

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**POLOM DELNIC SPLETNIH PODJETIJ
NA AMERIŠKEM KAPITALSKEM TRGU**

Ljubljana, september 2003

ALEŠ LASIČ

IZJAVA

Študent Aleš Lasič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc.dr. Draška Veselinoviča.

V Ljubljani, dne 10.09.2003

Podpis:

KAZALO

Uvod	1
1. Spletna podjetja	2
2. Vrednotenje spletnih podjetij	9
3. Borzni indeksi spletnih podjetij	16
3.1. ISDEX (Internet Stock Index)	17
3.2. AMEX Inter@ctive Week Internet Index	19
3.3. Drugi indeksi spletnih podjetij	20
3.4. Primerjava z gibanjem celotnega trga	21
4. Obdobje vzpona (oktober 1998 - marec 2000)	24
5. Obdobje padanja (april 2000 - marec 2001)	30
Sklep	42
Literatura	46
Viri	49

UVOD

Pojav medmrežja in svetovnega spleta, ter njun nesluten razmah v zadnjih desetih letih, nista le pospešila komunikacije v svetovni znanstveni srenji, kot so si njuni snovalci predstavljali, temveč sta dodobra spremenila način življenja širokih ljudskih množic v razvitem svetu. Tako sta v nekaj kratkih letih s storitvami, ki izhajajo iz njiju, v temeljih spremenila način osebne in poslovne komunikacije, način razširjanja in pridobivanja informacij, omogočila nove oblike zabave, inovativnim tržnikom in podjetnikom pa pomenila povsem novo komunikacijsko-prodajno sredstvo.

In prav ti podjetniki in tržniki, ki so dovolj zgodaj razumeli neizmernost novih možnosti, ki jim jih nov medij ponuja, so po l. 1995, ko so ZDA ukinile javno financiranje spleta in njegov bodoči razvoj prepustile trgu, na razvitih kapitalskih trgih, predvsem tistih v ZDA, s svojimi mladimi podjetji pustili neizbrisen pečat. V nekaj kratkih letih so namreč skupaj z ostalimi visoko-tehnološkimi podjetji ustvarili pojem t. im. »nove ekonomije« in svoja le nekaj let stara podjetja po kriteriju tržne kapitalizacije postavili ob bok gigantom industrijske dobe, prek povečanih dohodkov, ki jih je zaradi vrtoglave rasti cen delnic v tem obdobju izkusila marsikatera ameriška družina, pa občutno pripomogli k povečanju tako investicijske kot končne potrošnje in s tem k najdaljšemu povojnemu obdobju gospodarske rasti v ZDA, ki je trajalo več kot 9 let, bolj natančno: 37 četrletij.

Vrtoglava pa ni bila le rast, ki ji v zgodovini kapitalskih trgov v ZDA ni primere. Še bolj vrtoglav je bil prosti pad vrednosti delnic spletnih in ostalih visoko-tehnoloških podjetij, ki je sledil vzponu, in ki je v le nekaj kratkih mesecih po marcu leta 2000, ko sta indeksa Nasdaq Composite in S&P 500 dosegla svoj vrhunec, gospodarstvo ZDA privedel na rob recesije.

V pričujočem delu bom skušal bolje osvetliti vzroke opisanega dogajanja v obdobju od l. 1998, ko se je na ameriškem kapitalskem trgu pričela strma rast vrednosti delnic spletnih podjetij, do aprila l. 2001, ko se je padanje njihovih vrednosti vsaj začasno ustavilo, ter opisati posledice, ki jih je to dogajanje imelo na ameriški kapitalski trg in na gospodarstvo ZDA. Skušal bom utemeljiti ugotovitev, da je šlo za usodno kombinacijo pretirano optimističnih, slabo premišljenih in še slabše izvajanih poslovnih načrtov na eni strani, ter vzhičenosti vlagateljev, medijev in borznih analitikov na drugi strani, pri čemer je na obeh straneh odločilno vlogo igralo pomanjkljivo poznavanje značilnosti druge strani.

Prvo poglavje začenjam z opredelitvijo podjetij, ki jih bom v nalogi obravnaval, tj. spletnih podjetij, nadaljujem pa s kombinirano klasifikacijo te izjemno raznovrstne skupine, ter kratkim opisom posebnosti in glavnih virov prihodkov posameznih skupin podjetij. Poglavje zaključujem s klasifikacijo spletnih trgovcev glede na vrsto njihovih kupcev.

Glede na to, da v obdobju (1998-2001), ki ga bom v nalogi obravnaval, takorekoč nobeno spletno podjetje ni izkazovalo pozitivnega poslovnega izida in so bile zatoj uveljavljene metode temeljne analize njihovih delnic neuporabne, bom v drugem poglavju predstavil nekaj metod, ki so jih vlagatelji najpogosteje uporabljali za določanje vrednosti delnic teh podjetij.

V tretjem poglavju se bom posvetil indeksom spletnih podjetij, preučil njihovo sestavo, način izračunavanja in morebitne posebnosti. Zaradi množičnosti tovrstnih indeksov bom bolj podrobno preučil le dva izmed najstarejših, in sicer Internet.comov ISDEX in AMEX-ov spletni indeks, njuno gibanje pa primerjal z gibanjem indeksa S&P 500, ki najbolj ustrezno predstavlja celotni trg.

V četrtem poglavju obravnavam obdobje vzpona, ki se je začelo oktobra 1998 in trajalo do marca 2000. Ugotovili bomo, zakaj se je obdobje začelo prav oktobra 1998, kakšno vzdušje je v tem času vladalo na kapitalskem trgu in v kolikšni meri so k temu vzdušju pripomogla množična občila, borzno-posredniške hiše in njihovi analitiki. V zadnjem poglavju pa opisujem dejavnike, ki so konec marca 2000 sprožili padec vrednosti delnic na ameriških borzah, in posledice padca.

V diplomskem delu bom pogosto navajal spletna in druga podjetja. Ker gre za podjetja, katerih delnice kotirajo na ameriških borzah, navajam za imenom podjetja v oglatih oklepajih še simbol, pod katerim se z delnicami dotičnega podjetja trguje. Občila v ZDA sicer za imenom podjetja običajno navajajo tudi borzo, na kateri njegova delnica kotira, npr. NYSE ali Nasdaq, a ker delnice takorekoč vseh spletnih podjetij kotirajo le na slednjem, razlik v pravilih trgovanja med obema borzama pa povprečen vlagatelj sploh ne zazna, ime borze, na kateri delnice kotirajo, izpuščam.

1. SPLETNA PODJETJA

Na začetku se spodobi opredeliti, katera podjetja so pravzaprav spletna, in katerim izmed njih so v občilih nadeli naziv pika.comi, vendar naj še prej razčistim pojma medmrežje in (svetovni) splet. Medmrežje (angl. internet) je skupek številnih, medsebojno povezanih, znanstveno-raziskovalnih in poslovnih omrežij, ter omrežij za nekatere druge namene, kot so obramba, preprečevanje kriminala, ipd., katerih skupni začetek sega v 60-a leta, ko so raziskovalci na univerzi UCLA postavili teoretične temelje prenosa podatkov med oddaljenimi računalniki in tudi izvedli prvi prenos (The Internet – Past, Present and Future, 2001). Svetovni splet (angl. World-Wide Web), skrajšano splet, pa je miselni otrok Tima Bernersa-Leeja, saj temelji na njegovi ideji o obogatitvi omrežnih povezav s t.im. hipertekstom (angl. hypertext). Splet je pravzaprav je le eno izmed omrežij, ki sestavljajo medmrežje, dasiravno najbolj obsežno, najbolj znano in v tržne namene najbolj izrabljeno

izmed vseh. Kljub jasni ločnici med obema izrazoma pa se, bržkone zaradi površnosti ali pomanjkljivega razumevanja, v domačih občilih, posledično pa tudi v besedišču slovenskega jezika, izraz splet bolje uveljavlja in v večini primerov že povsem nadomešča izraz medmrežje.

Vsled navedenega zato v nadaljevanju namesto izraza medmrežno podjetje raje uporabljam izraz spletno podjetje. Spletna podjetja so vsa tista podjetja, za katera je značilno, da je večina njihovih celotnih prihodkov neposredno ali posredno odvisna od obstoja medmrežja in spleta, ter uporabe na njiju temelječih storitev. Opredelitev natančne spodnje meje deleža celotnih prihodkov, ob pomanjkanju enotne uradne opredelitve, ni enotna, čeprav so razlike zanemarljive. Tako, na primer, Dow Jones & Co. Inc. kot spodnjo mejo navaja 50% delež (Dow Jones to Launch ..., 1999), internet.com Inc., skrbnik indeksa spletnih podjetij ISDEX, pa 51% delež (KCBT, 2001). Ne glede na ta razhajanja pa velja, da so spletna podjetja tista, ki brez medmrežja oz. svetovnega spleta sploh ne bi obstajala.

