanjševanje verjetnosti za odvisno spremenljivko v stanju, označenem z 1.

V analizi dejavnikov, ki vplivajo na izbiro med javno in nejavno ponudbo, kjer so javne ponudbe označene z 0 in nejavne z 1, to pomeni, da bo negativni regresijski koeficient zmanjševal verjetnost za nejavno ponudbo ob povečevanju vrednosti neodvisne spremenljivke. Pozitiven regresijski koeficient bo pomenil, da se s povečevanjem vrednosti neodvisne spremenljivke povečuje verjetnost za izbiro nejavne ponudbe.

Za posamično preverjanje hipotez sem uporabil naslednje enačbe:

Za preverjanje hipoteze 1:
Enačba 1: $PROBIT(p) = INTERCEPT + B_1(ln(PRIHODKIT0))$;

Za preverjanje hipoteze 2:
Enačba 2: $PROBIT(p) = INTERCEPT + B_2(RASTPRIH)$;

Za preverjanje hipoteze 3:
Enačba 3: $PROBIT(p) = INTERCEPT + B_3(ln(EMISIJA))$;

Za preverjanje hipoteze 4:
Enačba 4: $PROBIT(p) = INTERCEPT + B_4(DELNICENABORZI)$;

Za preverjanje hipoteze 5:
Enačba 5: $PROBIT(p) = INTERCEPT + B_5(PROFITPRIHODKOV)$;

V zadnji enačbi sem preverjal veljavnost vseh hipotez hkrati tako, da sem vse neodvisne spremenljivke hkrati vnesel v enačbo 6:

Enačba 6: $PROBIT(p) = INTERCEPT + B^*_1(ln(PRIHODKIT0)) + B^*_2(RASTPRIH) + B^*_3(ln(EMISIJA)) + B^*_4(DELNICENABORZI) + B^*_5(PROFITPRIHODKOV)$

Rezultati so predstavljeni v nadaljevanju.

8.4 Rezultati

Rezultati delno potrjujejo predlagane hipoteze, saj imajo regresijski koeficienti v posameznih enačbah pričakovani predznak, ki potrjuje veljavnost hipoteze na proučevanem vzorcu podjetij, vendar je le en koeficient statistično značilen. Rezultati so podrobneje predstavljeni v prilogah.

Hipoteza 1 predpostavlja, da bodo manjši stroški informacij, ki so manjši pri večjih podjetjih, povečali verjetnost, da podjetje ponudi nove delnice z javno ponudbo. Regresijski koeficient pri enačbi 1 ima negativen predznak (B_1 = -0,005)[12], kar pritrjuje hipotezi, saj se s povečevanjem neodvisne spremenljivke verjetnost, da bo vrednost odvisne spremenljivke enaka 1[13], zmanjšuje. Večji kot so prihodki podjetja, večja je verjetnost, da bo podjetje ponudilo nove delnice z javno ponudbo. Res pa, da je regresijski koeficient zelo majhen, kar pomeni, da verjetnost za javno ponudbo, narašča z naraščanjem prihodkov zelo počasi. Majhna vrednost regresijskega koeficienta je lahko razložena z dejstvom, da na slovenskem trgu kapitala vlada velika asimetrija informacij in da je to lahko en izmed razlogov, zakaj se podjetja večkrat odločijo za nejavno kot pa javno ponudbo novih delnic.

Hipoteza 2 predpostavlja, da rastoča podjetja, ki ne želijo razkriti svojih novih investicij javnosti, raje uporabijo nejavno ponudbo novih delnic. V enačbi 2 sem preverjal, kako vpliva rast prihodkov v letu pred izdajo glede na predhodno leto, na odločitev za javno ali nejavno ponudbo. Regresijski koeficient B_2 ima pozitiven predznak (B_2 = 0,297)[14], kar nam pove, da večja rast podjetja v obdobju pred izdajo delnic povečuje verjetnost, da se podjetje odloči ponuditi nove delnice z nejavno ponudbo.

---

[12] Koeficient B_1 ni statistično značilen.
[13] Spomnimo, da odvisna spremenljivka z vrednostjo ena označuje nejavne ponudbe.
[14] Koeficient B_2 ni statistično značilen.

Hipoteza 3 predpostavlja, da bo manjši znesek izdaje novih delnic pomenil večjo verjetnost, da se izdajatelj odloči za nejavno ponudbo. Regresijski koeficient pri enačbi 3 ima negativen predznak (B_3 = -0,102)[15], kar spet potrjuje hipotezo. Če v enačbi povečujemo znesek izdaje novih delnic[16], se verjetnost za nejavno ponudbo zmanjšuje in po drugi strani povečuje verjetnost za javno ponudbo.

Hipoteza 4 govori, da ima likvidnost delnic pomemben vpliv na odločitev o izbiri med javno in nejavno ponudbo. Za bolj likvidne delnice obstaja večja verjetnost, da bodo nove delnice izdane skozi postopek javne ponudbe. Hipotezo sem preveril tako, da je imela neodvisna spremenljivka vrednost 1 za podjetja, ki so imela svoje delnice ob izdaji novih, uvrščene na borzo[17]. Regresijski koeficient v enačbi 4 je negativen in visok (B_4 = -0,74), kar pomeni, da če je podjetje uvrščeno na borzo, se poveča verjetnost, da bodo nove delnice ponujene z javno ponudbo. Koeficient B_4 je statistično značilen pri stopnji zaupanja 5 odstotkov.

Hipoteza 5 predpostavlja, da uspešnost poslovanja vpliva na odločitev med javno in nejavno ponudbo. Finančno močna podjetja bodo z večjo verjetnostjo ponudila delnice z javno ponudbo, po rezultatih šibkejša podjetja pa bodo verjetneje ponudila delnice z nejavno ponudbo. Uspešnost poslovanja sem preveril z deležem čistega dobička v skupnih prihodkih podjetja v letu pred izdajo. Regresijski koeficient v enačbi 5 je negativen (B_5 = -0,072)[18], kar pomeni, da če se poveča dobičkonosnost prihodkov, se zmanjša verjetnost, da podjetje ponudi nove delnice z nejavno ponudbo.

Na koncu sem vse hipoteze preveril še z modelom, v katerega sem vnesel vse neodvisne spremenljivke hkrati. Kot rezultat sem dobil naslednjo enačbo:

PROBIT(p) = 0,011 + 0,19(ln(PRIHODKIT0)) + 0,67(RASTPRIH) – 0,17(ln(EMISIJA)) – 0,80(DELNICENABORZI) – 0,19(PROFITPRIHODKOV)

Vsi koeficienti v zadnji enačbi imajo iste predznake kot pri posamičnem preverjanju hipotez, razen koeficienta B^*_1, ki ima v tej enačbi pozitiven predznak. Kljub temu, da to ne potrjuje hipoteze, da bodo podjetja z manjšo asimetrijo informacij bolj verjetno izdala delnice z javno ponudbo, ne morem trditi, da asimetrija informacij ne vpliva na odločitev o načinu ponudbe novih delnic, saj je asimetrija informacij podprta tudi s hipotezo 2 in z regresijskim koeficientom B^*_2 v enačbi 6. Koeficienti v enačbi 6 niso statistično značilni.

---

[15] Koeficient B_3 ni statistično značilen.

[16] V našem primeru naravni logaritem zneska izdaje.

[17] Ob tem je potrebno opozoriti, da probit model ni najbolj primeren za vzorce, kjer je tudi neodvisna spremenljivka dihotoma spremenljivka, vendar nam vseeno da možnost preveriti hipotezo.

[18] Koeficient B_5 ni statistično značilen.