To, da spletu dolgujejo svoj obstoj, pa je hkrati tudi edina skupna značilnost spletnih podjetij. Gre namreč za izjemno raznoliko gospodarsko dejavnost, za katero pa zaradi njenega kratkega obstoja in bliskovitega razvoja še ni poenotene uradne klasifikacije. Posledično so, na podlagi lastnih izkušenj in iz njih izhajajočega znanja, posamezna podjetja razvila svoje klasifikacije, ki spletna podjetja delijo glede na temeljni način njihove povezanosti s spletom oziroma izrabe le-tega.

Klasifikacije so si med seboj zelo podobne, zaradi že zgoraj omenjenega hitrega razvoja obravnavane dejavnosti pa so prav vse le bolj ali manj dobri približki dejanskega stanja. V izogib naštevanju več podobnih klasifikacij predstavljam v nadaljevanju klasifikacijo, ki temelji na dveh obstoječih klasifikacijah. Prva (KCBT, 2001), ki jo je sestavilo podjetje internet.com Inc., sicer skrbnik indeksa spletnih podjetij ISDEX, je očitno nekoliko starejša, predstavlja pa, predvsem zaradi svoje nazornosti, odličen temelj klasifikaciji, predstavljeni v tem delu. Je tudi med najbolj široko sprejetimi klasifikacijami, ki jo uporablja večje število klasičnih in elektronskih občil, vendar pa s svojimi sedmimi podskupinami spletnih podjetij ne upošteva v ustrezni meri tehnološkega razvoja v zadnjem letu ali dveh. Zato sem se jo odločil dopolniti s klasifikacijo Wall Street Research Neta (WSRN, 2001), ki ta razvoj upošteva, vendar pa, po drugi strani, spletna podjetja preveč drobi, in sicer na kar 13 podskupin.

Spletna podjetja torej lahko razdelimo na naslednje skupine:

- 1) Prvo skupino sestavljajo t. im. spletni trgovci oz. e-trgovci (angl. e-tailers), torej podjetja, ki prek spleta prodajajo blago in storitve ali pa posredujejo pri prodaji le-teh. Tako, na primer, v to skupino sodi Amazon.com Inc. [AMZN], eden pionirjev spletne prodaje, najbolj znan kot največja spletna knjigarna, ki pa se je v zadnjem času razširila

še v prodajalca takorekoč vsega (Too Few Pennies ..., 2000). V skupino e-trgovcev sodijo tudi podjetja, kot je, na primer, Priceline.com Inc. [PCLN], ki organizirajo kupce, ki se zanimajo za nakup določenega izdelka, v večje skupine, te pa se nato uspešneje pogajajo s prodajalci glede cene, dobave, ipd. V to skupino pa štejemo še podjetja, ki organizirajo spletne dražbe, kot npr. eBay Inc. [EBAY], upravljajo enega ali več virtualnih trgov za posamezne gospodarske panoge, kot npr. FreeMarkets Inc. [FMKT] ali VerticalNet Inc. [VERT], ali pa kako drugače posredujejo pri nakupu in/ali prodaji blaga in storitev med posamezniki in/ali podjetji.

- 2) Drugo skupino tvorijo podjetja, ki na svojih spletnih straneh nudijo uporabnikom širok obseg vsebin, ki jih podjetja pripravijo sama ali pa zberejo iz drugih spletnih virov. V primeru, ko prevladujejo iz drugih virov zbrane vsebine, govorimo o portalih, sicer pa o ponudnikih vsebin (angl. content providers).

Bolj kot samo oblikovanje vsebin je za portale značilna možnost hitrega iskanja spletnih strani z željenimi vsebinami (What Is, 2001d). Portali pravzaprav predstavljajo za povprečnega uporabnika nekakšna vstopna vrata v splet. Zato ni čudno, da sodijo portali med daleč najbolj obiskane strani v spletu, z njimi povezane blagovne znamke oz. podjetja pa so znani večini uporabnikov spleta. Najbolj znan je skoraj zanesljivo Yahoo! Inc. [YHOO], katerega inovativna zasnova portala je postala neuradni standard za ostale spletne portale.

T.im. ponudniki vsebin pa so za razliko od portalov vezani na ožje področje, na primer na finance (TheStreet.com Inc. [TSCM]), glasbo (MP3.com Inc. [MPPP]), pa celo vrtnarstvo (sedaj že propadli Garden.com Inc.), ipd. Te spletne strani so zaradi ožje ciljne skupine širši javnosti sicer manj znane, a za obiskovalce, ki vedo, kaj iščejo, bistveno bolj uporabne od splošnih portalov.

- 3) V tretji skupini so podjetja, ki razvijajo programsko opremo, ki posameznikom in podjetjem omogoča dostop do spleta, njegovo uporabo in prilagajanje, ter oblikovanje lastne podobe v spletu, v skladu s potrebami in željami teh posameznikov in podjetij. V to skupino tako sodita podjetji Ariba Inc. [ARBA] in Commerce One Inc. [CMRC], katerih programska oprema omogoča njunim strankam vzpostavitev virtualnih trgov. Poleg spletnih trgovcev uporabljajo njuno programsko opremo tudi industrijski giganti, npr. izdelovalci avtomobilov, gradbena podjetja, itn. (Ante, 2000) V to skupino štejemo tudi podjetja, kot je Vocaltec Communications Ltd. [VOCL], katerega programi omogočajo uporabnikom opravljanje telefonskih pogovorov prek spleta, pa podjetja, ki so razvila spletne brskalnike in programe, ki na strežnikih portalov, ponudnikov vsebin, spletnih trgovcev, ipd., obdelujejo prejete zahteve obiskovalcev in usmerjajo spletni promet, ter številna druga. Gre torej za izjemno raznoliko skupino podjetij, a njena bolj podrobna členitev bi močno presegala okvire pričujočega dela.

- 4) V četrto skupino vštevamo podjetja, ki s svojim kapitalom, intelektualnimi storitvami in strojno opremo omogočajo spletno dejavnost spletnim podjetjem iz ostalih skupin (v angleščini podjetja iz te skupine zelo opisno imenujejo: enablers). Tako lahko, na primer, v to skupino štejemo podjetje do nedavna samostojno podjetje Network Solutions Inc. (sedaj del podjetja Verisign Inc. [VRSN]), ki je bilo dolgo časa edino s strani ICANN-a (Internet Corporation for Assigned Names and Numbers) pooblaščenno podjetje za registracijo spletnih domen pod vrhovnimi spletnimi domenami (angl. top-level domains), kot sta .com in .net (What Is, 2001c). V to skupino štejemo tudi inkubatorje spletnih podjetij in za naložbe v spletna podjetja specializirane sklade tveganega kapitala, kot sta ICG Inc. [ICGE] in CMGI Inc. [CMGI], pa podjetja kot USWeb/CKS [USWB], ki za svoje naročnike oblikujejo spletne strani. Prav tako v to skupino štejemo podjetja, kot je DoubleClick Inc. [DCLK], ki deluje kot spletna oglaševalska agencija, ki povezuje naročnike spletnih oglasov s portali in ponudniki vsebin. Sem pa štejemo tudi podjetja, ki kot, denimo, Cisco Systems Inc. [CSCO] izdelujejo strojno opremo, potrebno za delovanje spleta. Gre torej za še eno zelo pisano skupino, ki pa ji je skupno to, da bi brez nje spletna podjetja iz ostalih skupin težko obstajala, če pa že bi, bi morala biti vsestranska, ter temu ustrezno velika in kapitalsko močna.
- 5) Peta skupina sestoji iz podjetij, katerih dejavnost je usmerjena v zagotavljanje varnosti spletnih strežnikov in uporabnikov, oziroma v preprečevanje prevar, tatvin, nedovoljenih vdorov v strežnike in računalnike uporabnikov spleta, ipd. Svoje poslanstvo uresničujejo na različne načine. Checkpoint Software Technologies Ltd. [CHKP] npr. razvija t.im. požarne zidove, tj. programe, ki preprečujejo vdore, že prej omenjeno podjetje Verisign Inc. [VRSN] pa z izdajanjem verificiranih elektronskih podpisov ponuja svojim uporabnikom ugotavljanje istovetnosti v medsebojnem poslovanju prek spleta. (Kerstetter, 2000)
- 6) V šesto skupino pa uvrščamo ponudnike storitev dostopa do spleta (angl. ISPs ali internet service providers), in sicer ne glede na to, komu svoje storitve ponujajo. Nekaj časa so sicer obstajali tudi ponudniki, ki so svoje storitve ponujali le podjetjem, a jih je povozil čas. Dandanes se ponudniki ne ozirajo na pravni status odjemalca. Med največje sodita Terra Networks, s.a. [TRLN], ponudnik dostopa do spleta v Latinski Ameriki, in svetovno znani AOL Time Warner Inc. [AOL], ki ima samo v ZDA več kot 22 milijonov naročnikov.

Doslej smo obravnavali zgolj t.im. ozkopasovni (angl. narrowband ali low-speed) dostop do spleta, kamor lahko štejemo dostop z analognim modemom (hitrost prenosa podatkov do 56 kbit/s) ali ISDN modemom (hitrost prenosa podatkov 64 kbit/s oz. 128 kbit/s). Prav tako smo se v dosedanji obravnavi omejili le na stacionarni dostop do spleta. Klasifikaciji

moramo zato dodati še dve podskupini spletnih podjetij, povezanih z bolj sodobnima, a hitro razvijajočima se načinoma dostopa do spleta, in sicer:

- 7) V sedmi skupini so podjetja, ki ponujajo strojno opremo, potrebno za širokopasovni (angl. broadband ali high-speed) dostop do spleta, in storitve tovrstnega dostopa, ter podjetja, ki ponujajo vsebine, značilne za širokopasovni dostop. Kot širokopasovni štejemo vsak dostop, pri katerem je prenos podatkov večji od 128 kbit/s, kar omogočajo kabelski dostop, dostop prek zakupljenih telefonskih vodov, pa tudi dostop z družino xDSL modemov, ki omogočajo hitrosti prenosa od 512 kbit/s do 8 Mbit/s prek običajne telefonske linije. Ogromne količine prenešenih podatkov pa omogočajo nemoteno spremljanje vsebin, kot je npr. video, ki jih ozkopasovni dostop ne omogoča.

V to skupino tako štejemo podjetja, kot je Excite@Home Corp. [ATHM], ki je ponudnik kabelskega dostopa do spleta, svojim naročnikom pa omogoča t.im. video na zahtevo (angl. Video-on-Demand, VoD), podjetja, ki kot Juniper Networks [JNPR] izdelujejo optične kable, ter že prej omenjeni Cisco Systems Inc. [CSCO], ki izdeluje modeme, usmerjevalce in drugo strojno opremo, potrebno za širokopasovni dostop.

V to skupino lahko štejemo tudi podjetja, ki s svojimi programskimi ali strojnimi rešitvami pospešujejo pretok podatkov v spletu, čeprav ne gre za širokopasovni dostop. V to skupino jih štejemo zato, ker se rezultat njihovega dela z vidika uporabnika ne razlikuje bistveno od rezultatov nekaterih vrst širokopasovnega dostopa. Tu omenimo podjetji Inktomi Corp. [INKT] in Akamai Technologies Inc. [AKAM]. Obe pretok podatkov pospešujeta tako, da na svoje strežnike namestita izbrane spletne vsebine, ki se sicer nahajajo na uporabniku bolj oddaljenih strežnikih, in s tem skrajšata pot od strežnika do uporabnika. Podjetji se razlikujeta po načinu izbora vsebin, ki jih namestita na svoje strežnike (Futrelle, 2000). Inktomi v sodelovanju s ponudniki dostopa do spleta izbere vsebine, ki jih uporabniki najbolj pogosto zahtevajo (npr. v času svetovnega prvenstva v nogometu rezultate in komentarje tekem), Akamai pa izključno vsebine s strežnikov svojih naročnikov, med katerimi sta tudi Microsoft Inc. [MSFT] in Apple Computers Corp. [AAPL].

- 8) V zadnjo skupino pa lahko štejemo podjetja, katerih izdelki in storitve omogočajo brezžični dostop do spleta in spremljanje izbranih vsebin, tako v zapisu HTML (Hyper-Text Markup Language) kot WAP (Wireless Application Protocol). Sem tako štejemo podjetja, ki izdelujejo t.im. dlančnike, kot sta Palm Inc. [PALM] in Handspring Inc. [HAND], pa podjetja, katerih programska oprema omogoča pretvorbo izbranih vsebin iz HTML v WAP, ter podjetja, katerih portali omogočajo spremljanje tako pretvorjenih vsebin. V to skupino bomo v bližnji prihodnosti lahko šteli tudi tista podjetja, ki bodo prek mobilnega spleta prodajala svoje blago in storitve, torej m-trgovce. Seveda pa v to skupino ne moremo šteti, na primer, izdelovalcev mobilnih telefonov, pa čeprav imajo

nekateri njihovi mobilni telefoni možnost mobilnega dostopa do spleta, saj ta podjetja ne izpolnjujejo kriterija spodnje meje deleža prihodkov, povezanih s spletom.

V skladu z raznovrstnostjo spletnih podjetij se tudi glavni viri njihovih prihodkov razlikujejo (WSRN, 2001). Glavni vir prihodkov e-trgovcev so, razumljivo, prihodki od prek spleta prodanega blaga in storitev, ter od provizij za posredovanje. Prihodke podjetij iz druge skupine (upravitelji portalov in ponudniki vsebin) tvorijo skoraj izključno le prihodki od oglaševanja drugih podjetij na njihovih spletnih straneh, v manjši meri pa prihodki od naročnin. Podjetja iz tretje, četrte in pete skupine svoje prihodke ustvarjajo s prodajo svojih izdelkov in storitev v najširšem pomenu besede. Prihodki podjetij iz šeste skupine pa temeljijo na naročninah za omogočen dostop do spleta.

Sedma in osma skupina, izjemoma, po viru svojih prihodkov nista enotni, saj združujeta zelo različna podjetja, ki jim je skupna le specifična oblika dostopa do spleta. Ponudniki izdelkov za ti vrsti dostopa do spleta svoje prihodke ustvarjajo s prodajo izdelane opreme. Prihodki ponudnikov vsebin, specifičnih za ti vrsti dostopa, izvirajo iz prodaje teh vsebin, v manjši meri pa iz naročnin za te vsebine. Prihodki preostalih podjetij iz sedme skupine pa temeljijo na pobranih naročninah za omogočen dostop do spleta, medtem ko spletnih podjetij, ki bi pobirala naročnine za mobilni dostop do spleta dejansko ni, saj imajo njihovo vlogo mobilni operaterji, ki pa pač ne spadajo med spletna podjetja.

Seveda pa nekaterih, predvsem večjih spletnih podjetij ne moremo preprosto uvrstiti v le eno izmed zgoraj navedenih skupin. Najbolj tipičen primer takega podjetja je, po kriteriju tržne kapitalizacije, največje spletno podjetje – AOL Time Warner Inc. [AOL], pri katerem bi težko našli skupino, v katero ga ne bi mogli uvrstiti. Tako je bil AOL Inc. že pred združitvijo eden največjih ponudnikov dostopa do spleta na svetu, tudi širokopasovnega, razvil je lasten spletni brskalnik, imel je svoj spletni portal, AOL.com, ki je bil pri vseh naročnikih prednastavljen kot domača stran, in ki je bil obenem tudi spletna trgovina, po združitvi s Time Warnerjem Inc. pa je postal tudi pomemben ponudnik vsebin širokopasovnega dostopa.

Sedaj ko smo podrobno opredelili sam pojem spletnega podjetja in podjetja, ki jih štejemo med spletna, opredelimo še, kaj so t.im. pika.comi (angl. dotcoms, dot-coms ali dot.coms). Nesporen je izvor poimenovanja. Le-to namreč izhaja iz imena vrhovne spletne domene ".com", ki je namenjena komercialni uporabi, in pod katero je registriranih skoraj 90% izmed več kot 20 mio vseh poddomen. Ob pojavu podjetij, kot je Amazon.com Inc. [AMZN], ipd., so občila začela govoriti in pisati o pika.comih. Vendar pa je bolj sporno, katera podjetja so pika.comi. Če sledimo logiki in vsebini razlage, ki jo najdemo v enem izmed spletnih pojmovnikov (What Is, 2001c), so to le tista izmed spletnih podjetij, ki so svojo podobo in delovanje zasnovala izključno na spletu. Gre torej v prvi vrsti za e-trgovce, portale in ponudnike spletnih vsebin, vendar pa so mnogi novinarji v vročici, ki je

spremljala prihod spletnih podjetij na kapitalski trg, kot pika.come poimenovali kar vsa spletna podjetja.