8.5 Omejitve in slabosti analize

Glavna slabost predstavljene analize je velikost proučevanega vzorca podjetij. Medtem ko za velikost vzorca podjetij, ki so izdala nove delnice z nejavno ponudbo, lahko rečemo, da je vsaj približno reprezentativen, tega ne morem trditi za podjetja, ki so se odločila izdati nove delnice z javno ponudbo.[19] Kljub temu, da sem v analizo dejansko zajel vse javne ponudbe delnice, je populacija desetih podjetij majhna in posamezno podjetje predstavlja kar 10 odstotkov v vzorcu. Tako ima lahko vsako podjetje, ki je ponudilo delnice z javno ponudbo, pomemben vpliv na končni rezultat.

Naslednja omejitev pri razlagi rezultatov analize je, da so razen enega, vsi regresijski koeficienti v enačbah statistično neznačilni. Kljub temu, da me je pri analizi zanimal predvsem predznak regresijskega koeficienta v posamezni enačbi, ne morem spregledati dejstva, da so koeficienti v večini primerov statistično neznačilni. Kljub temu, da imajo koeficienti v enačbah pričakovan predznak in tako potrjujejo hipoteze, pa ravno njihova statistična neznačilnost omejuje pri potrjevanju hipotez.

Navkljub navedenim omejitvam menim, da predstavljena analiza ponuja vsaj dober vpogled v to, kateri dejavniki vplivajo na izbiro podjetij, ki se odločajo med javno in nejavno ponudbo novih delnic. Če lahko v prihodnje pričakujemo še več javnih in nejavnih ponudb vrednostnih papirjev, potem lahko kasnejše študije teh primerov pripeljejo do boljših rezultatov, pri tem pa lahko v tej diplomski nalogi predstavljena analiza služi kot izhodišče za podrobnejše analize.

9 Sklep

V diplomski nalogi sem z empirično analizo poskušal identificirati dejavnike, ki vplivajo na odločitev podjetij o načinu ponudbe novih delnic. Teorija predpostavlja, da ima veliko vlogo pri odločitvi o načinu izbire virov financiranja asimetrija informacij, ki naj bi vplivala na odločitev za izbiro med dolžniškimi in lastniškimi viri financiranja. Nove izdaje delnic vsebujejo več informacij kot nove izdaje dolžniških vrednostnih papirjev. Pomembna je tudi teorija vrstnega reda financiranja kapitalske strukture. Zaradi problema narobe izbire podjetja dajejo prednost notranjim virom financiranja pred zunanjimi. Ko so potrebna zunanja sredstva, podjetja raje uporabijo financiranje z zadolževanjem kot pa z izdajo novega kapitala. Zadolževanje kot način zbiranja finančnih sredstev ima prednost zaradi manjših stroškov informacij.

[19] Podobne empirične študije, ki so bile opravljene za ameriški primarni trg kapitala, vključujejo vzorce več tisoč podjetij, tako za javne kot nejavne ponudbe.

Izdaje lastniških vrednostnih papirjev ločimo na primarne in sekundarne. Podjetja pri izdaji novih vrednostnih papirjev uporabijo pogodbo trdne zaveze ali pogodbo najboljšega napora. Nove ponudbe delnic so lahko javne in so naslovljene na nedoločen krog zainteresiranih vlagateljev, ali pa so ponudbe nejavne in so namenjene le dobro poučenim vlagateljem. Pri izbiri med javno in nejavno ponudbo novih delnic so stroški izdaje, ki so večji pri javnih ponudbah, pomembni dejavniki pri končni odločitvi. Stroški izdaje so neposredni in posredni. Med posrednimi stroški je najpomembnejši strošek podcenjenosti nove izdaje delnic glede na ceno, ki jo dosežejo v prvih dneh trgovanja.

V Sloveniji je primarni trg kapitala slabo razvit, saj je bilo v desetih letih le nekaj novih izdaj. Podjetja so se odločila za nejavno ponudbo večkrat kot za javno. Medtem ko so z javno ponudbo izdala delnice desetkrat, so z nejavno ponudbo kar 157-krat zbirala finančna sredstva z izdajo novih delnic.