Med vsemi spletnimi podjetji so nedvomno najbolj na očeh e-trgovci. Ne brez razloga, saj gre za podjetja, s katerimi se je povprečen uporabnik spleta najpogosteje srečeval. Obenem pa gre, kot smo lahko ugotovili že v zgornji klasifikaciji, tudi za zelo pisano skupino podjetij, ki so se soočala z najbolj ostro konkurenco, tako s strani drugih e-trgovcev in spletnih podjetij, kot tudi s strani tradicionalnih trgovcev. V boju za pridobitev pozornosti vlagateljev, in posledično njihovih finančnih vložkov, so e-trgovci poskušali svoje poslovne modele ločiti od modelov konkurenčnih e-trgovcev z uporabo zvenječih skovank, kot so B2B, B2C, C2C, ipd. Te so svoj namen očitno dosegle, saj so po začetni zmedi postale sestavni del žargona na Wall Streetu, zato je prav, da jih razložimo.

Začnimo z B2C, ki je okrajšava za business-to-consumer, s čimer označujemo tiste spletne trgovce, ki svoje blago in/ali storitve prodajajo potrošnikom. Gre torej za e-trgovce v najožjem pomenu besede. Najbolj znano spletno podjetje, katerega poslovni model temelji na čisti prodaji potrošnikom, je že večkrat omenjeni Amazon.com Inc. [AMZN]. Za to skupino je bilo in je še značilno, da je med vsemi skupinami e-trgovcev največ obljudljala in posledično tudi najbolj razočarala, ter da se je o njej v javnosti in med vlagatelji govorilo bistveno bolj pogosto, kot bi si glede na svoj delež v celotni e-trgovini zaslužila.

Promet podjetij, katerih poslovni modeli temeljijo na B2B oz. business-to-business, je namreč, po podatkih Aberdeen Group (Berger, 2000), že sedaj vsaj 10-krat večji od prometa podjetij iz prejšnje skupine, razkorak pa naj bi se v prihodnje le še povečeval. Ta skupina je bila že od vsega začetka nekakšen tihi velikan, ki mu vlagatelji dolgo niso namenjali pretirane pozornosti, čeprav je ravno B2B najbližje revoluciji, ki naj bi jo splet prinesel. Za razliko od B2C, ki je pravzaprav le klasična prodaja prek novega prodajnega kanala, prinaša B2B podjetjem številne prednosti v primerjavi s klasičnim načinom poslovanja (Cohn et al., 2000). Tako, na primer, omogoča združevanje tako kupcev kot dobaviteljev z namenom večje pogajalske moči, nižje stroške transakcij in hrambe zalog vseh vrst pri vseh podjetjih – členih verige. Kot tak pomeni B2B nadgradnjo (What Is, 2001a) starejše, bistveno dražje in posledično bolj prostorsko omejene elektronske izmenjave podatkov (EDI – Electronic Data Interchange). Eno najbolj znanih podjetij iz te skupine je VerticalNet Inc. [VERT], ki upravlja v času pisanja s 57-imi spletnimi stranmi, katerih osnovni namen je nepristranska pomoč pri vzpostavljanju stikov med kupci in potencialnimi ponudniki znotraj posamezne industrijske dejavnosti. Drugo tako podjetje je FreeMarkets Inc. [FMKT], ki svojim strankam, velikim industrijskim korporacijam, z organizacijo spletnih dražb pomaga pri izbiri najbolj ugodnega dobavitelja (Hof, 2000b).

B2G ali business-to-government je pravzaprav podzvrst B2B, katere namen je poenostaviti pretok informacij in olajšati sodelovanje med javno upravo in podjetji (What Is, 2001b). V

tem okviru lahko javna uprava podjetjem na spletu omogoča dostop do tekočih informacij o drugih podjetjih in poslovnem okolju, odgovarja podjetjem na zastavljena vprašanja, jih obvešča o javnih razpisih, zbranih ponudbah in svojih odločitvah, obenem pa jim omogoča spletni dostop do davčnih in drugih obrazcev v elektronski obliki, ki jih podjetja lahko nato v elektronski obliki izpolnijo in pošljejo ustrezni službi.

Tretja skupina, imenovana C2B ali customer-to-business, predstavlja nov pristop k prodaji, ki mu je ustrezen razvoj dejansko omogočil šele nastanek spleta (Berger, 2000). Tu namreč pogajalska moč iz rok prodajalcev prehaja na potrošnike, ki prodajalcu sami ponudijo ceno, ki so jo pripravljene plačati za določen izdelek ali storitev, ali pa se združujejo v skupine, le-te pa nato skupno nastopajo proti prodajalcem. Prvi pristop, ki se tudi najbolj uveljavlja, zastopa že prej omenjeni Priceline.com Inc. [PCLN], ki potrošnikom omogoča, da sami določijo, koliko so pripravljene plačati za izbrano letalsko vozovnico, letalski prevozniki pa se glede na zasedenost svojih letal s ceno strinjajo ali ne. Tako lahko pridobijo vsi: potniki dobijo cenejše vozovnice, prevozniki bolje izkoristijo letala, Priceline.com Inc. pa pobira provizijo za posredovane vozovnice.

Zadnja skupina podjetij, ki jih štejemo med e-trgovce, je svoje poslovne modele razvila v skladu s pristopom C2C oz. customer-to-customer (Berger, 2000). Gre za organizacijo spletnih dražb, na katerih sodelujejo potrošniki, ki licitirajo rabljeno blago, ki so ga ponudili drugi potrošniki, spletno podjetje pa zaračunava provizijo od prodanega blaga in/ali oglasni prostor, ki ga kupujejo druga podjetja. Daleč najbolj znano podjetje iz te skupine je eBay Inc. [EBAY], na čigar spletnih straneh je moč dobiti vse, od rabljene zibke do testnega modela sovjetske različice vesoljskega taksija.

2. VREDNOTENJE SPLETNIH PODJETIJ

Za ZDA je značilno, da so vlagatelji, bistveno bolj od evropskih, naklonjeni naložbam v delnice. Seveda ni mogoče pričakovati, da bi se povprečen vlagatelj spoznal na bolj poglobljene modele analize delnic, zato je na ameriškem kapitalnem trgu najbolj priljubljen, in torej tudi najbolj pogosto uporabljan, kazalec ustreznosti tržne cene delnice razmerje med tržno ceno delnice in dobičkom na delnico (P/E oz. price-to-earnings ratio).

Preden so začele na ameriškem kapitalnem trgu kotirati delnice spletnih podjetij, je bil ta kazalec kljub svoji enostavnosti in posledičnim pomanjkljivostim vseeno kar uporaben kot orodje za ad hoc oceno o preценjenosti oz. podcenjenosti delnice izbranega podjetja. Podjetja, katerih delnice so v tistem času kotirale na kapitalnem trgu, so bila namreč uveljavljena že dolgo pred javno ponudbo svojih delnic in le izjemoma niso izkazovala dobičkov.

Ko pa so začela na kapitalski trg množično vstopati spletna podjetja, je postal kazalec P/E dokončno neuporaben. Šlo je namreč za povsem nova podjetja, v nekaterih primerih stara le nekaj mesecev. In le redka izmed več kot 350 spletnih podjetij, katerih delnice so konec leta 2000 kotirale na kapitalnem trgu, so ob začetni javni ponudbi svojih delnic (angl. IPO oz. Initial Public Offering) izkazovala dobiček (Wooley, 1999). Večina teh podjetij, vključno z največjimi med njimi, pravzaprav dobička ni izkazovala niti kdajkoli kasneje, neredka pa v času javne ponudbe svojih delnic niso izkazovala niti prihodkov.

Vlagatelji in borzni analitiki so se znašli pred težko rešljivim problemom. Po eni strani ni nihče želel izpustiti nadpovprečnih kapitalskih dobičkov, ki so jih tedaj obljubljale delnice spletnih podjetij, po drugi strani pa ni nihče natančno vedel, kako, če sploh kako, naj oceni vrednost spletnih podjetij, tako da bi zmanjšal tveganje, povezano z vlaganjem sredstev v njihove delnice. In tveganje nikakor ni bilo zanemarljivo. Za delnice spletnih podjetij je namreč bila in je značilna visoka cenovna nestabilnost (McDowell, 2000), saj so njihovi dnevni cenovni skoki dosegali tudi po več 10%.

Čeprav je skoraj vsak analitik skušal sestaviti lastno metodo vrednotenja teh podjetij, pa lahko, glede na izgube, ki jih je ogromna večina teh analitikov oz. investicijskih skladov in borzno-posredniških hiš, pri katerih so bili zaposleni, v obdobju padanja vrednosti delnic spletnih podjetij utrpela, sklepamo, da te metode niso bile preveč uspešne. Poleg tega pa niso bile in niso dostopne javnosti. In ker so na gibanje vrednosti delnic nerazkrite metode gotovo vplivale v manjši meri kot metode vrednotenja, ki jih je, oziroma naj bi vsaj jih, uporabljal povprečen vlagatelj, bom v tem poglavju predstavil le slednje. Pri tem, seveda, ne gre za kakšne zapletene metode, saj jih sicer povprečen vlagatelj ne bi razumel in jih torej tudi ne bi uporabljal.

Razmerje PEG (angl. price-earnings-to-growth ratio). Te metode vlagatelji sicer niso pogosto uporabljali, saj se je, vsaj sodeč po dostopni literaturi, večini zdela prezahtevna, poleg tega pa je, tako kot pri razmerju P/E, iz katerega nenazadnje izhaja, za njeno uporabo potreben pozitiven poslovni izid, tega pogoja pa spletna podjetja, kot rečeno, pogosto niso izpolnjevala. Čeprav so nekateri analitiki opozarjali, da razmerje PEG ne daje ustreznih rezultatov za hitro rastoča podjetja (Sivy, 2000), kakršna so spletna podjetja, so ga drugi pogosto predlagali. Razmerje PEG obravnavam kot prvo, saj je prav zaradi svoje povezave z razmerjem P/E nekako povezovalo trg z obdobjem pred prihodom spletnih podjetij.

Kaj torej pravzaprav je razmerje PEG? Razmerje P/E, ki naj bi vlagateljem pomagalo pri oceni ustreznosti tržne cene delnice nekega podjetja, nam samo po sebi ne pove prav nič več od tega, kolikšno je razmerje med tržno ceno delnice in dobičkom na delnico. Če želimo, pogojno rečeno, ugotoviti podcenjenost ali precenjenost delnic obravnavanega podjetja, moramo ugotovljeni P/E primerjati tako s P/E-ji drugih podjetij kot tudi s P/E-ji obravnavanega podjetja v preteklosti.

Večina vlagateljev, vsaj na ameriškem kapitalskem trgu, se pri tem žal ustavi, ne zavedajoč se, da so si s tem naredili več škode, kot če bi "analizo" preprosto izpustili in delnice kupovali na slepo. V ZDA, in gotovo še kje, namreč med neinstitutonalnimi vlagatelji prevladuje strategija kupovanja delnic z nizkim P/E (Earnings-Based Valuations, 2001). Vlagatelji pa pri tem pozabljajo, da je v dobi osebnih računalnikov in vsem dostopnih baz podatkov o podjetjih in njihovih poslovnih rezultatih nizek P/E le izjemoma posledica dejstva, da je trg tako podjetje spregledal, in da je največkrat posledica resnih težav, s katerimi se podjetje ubada.

Oglejmo si to na konkretnem primeru dveh podjetij. Obe podjetji sta v zadnjem poslovnem letu izkazali dobiček na delnico v višini 1 USD. Kljub temu pa ima delnica podjetja A tržno ceno 20 USD, medtem ko je tržna cena delnice podjetja B enaka 10 USD. V skladu z zgoraj omenjeno strategijo bi se odločili za nakup delnic podjetja B, saj imajo nižji P/E. S to odločitvijo pa smo povsem zanemarili napovedi o prihodnjem poslovanju obeh podjetij, ki ga na kapitalskih trgih lahko izrazimo s pričakovano stopnjo rasti dobička na delnico (angl. earnings per share ali EPS). V našem primeru torej lahko sklepamo, da trg ocenjuje, da ima podjetje A bistveno bolj svetlo prihodnost od podjetja B, in da bo njegov dobiček na delnico torej v prihodnje hitreje rasel (The Fool Ratio, 2001).

In prav to upošteva razmerje PEG, ki je pravzaprav razmerje med P/E obravnavanega podjetja in povprečno, v % izraženo, pričakovano stopnjo rasti dobička na delnico tega podjetja v naslednjih petih letih. V kolikor je torej povprečna pričakovana stopnja rasti EPS nekega podjetja enaka njegovemu razmerju P/E, je PEG enak 1, kar pomeni, da trg delnico tega podjetja ustrezno vrednoti (The Fool Ratio, 2001). Delnice podjetij, katerih PEG je višji od 1, so precenjene, delnice podjetij z razmerjem PEG, manjšim od 1, pa podcenjene. V našem primeru bi lahko trg povprečno stopnjo rasti EPS podjetja A v naslednjih petih letih ocenil na 40%, stopnjo rasti EPS podjetja B pa na 5%. Tako bi bil torej PEG za podjetje A enak 0,5 in bi bila torej delnica tega podjetja podcenjena, PEG podjetja B pa bi bil enak 2, kar bi pomenilo, da je njegova delnica precenjena.

In prav na podlagi takega razmišljanja so nekateri analitiki dokazovali, da so delnice spletnih podjetij ustrezno vrednotene, čeprav so njihovi P/E-ji rušili vse rekorde iz preteklosti. Poglejmo si primer podjetja eBay Inc. [EBAY], ki je bilo eno redkih v svoji dejavnosti, ki je izkazovalo dobiček. Tržna cena njegove delnice je, denimo 26.10.1999, znašala 152 USD, EPS v 12 preteklih mesecih (oktober 1998 - september 1999) pa borih 0,05 USD. Njegovo razmerje P/E je torej znašalo astronomskih 2868, kar je bilo visoko celo za spletna podjetja, a šlo je za podjetje s prihodnostjo. Rast EPS v zadnjem letu je znašala 54,4%, vendar pa so analitiki napovedovali, da bo za naslednjih 12 mesecev znašala okoli 250%, povprečna rast EPS v prihodnjih petih letih pa nekaj manj kot 60%.

To nam da PEG okoli 48, kar je še vedno znatno višje od povprečnega PEG za S&P 500, ki ni nikoli presegel vrednosti 2. eBay Inc. bi sicer glede na pričakovano rast lahko imel P/E okoli 60, kar je približno ustrezalo P/E-ju 65, ki ga je dosegal Microsoft Inc. [MSFT], vendar pa se nekateri niso strinjali z navedenimi ocenami (Mullarney, 1999). Ugotavljali so, da bo stopnja rasti EPS iz leta v leto višja, tako kot naj bi v l. 2000 s 50% skočila na 250%, kar pomeni, da bi moral biti imenovalec v razmerju PEG bistveno višji ne le od 60%, temveč tudi od 250%, in da bo iz leta v leto le še naraščal. Če obenem privzamemo, da se tržna cena delnice ne bo več bistveno spreminjala, kar je sicer ogromen če, bi se tudi števec, tj. razmerje P/E, iz leta v leto zmanjševalo. Torej naj bi se PEG v letu ali dveh bistveno znižal, kar naj bi potrjevalo ustreznost trenutnega vrednotenja podjetja. O pravilnosti razmišljanja ne gre izgubljati besed, kar je konec koncev pokazal tudi čas.

Diskontirana prihodnja tržna cena. To metodo naj bi analitiki najpogosteje uporabljali za vrednotenje spletnih podjetij, čeprav ima bistveno pomanjkljivost: preveč ugibanja, čeprav morda učenega, v zvezi s prihodnostjo (Fitch, 1998). Pravzaprav so prav vsi podatki, ki jih uporabimo v izračunu, stvar ugibanj, tako da je dobljeni rezultat skoraj neuporaben za praktične namene. A spletna podjetja so povzročila vihar, v katerem se je vsakdo skušal znajti, kot se je najbolje znal.

Tudi tokrat ilustrirajmo metodo na konkretnem primeru. Svojčas so bile med vlagatelji izjemno priljubljene napovedi Henryja Blodgeta, analitika pri CIBC Oppenheimerju in Merrill Lynch & Co., v zvezi z vrednotenjem Amazon.com Inc. [AMZN]. Blodget si je sicer sloves pridobil z nekaj uspešnimi napovedmi, ki naj bi jih sestavil kar na letalu. Oglejmo si, kaj in kako je računal (Wooley, 1999).