Z empirično analizo slovenskega trga kapitala sem poskušal določiti, kateri so dejavniki, ki vplivajo na izbiro podjetij med javno in nejavno ponudbo. Za analizo javnih ponudb delnic nefinančnih izdajateljev v obdobju od 1994 do 2004 sem pridobil podatke iz registra izdanih dovoljenj Agencije. Za analizo nejavnih ponudb delnic nefinančnih izdajateljev sem za obdobje od 2001 do 2005 pridobil podatke od Agencije in iz arhivov dnevnega časopisja. Glede na teoretična izhodišča, sem postavljene hipoteze o dejavnikih, ki naj bi vplivali na izbiro med javno in nejavno ponudbo delnic, preveril s probit ekonometričnim modelom. Rezultati analize nakazujejo, da:

- Asimetrija informacij vpliva na odločitev o načinu ponudbe novih delnic. Za podjetja, pri katerih je asimetrija informacij večja, obstaja večja verjetnost, da bodo ponudila nove delnice skozi postopek nejavne ponudbe. Večji prihodki podjetja povečajo verjetnost, da bo podjetje ponudilo nove delnice z javno ponudbo. Večja rast podjetja v obdobju pred izdajo delnic povečuje verjetnost, da se podjetje odloči ponuditi nove delnice z nejavno ponudbo.
- Podjetja, pri katerih je velikost nove izdaje delnic večja, bodo z večjo verjetnostjo ponudila nove delnice z javno ponudbo.
- Za bolj likvidne delnice, ki so uvrščene na organiziran trg vrednostnih papirjev, obstaja večja verjetnost, da bodo nove delnice izdane skozi postopek javne ponudbe.
- Uspešnost poslovanja vpliva na odločitev med javno in nejavno ponudbo. Finančno močna podjetja bodo z večjo verjetnostjo ponudila delnice z javno ponudbo, po rezultatih šibkejša podjetja pa bodo verjetneje ponudila delnice z nejavno ponudbo.

Točnost analize je omejena z majhno velikostjo proučevanega vzorca. Prav tako so regresijski koeficienti v modelu statistično neznačilni, kar spet omejuje interpretacijo rezultatov.

Literatura

1. Benveniste L., Spindt P.: How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues. Journal of Financial Economics, Amsterdam, 24(1989), 2, str. 343–361.

2. Brealey Richard A., Myers Stewart C.: Principles of Corporate Finance. 7. izdaja. New York : McGraw-Hill, 2003. 1004 str.

3. Brophy David J., Quimet Paige P., Sialm Clemens: Pipe dreams? The Performance of Companies Issuing Equity Privately. NBER Working Paper št. W11011. Cambridge : NBER, 2004. 46 str.

4. Brooks R. M., Patel Ajay: Information Conveyed by Seasoned Security Offerings: Evidence from Components of the Bid-Ask Spread. Review of Financial Economics, Amsterdam, 9(2000), 2, str. 83–99.

5. Eckbo B. Espen, Masulis Ronald W., Norli Oyvind: Security Offerings: A Survey. Tuck School of Business Working Paper 28. Hanover : Tuck School of Business, 2005. 163 str.

6. Fama Eugene F., French Kenneth R.: Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. CRSP Working Paper št. 506. Chicago : CRSP, 2000. 46 str.

7. Folta Timothy B., Janney Jay J.: Strategic Benefits to Firms Issuing Private Equity Placements. Strategic Management Journal, West Lafayette, 25(2004), 3, str. 223–242.

8. Frank Murray Z., Goyal Vidhan K.: Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. Journal of Financial Economics, Amsterdam, 67(2003), 2, str. 217–248.

9. Gujarati Damodar N.: Basic Econometrics. Tretja izdaja. New York : McGraw-Hill, 1995. 755 str.

10. Ibbotson Roger G., Ritter Jay R.: Initial Public Offerings. Handbooks in OR & MS. Vol. 9. B.k. : Elsevier, 1995, str. 993–1013.