Najprej je Blodget, na podlagi ocen v zvezi s stopnjo rasti števila Amazon.comovih kupcev in stopnjo rasti vrednosti njihovega povprečnega nakupa, ocenil prodajo Amazon.coma v letu 2003 na 10 mia USD. Potem je ugibal, kolikšno maržo bo takrat v povprečju imel Amazon.com, pri čemer ne gre spregledati, da Amazon.com do časa pisanja še niti enkrat ni izkazal dobička. Kakorkoli že, Blodget je predvidel 12% maržo v povprečju, kar mu je po delitvi s številom izdanih delnic dalo EPS v višini 10 USD. Potem je ugibal, kolikšen bo v letu 2003 Amazon.comov P/E. Odločil se je za 40, kar je glede na razmere v letih 1998-99 vsekakor zelo zadržano. Cena v letu 2003 naj bi torej po njegovih ocenah znašala 400 USD. To ceno pa je bilo potrebno še diskontirati na konec leta 1998. Diskontna stopnja za spletna podjetja se je v tem času najpogosteje gibala med 15% in 45%, pač v odvisnosti od stopnje tveganja (Fitch, 1998). Blodget je za diskontno mero izbral borih 10%, čeprav je Amazon.com Inc. veljal za brezno s sicer inovativnim poslovnim modelom, a brez dna (Too Few Pennies ..., 2000). S tako izbrano diskontno stopnjo je izračunal, da naj bi bila delnica Amazon.coma leta 1998 vredna slabih 250 USD, kar je bilo bistveno več od tedanje tržne cene delnice.

Kako zelo pristranski so lahko bili ti izračuni, lahko pokažemo že z dodatnim izračunom, pri katerem bomo spremenili le dve predpostavki. Tako bi, če bi Amazon.comova povprečna marža leta 2003 namesto 12% znašala 6%, kot diskontno stopnjo pa bi upoštevali tveganju bistveno bolj ustreznih 30%, morala biti tedanja tržna cena delnice te e-knjigarne 54 USD, torej kar 80% manj kot v zgornjem primeru. Blodget se je navedenih problemov sicer zavedal tudi sam in jih je, dasiravno zelo diplomatsko, tudi omenjal v svojih intervjujih (Wooley, 1999).

Razmerje med tržno ceno in prihodki (P/S oz. price-to-sales ratio). Prav zaradi pomanjkljivosti metode diskontiranja, visokih stopenj rasti prihodkov spletnih podjetij in znatnega tveganja, povezanega z vlaganjem vanje, je marsikateri analitik raje uporabil pričujočo metodo (Fitch, 1998). Poleg tega pa se je metoda zaradi svoje enostavnosti uveljavila med tistimi vlagatelji, ki so bili dotlej vajeni izračunavati zgolj razmerje P/E.

Razmerje P/S se namreč od razmerja P/E razlikuje le po tem, da ima v imenovalcu namesto dobička na delnico prodajo na delnico. Prav zato je ta metoda zelo primerna za vrednotenje hitro rastočih podjetij v novonastalih dejavnostih, med drugim torej tudi spletnih podjetij (Revenue-Based Valuations, 2001). Večina visoko-tehnoloških podjetij namreč v prvih nekaj letih ne ustvarja dobička, saj so začetne investicije običajno visoke, podjetja pa vsa razpoložljiva sredstva namenjajo rasti tržnega deleža (Fitch, 1998), torej v nove investicije, kljub temu pa naj bi prav vsako med njimi ustvarjalo prihodke od prodaje, in to s pozitivno stopnjo rasti.

Vendar pa, tako kot to velja za razmerje P/E, nam tudi razmerje P/S, ki ga izračunamo za izbrano podjetje, samo po sebi ne pove prav veliko. Če želimo ugotoviti, kako ustrezna je tržna cena delnice obravnavanega podjetja, moramo izračunani P/S primerjati z razmerji P/S drugih podjetij v dejavnosti. Zgolj za ilustracijo naj navedem, da je dolgoročno povprečje P/S za indeks S&P 500 približno enako 2, medtem ko je bil konec l. 1998 povprečni P/S za spletna podjetja višji od 15 (Fitch, 1998).

Kljub temu se tolikšno razmerje niti ni zdelo pretirano. Ustreznost višine P/S moramo namreč oceniti v povezavi s predvidevanji, kolikšen dobiček na delnico bo neko podjetje sposobno ustvariti v prihodnjih letih, le-ta pa je odvisen od prihodnje prodaje podjetja in povprečne marže, ki jo bo podjetje s prodajo ustvarilo. In spletna podjetja so, za razliko od uveljavljenih industrijskih podjetij, vključenih v indeks S&P 500, v tem času dosegala bistveno višje stopnje rasti prodaje, mnoga med njimi pa tudi sanjsko visoke marže. Tako je, denimo, Yahoo! Inc. [YHOO] leta 1998 glede na leto poprej svoje prihodke podvojil, njegova povprečna marža pa je znašala visokih 32% (Wooley, 1999), Ariba Inc. [ARBA] in druga podjetja, ki podjetjem ponujajo programsko opremo za poslovanje prek spleta, pa več kot 60% (Kerstetter, 2000), česar še zdaleč ne more doseči nobeno od podjetij v indeksu S&P 500.

Metoda vrednotenja na podlagi števila naročnikov (angl. member-based valuations).

Ta metoda, za razliko od doslej obravnavanih, ne temelji na finančnih kazalcih, temveč na stvarnem kazalcu. Za metode, ki temeljijo na stvarnih kazalcih, je značilno, da je smiselnost njihove uporabe omejena na vrednotenje ozko opredeljenih skupin podjetij, ki imajo svojstvene značilnosti, medtem ko lahko večino metod, ki temeljijo na finančnih kazalcih, uporabljamo za vrednotenje kateregakoli podjetja, ne glede na njegovo dejavnost ali siceršnje značilnosti.

Dotično metodo na kapitalskih trgih sicer uporabljajo tudi za podjetja, ki imajo v lasti kabelske sisteme, in operaterje mobilne telefonije, med spletnimi podjetji pa predvsem za ponudnike storitev dostopa do spleta, in sicer ne glede na obliko dostopa, v manjši meri pa za tiste ponudnike vsebin, ki za svoje vsebine zaračunavajo naročnino (Member-Based Valuations, 2001). Največkrat je v zvezi s to metodo omenjan AOL Time Warner Inc. [AOL]. Po podatkih iz julija 2001 je imel AOL Time Warner Inc. samo v ZDA približno 22 milijonov naročnikov. Upoštevajoč, da ostane povprečen naročnik pri AOL-u 30 mesecev, pri čemer znaša povprečna mesečna poraba na naročnika 20 USD, naj bi vrednost tega dela AOL-a znašala 13,2 mia USD.

Metode, ki temeljijo na spletnih kazalcih (angl. web-centric measures). Tu gre za več podobnih metod, ki so predhodni sorodne po tem, da je njihova uporaba omejena na ozke skupine spletnih podjetij, sicer pa temeljijo na kazalcih, razvitih za namene spremljanja spletne dejavnosti, čeprav vključujejo tudi nekatere finančne podatke.

Najprej si oglejmo nekatere izmed najbolj splošno znanih spletnih kazalcev (Wooley, 1999), ki so jih sicer razvile in jih spremljajo agencije, kot sta Nielsen/Net Ratings Inc. (<http://www.nielsen-netratings.com>) in Jupiter Media Metrix Inc. (<http://www.jmm.com>). Doseg spletne strani (angl. reach) nam pove, kolikšen odstotek aktivnih uporabnikov spleta si je v danem mesecu ogledalo določeno spletno stran. V ZDA je, po podatkih za junij 2001, nekaj več kot 100 milijonov aktivnih uporabnikov spleta (N/NR Inc.), kar pomeni, da si je stran, ki ima v ZDA 12-odstotni doseg, v juniju ogledalo 12 milijonov obiskovalcev (angl. unique visitors) iz ZDA, njihovo absolutno število pa je že drugi izmed spletnih kazalcev. Tako ima portal, ki ga upravlja Yahoo! Inc. [YHOO], ki velja za sploh najbolj obiskano stran na spletu, po podatkih za 1. 2000, približno 120 milijonov obiskovalcev mesečno. S številom obiskovalcev sta tesno povezana tudi število ogledanih strani (angl. pageviews) in povprečen čas, ki ga obiskovalec prebije na strani (angl. stickiness). Slednjega dobimo, če skupen čas, ki ga v danem mesecu vsi uporabniki skupaj prebijejo na spletu, delimo s številom ogledanih strani, v povprečju pa znaša, po podatkih za junij 2001, 51 sekund (N/NR Inc.). S kombiniranjem omenjenih kazalcev med seboj in s finančnimi kazalci so vlagatelji skušali sklepati o uspešnosti določenega spletnega podjetja, oziroma o privlačnosti njegovih spletnih strani. Oglejmo si dva primera.

Za portale in tiste ponudnike spletnih vsebin, ki ne zaračunavajo naročnine, je značilno, da pretežen delež svojih prihodkov ustvarijo s prodajo oglasnega prostora na svojih spletnih straneh. Pri Yahoo! Inc. [YHOO], na primer, je svojčas ta delež dosegal kar 90% skupnih prihodkov (Elgin et al., 2000). Vrednost tovrstnih podjetij v očeh vlagateljev je torej odvisna od sposobnosti podjetij privabiti oglaševalce. Za spletno oglaševanje sta značilni dve vrsti plačila. Skoraj 85% spletnih podjetij je prisiljeno sprejeti dogovore, ki opredeljujejo plačilo oglasnega prostora na podlagi števila izvedenih prevezav (angl. click-throughs) na spletni strani oglaševalca, preostalih 15% podjetij, običajno tistih z najbolje obiskanimi spletnimi stranmi, pa je zmožno izsiliti dogovor o pavšalnem plačilu, pri čemer je cena oglasnega prostora odvisna od števila obiskovalcev spletnih strani ponudnika oglasnega prostora, razmerja med številom ogledanih strani in številom obiskovalcev, ter povprečnega časa, ki ga obiskovalci prebijejo na njegovih spletnih straneh. Navedeni kazalci so najbolj zanimivi za oglaševalce, kljub temu pa imajo posredno svojo vrednost tudi za vlagatelje. Slednji pa za oceno ustreznosti vrednotenja tovrstnih spletnih podjetij poleg navedenih kazalcev uporabljajo še razmerje med tržno kapitalizacijo podjetja in skupnim številom ogledanih spletnih strani podjetja.

Po drugi strani pa za primerjave med e-trgovci, katerih prihodki niso odvisni od oglaševanja, temveč kupcev, analitiki tržno kapitalizacijo podjetja primerjajo s številom obiskovalcev njegovih spletnih strani, saj so le-ti, razumljivo, potencialni kupci proizvodov in storitev e-trgovca. Vlagatelje največkrat zanima še, kolikšni so stroški oglaševanja in drugih promocijskih dejavnosti, ki jih ima v povprečju e-trgovec, da na svoje spletne strani privabi obiskovalca, kolikšen delež obiskovalcev dejansko kaj kupi, ter kakšna je povprečna vrednost njihovega nakupa.

Vrednotenje podjetja po delih (angl. break-up value). Nekatera spletna podjetja – najbolj značilen primer je že večkrat omenjeni AOL Time Warner Inc. [AOL] – imajo tako močno razvejano dejavnost, da jih je najbolje ovrednotiti po delih (Fitch, 1998), z uporabo najbolj primerne izmed zgoraj opisanih metod za vsak posamezen del.

Vrnitev k temeljem. Nobena metoda vrednotenja nam ne more dati dokončnega odgovora na vprašanje, koliko je oz. naj bi bilo podjetje vredno, saj nam da vsaka nekoliko drugačen odgovor. Zato je pri vrednotenju podjetij vselej potrebno uporabiti tudi zdravo pamet, kar je bilo še toliko bolj pomembno pri vrednotenju spletnih podjetij v času t.im. spletne vročice.

Kot velja že od nekdaj, naj bi tudi za spletna podjetja, ki naj bi sodila med najbolj verjetne bodoče zmagovalce v svojih tržnih nišah, veljalo, da morajo imeti najmanj: 1) inovativen, po možnosti s patentom zavarovan izdelek ali storitev, ki kupcem ponuja tolikšne prednosti, da jih želijo uporabljati znova in znova, 2) ustrezen odnos do svojih odjemalcev in javnosti, kar pomeni učinkovitost v distribuciji, reševanju reklamacij, odnosov z

javnostni, ipd., 3) ogromen in hitro rastoči potencialni trg, 4) izdelano strategijo osvajanja in ohranjanja tržnega deleža na tem trgu, ter 5) ustrezno formalno izobraženo in izkušeno poslovodstvo, ki lastnikom in zaposlenim vliva zaupanje, konkurentom pa strah (Five Criteria ..., 2001). A čeprav so le redka izmed spletnih podjetij, katerih delnice so kotirale na ameriškem kapitalskem trgu, izpolnjevala več kot en pogoj (tj. potencialno hitro rast), to njihovih vlagateljev večinoma sploh ni motilo.

3. BORZNI INDEKSI SPLETNIH PODJETIJ

Temeljni namen pričujočega diplomskega dela je, kot je razvidno iz naslova dela, raziskati polom delnic spletnih podjetij. Če naj bi polom raziskali, ga moramo seveda najprej opredeliti, in sicer tako časovno kot vrednostno. Obe razsežnosti najlažje razberemo iz borznih indeksov.

Pri tem, seveda, ne moremo uporabiti splošnih borznih indeksov, kot so S&P 500, Nasdaq Composite ali Dow Jones Industrial Average (njihov pomen in značilnosti opisujem v zadnji točki poglavja), saj nam le-ti prikazujejo zgolj dogajanje na izbranem kapitalskem trgu kot celoti. Nas pa ne zanima v tolikšni meri, ali je v ZDA v l. 2000 prišlo do vsesplošnega borznega zloma ali ne, čeprav se temu ne bomo mogli povsem izogniti, temveč nas zanima le, kaj se je na kapitalskem trgu dogajalo z delnicami spletnih podjetij.

K sreči so se le malo po prihodu prvih delnic spletnih podjetij na kapitalski trg začeli pojavljati tudi indeksi, namenjeni spremljanju izključno spletnih podjetij oz. podjetij, ki jih je posamezen snovalec oz. skrbnik takega indeksa razumel kot spletna. Zna pa biti dejavnost snovanja in izračunavanja borznih indeksov tudi dokaj donosen posel, kar je dokazal že Charles Dow, ko je l. 1896 sestavil sloviti indeks največjih industrijskih podjetij, danes imenovan Dow Jones Industrial Average (Hakim, 1998). S tem je Charles Dow postavil temelje podjetju Dow Jones & Co. Inc., ki dandanes dnevno objavlja več kot 3000 različnih borznih indeksov, sam Charles Dow pa se je zapisal med legende ameriškega kapitalskega trga.

Bohotenje števila borznih indeksov, katerih število je v zadnjih letih rastlo komajda kaj počasneje od števila podjetij, katerih delnice kotirajo na borzi, seveda ni značilno le za indekse spletnih podjetij. To nakazuje tako pojav opcij na borzne indekse, ki so se jim kasneje pridružili še t.im. indeksni investicijski skladi (angl. index funds), ki sestavo svojega premoženja neprestano prilagajajo premoženjski sestavi določenega indeksa (McDowell, 2000), kot tudi najnovejši razvoj v smeri izdaje delnic (Bowers, 2001), katerih tržna cena sledi vrednosti določenega indeksa (angl. index tracking stocks).

Kljub vsemu pa število spletnih indeksov, zaradi nepoenotene opredelitve in klasifikacije spletnih podjetij, verjetno raste še hitreje od števila indeksov v drugih dejavnostih. Sama številčnost pa tudi tu ne zagotavlja samodejno kakovosti, saj novi indeksi ne prinašajo bistvenih vsebinskih ali metodoloških izboljšav glede na starejše indekse, res pa je, kot trdijo njihovi skrbniki, da vlagateljem ponujajo večjo možnost izbire (McDowell, 1999). Danes tako obstaja najmanj 20 skrbnikov takih indeksov, pri čemer nekateri skbniki objavljajo več kot en indeks. Večina teh indeksov, razen treh, je nastala v času začetka t.im. spletne vročice, tj. v letih 1998-99.

Podrobna predstavitev vseh indeksov spletnih podjetij bi zavzela večji del predvidenega obsega tega dela, zato bom v nadaljevanju na kratko opisal le nekatere izmed njih, in sicer tiste, ki so zanimivi zaradi svojega izdajatelja, načina izračunavanja, ali česa drugega, bolj podrobno pa bom predstavil par najstarejših in najbolj široko sprejetih spletnih indeksov: AMEX-ov spletni indeks in internet.comov ISDEX.