11. Lang Mark, Lundholm Russell: Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hyping the Stock?. Contemporary Accounting Research, Toronto, 17(2000), 4, str. 623–662.

12. Lee Gemma P.: Seasoned Equity Offerings: Quality of Accounting Information and Expected Flotation Costs. Financial Management, Nashville, 34(2005), 3, str. 3–49.

13. Lee I., Lochhead S., Ritter J. R., Zhao Q.: The Costs of Raising Capital. Journal of Financial Research, Lubbock, 19(1996),1, str. 59–74.

14. Leland Hayne E., Pyle David H.: Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. Journal of Finance, Berkeley, 32(1977), 2, str. 371–387.

15. Loughran Tim, Ritter Jay R.: The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings. Journal of Finance, Berkeley, 52(1997), 4, str. 1823-1850.

16. Mayer C.: Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development. Chicago : University Of Chicago Press, 1990. 985 str.

17. Mola Simona, Loughran Tim: Discounting and Clustering in Seasoned Equity Offering Prices. Journal of Financial and Quantitative Analysis, Seattle, 39(2004), 1, str. 1–22.

18. Myers Stewart C., Majluf Nicholas S.: Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. Journal of Financial Economics, Amsterdam, 13(1984), 2, str. 187–221.

19. Roch Michael P., Klemenc Tomaž: Nejavne (zaprte) dokapitalizacije javnih delniških družb: Od Merkurja do Mercatorja ali kako ohraniti krhko ravnotežje interesov. Finance, Ljubljana, 07.12.2005.

20. Rock, K.: Why New Issues Are Underpriced. Journal of Financial Economics, Amsterdam, 15(1986), 1/2, str. 187–212.

21. Schadler Fredrick P., Manuel Timothy L.: Underwriter Choice and Announcement Effects for Seasoned Equity Offerings. Journal of Financial and Strategic Decisions, b.k., 7(1994), 2, str. 53–65.

22. Shin Hyun-han, Kim Kenneth: The Puzzling Increase in the Underpricing of Seasoned Equity Offerings. Financial Review, Ames, 39(2004), 3, str. 343–365.

23. Sluga Gregor: Kako do svežega kapitala. Finance, Ljubljana, 19.03.2001, str. 14.

24. Welch I.: Sequential Sales, Learning, and Cascades. Journal of Finance, Berkeley, 47(1992), 2, str. 695–732.

25. Welch I.: Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings. Journal of Finance, Berkeley, 44(1989), 2, str. 421–449.

26. Wu YiLin: The Choice between Public and Private Equity Offerings. [URL: http://ssrn.com/abstract=250999], 2000.

Viri

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev. [URL: http://www.a-tvp.si], 10. oktober 2005.

2. Hoover's. [URL: http://www.hoovers.com/business-information/--pageid__10008--/global-ipoc-index.xhtml], 27. januar 2005.

3. IBON. [URL: http://www.ibon.com], 11. januar 2006.

4. Ljubljanska borza. [URL: http://www.ljse.si], 12. december 2005.

5. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2004. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2005. 43 str.

6. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2003. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2004. 42 str.

7. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2002. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2003. 40 str.

8. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2002. 37 str.

9. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2000. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2001. 35 str.

10. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1999. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2000. 28 str.

11. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1998. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 1999. 35 str.

12. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1997. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 1998. 24 str.

13. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1996. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 1997. 34 str.

14. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1995. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 1996. 36 str.

15. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 1994. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 1995. 18 str.

16. SEOnet. [URL: http://seonet.ljse.si], november 2005.

17. Zakon o trgu vrednostnih papirjev - ZTVP – 1 (Uradni list RS, št. 56/99, 31/00, 52/02).

Priloga 1: Rezultati probit analize z neodvisno spremenljivko »ln(prihod T=0)«

```
* * * * * * * * * * * *  P R O B I T   A N A L Y S I S  * * * * * * * *

DATA  Information
         76 unweighted cases accepted.
          3 cases rejected because of missing data.
          0 cases are in the control group.
MODEL Information
      ONLY Normal Sigmoid is requested.

 Parameter estimates converged after 13 iterations.
 Optimal solution found.


Parameter Estimates (PROBIT model:  (PROBIT(p)) = Intercept + BX):

           Regression Coeff.  Standard Error     Coeff./S.E.
   LNprihod          -,00474          ,10107         -,04686

                   Intercept  Standard Error  Intercept/S.E.
                     1,18625         1,44798          ,81925

  Pearson  Goodness-of-Fit  Chi Square =  75,998    DF = 74   P =  ,414

  Since Goodness-of-Fit Chi square is NOT significant, no heterogeneity
  factor is used in the calculation of confidence limits.
```

Priloga 2: Rezultati probit analize z neodvisno spremenljivko »rast prihodkov«

```
* * * * * * * * * * * *  P R O B I T   A N A L Y S I S  * * * * * * * *

DATA  Information
         70 unweighted cases accepted.
          9 cases rejected because of missing data.
          0 cases are in the control group.

MODEL Information
      ONLY Normal Sigmoid is requested.

Parameter estimates converged after 19 iterations.
 Optimal solution found.


 Parameter Estimates (PROBIT model:  (PROBIT(p)) = Intercept + BX):

           Regression Coeff.  Standard Error     Coeff./S.E.
   RastPrih           ,29688          ,46114          ,64380

                   Intercept  Standard Error  Intercept/S.E.
                      ,72108          ,50910         1,41637

  Pearson  Goodness-of-Fit  Chi Square =  65,251    DF = 68   P =  ,572

  Since Goodness-of-Fit Chi square is NOT significant, no heterogeneity
  factor is used in the calculation of confidence limits.
```

Priloga 3: Rezultati probit analize z neodvisno spremenljivko »ln(emisija)«

```
* * * * * * * * * * * *  P R O B I T   A N A L Y S I S  * * * * * * * *

DATA  Information
         78 unweighted cases accepted.
          1 cases rejected because of missing data.
          0 cases are in the control group.

MODEL Information
      ONLY Normal Sigmoid is requested.

Parameter estimates converged after 9 iterations.
 Optimal solution found.


 Parameter Estimates (PROBIT model:  (PROBIT(p)) = Intercept + BX):

           Regression Coeff.  Standard Error     Coeff./S.E.
   LNemisij          -,10203          ,10214         -,99890

                   Intercept  Standard Error  Intercept/S.E.
                     2,38381         1,27723         1,86638

  Pearson  Goodness-of-Fit  Chi Square =   75,395    DF = 76   P =  ,498

  Since Goodness-of-Fit Chi square is NOT significant, no heterogeneity
  factor is used in the calculation of confidence limits.
```

Priloga 4: Rezultati probit analize z neodvisno spremenljivko »delnice na borzi«

```
* * * * * * * * * * * *  P R O B I T   A N A L Y S I S  * * * * * * * *

DATA  Information
         79 unweighted cases accepted.
          0 cases rejected because of missing data.
         54 cases are in the control group.

MODEL Information
      ONLY Normal Sigmoid is requested.

* * * * * * * * * * * *  P R O B I T   A N A L Y S I S  * * * * * * * *
 Parameter estimates converged after 12 iterations.
 Optimal solution found.


 Parameter Estimates (PROBIT model:  (PROBIT(p)) = Intercept + BX):

           Regression Coeff.  Standard Error     Coeff./S.E.
   Delnicen          -,73980          ,37429        -1,97654

                   Intercept  Standard Error  Intercept/S.E.
                     1,44611          ,25417         5,68962

  Pearson  Goodness-of-Fit  Chi Square =  79,000    DF = 77   P =  ,415

  Since Goodness-of-Fit Chi square is NOT significant, no heterogeneity
  factor is used in the calculation of confidence limits.
```

Priloga 5: Rezultati probit analize z neodvisno spremenljivko »dobičkonosnost prihodkov«

```
* * * * * * * * * * * *  P R O B I T   A N A L Y S I S  * * * * * * * *

DATA  Information
         76 unweighted cases accepted.
          3 cases rejected because of missing data.
          0 cases are in the control group.

MODEL Information
      ONLY Normal Sigmoid is requested.

Parameter estimates converged after 14 iterations.
 Optimal solution found.


 Parameter Estimates (PROBIT model:  (PROBIT(p)) = Intercept + BX):

           Regression Coeff.  Standard Error     Coeff./S.E.
   ProfitPr          -,07219          ,25395         -,28425

                   Intercept  Standard Error  Intercept/S.E.
                     1,12035          ,18228         6,14622

  Pearson  Goodness-of-Fit  Chi Square =  75,652    DF = 74   P =  ,425

  Since Goodness-of-Fit Chi square is NOT significant, no heterogeneity
  factor is used in the calculation of confidence limits.
```

Priloga 6: Rezultati probit analize s hkratno vključitvijo vseh neodvisnih spremenljivk v model

```
* * * * * * * * * * * *  P R O B I T   A N A L Y S I S  * * * * * * * *

DATA  Information
         69 unweighted cases accepted.
         10 cases rejected because of missing data.
         45 cases are in the control group.
MODEL Information

      ONLY Normal Sigmoid is requested.

* * * * * * * * * * * *  P R O B I T   A N A L Y S I S  * * * * * * * *

 Parameter estimates converged after 18 iterations.
 Optimal solution found.

 Parameter Estimates (PROBIT model:  (PROBIT(p)) = Intercept + BX):

           Regression Coeff.  Standard Error     Coeff./S.E.

   LNprihod           ,18995          ,13885         1,36796
   LNemisij          -,16815          ,14632        -1,14921
   Delnicen          -,79786          ,43246        -1,84492
   ProfitPr          -,19453          ,68979         -,28201
   RastPrih           ,67200          ,75906          ,88530


                    Intercept  Standard Error  Intercept/S.E.

                       ,01104         1,83715          ,00601

  Pearson  Goodness-of-Fit  Chi Square =  69,987    DF = 63   P =  ,255

  Since Goodness-of-Fit Chi square is NOT significant, no heterogeneity
  factor is used in the calculation of confidence limits.

- - - - - - - - - - - - - - - - - - - - - - - - - - - - - - - - - - - - -

 Covariance(below) and Correlation(above) Matrices of Parameter Estimates

              LNprihod   LNemisij   Delnicen   ProfitPr   RastPrih

 LNprihod       ,01928    -,54050    -,17206    -,05769     ,14401
 LNemisij      -,01098     ,02141    -,03761     ,20012    -,31346
 Delnicen      -,01033    -,00238     ,18702     ,20962    -,18961
 ProfitPr      -,00553     ,02020     ,06253     ,47581    -,28231
 RastPrih       ,01518    -,03481    -,06224    -,14782     ,57617
```

Slovar tujih izrazov

Angleški izraz	**Slovenski prevod**
bid - ask spread	razlika med ponudbeno in prodajno ceno delnice
pecking order theory	teorija vrstnega reda financiranja
adverse selection problem	problem narobe izbire
convertibles	zamenljivi vrednostni papirji
financial slack	finančni zalogaj
initial public offering	primarna oz. začetna javna ponudba
seasoned equity offering	sekundarna ali naknadna javna ponudba
firm commitment contract	pogodba trdne zaveze
best-effort contracts	pogodba najboljšega napora
due diligence	skrbni pregled poslovanja podjetja
road show	marketinška kampanja
closing price	zadnja cena pred koncem trgovanja
leaving a good taste hypothesis	hipoteza "dobrih spominov"