3.1. ISDEX (Internet Stock Index)

ISDEX je prvi izmed treh indeksov spletnih podjetij, katerih začetek sega v obdobje 1995-96. Od aprila 1996 ga objavlja podjetje internet.com Inc. na istoimenski spletni strani, do časa pisanja pa ga je na svoje strani vključilo več tiskovnih agencij, finančnih časopisov, revij in spletnih strani (KCBT, 2001). V indeks je bilo sprva vključenih samo 11 spletnih podjetij. Število so nato postopoma večali, v začetku marca 1998 pa dosegli končno število podjetij, tj. 50 (Hakim, 1998). V indeks so vključena tista spletna podjetja, katerih delnice kotirajo na ameriškem kapitalskem trgu, in ki po kriteriju tržne kapitalizacije veljajo za največja. Kriterij, ki ga pri internet.com Inc. uporabljajo za spletno podjetje, je, da morajo biti prihodki od spleta enaki ali večji od 51% celotnih prihodkov.

V indeks uvrščena spletna podjetja po trditvah skrbnika predstavljajo, po kriteriju skupne tržne kapitalizacije, najmanj 90% tistega dela celotne spletne dejavnosti, ki je prisoten na kapitalskem trgu (KCBT, 2001). Seznam uvrščenih podjetij pri internet.com Inc. pregledajo in po potrebi prilagodijo dejanskim razmeram na kapitalskem trgu konec vsakega četrtertja, ob združitvah ali prevzemih vključenih podjetij, zaustavitvi trgovanja z delnicami določenega podjetja, ipd., pa tudi med četrtertjem.

Četrtno prilagajanje sestave borznih indeksov med udeleženci na kapitalskem trgu tudi sicer velja za najbolj smotno. Kljub nekaterim zapletom, ki jih to povzroča, je sestavo vsakega borznega indeksa nujno potrebno občasno prilagajati, saj se lahko v nasprotnem primeru zgodi, da v nekaj letih indeks ne bi več predstavljal tistega, kar naj bi pravzaprav predstavljal (McDowell, 1999). Dejavnost podjetij se namreč sčasoma spreminja. Podjetje, ki danes velja za spletno, se bo morda z leti spremenilo v ponudnika kableske TV, in obratno, ali pa njegove delnice ne bodo več kotirale na borzi.

Po drugi strani pa prepogosto, denimo tedensko, prilagajanje sestave indeksa tudi ni zaželeno. Upravitelji indeksnih investicijskih skladov morajo namreč ob vsaki spremembi sestave indeksa oz. premoženja, ki ga le-ta predstavlja, nemudoma prilagoditi sestavo premoženja sklada, ki ga upravljajo, saj se v nasprotnem primeru vrednost premoženja v skladu ne bi več spreminjala v sorazmerju z vrednostjo indeksa. Vsaka transakcija pa je povezana s stroški, ki na koncu negativno vplivajo na donosnost vlagateljev v tovrstne sklade, s tem pa tudi na zanimivost tako skladov kot indeksa samega.

Pri internet.com Inc. pa hkrati z odločanjem o podjetjih, ki bodo v naslednjem obdobju uvrščena v ISDEX, sprejemajo tudi odločitve o tem, kolikšno težo bo imelo posamično podjetje v indeksu. Indeks namreč izračunavajo kot tehtano povprečje po metodi prilagojene tržne kapitalizacije, pri kateri je vrednost posameznih uteži navzgor omejena, in sicer v primeru ISDEX-a na 3,5% (KCBT, 2001). To pomeni, da utež posameznega podjetja ni nujno enaka deležu njegove tržne kapitalizacije¹ v skupni tržni kapitalizaciji indeksa. Ker je vrednost uteži navzgor omejena, je namreč potrebno tržne kapitalizacije tistih podjetij, ki bi to mejo presegla, ustrezno zmanjšati. To storimo tako, da za vsako izmed takih podjetij posebej izračunamo ustrezen količnik zmanjšanja tržne kapitalizacije (KZTK), manjši od 1, s katerim nato pomnožimo dejansko tržno kapitalizacijo podjetja in jo tako ustrezno zmanjšamo. To posledično zmanjša tudi skupno tržno kapitalizacijo indeksa, zato gre za iteracijski postopek, katerega končni rezultat so KZTK-ji za vsa tista podjetja, katerih tržna kapitalizacija presega 3,5% prilagojene skupne tržne kapitalizacije indeksa.

Formula, po kateri izračunavajo vrednost indeksa, je:

$$ISDEX_t = ISDEX_{t-1} * \frac{\sum P_{i,t} * n_{i,t} * w_{i,t}}{\sum P_{i,t-1} * n_{i,t} * w_{i,t}}$$

kjer velja: P_i – tržna cena delnice i-tega podjetja
 n_i – število izdanih delnic i-tega podjetja
 w_i – količnik zmanjšanja tržne kapitalizacije za i-to podjetje ($w_i \leq 1$)

Z omejitvijo vrednosti uteži navzgor preprečimo možnost pretiranega vpliva vrednosti delnic enega ali nekaj podjetij na gibanje vrednosti indeksa. V kolikor vrednost uteži ne bi bila navzgor omejena, bi namreč sprememba tržne cene delnice podjetja, katerega tržna kapitalizacija bi predstavljala, denimo 35% skupne tržne kapitalizacije indeksa, odločilno vplivala na spremembo vrednosti indeksa, s tem pa zelo verjetno zameglila dejansko dogajanje v dejavnosti, ki naj bi jo indeks predstavljal.

¹ Tržna kapitalizacija podjetja je enaka zmnožku trenutne tržne cene njegove delnice in števila izdanih delnic podjetja, zmanjšanega za ponovno odkupljene delnice, tj. delnice, ki jih podjetje vodi v svojih poslovnih knjigah med aktivih.

Seveda pa tovrstna omejitev ne pomeni, da v sestavi indeksa podjetje v določenem obdobju ne bi moglo preseči te meje. Pravzaprav se to dogaja redno, in sicer najbolj pogosto zaradi relativno hitrejši rasti vrednosti delnic nekaterih podjetij glede na delnice drugih podjetij v indeksu v obdobju od zadnje prilagoditve sestave indeksa. Tako so, na primer, 30. junija 2001, tik pred spremembo sestave indeksa, uteži kar osmih podjetij presegale mejo 3,5%, pri čemer je imel najvišjo utež, tj. 5,49%, eBay Inc. [EBAY], vendar pa se je takoj po spremembi, 1. julija, njegova utež zaradi ustrezno zmanjšane KZTK-ja zmanjšala na dovoljenih 3,5% (ISDEX Portfolio Statistics, 2001).

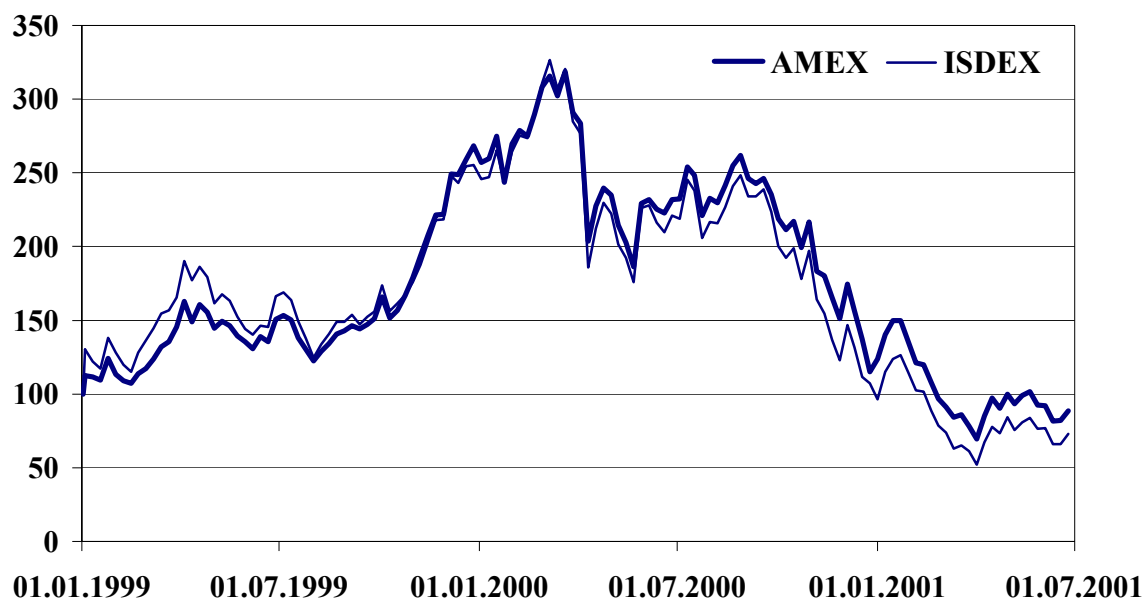
Redkeje do tovrstnih prekoračenj prihaja zaradi združitve ali prevzemov podjetij, vendar pa so prekoračenja v takih primerih lahko bistveno večja, še posebej v primerih, ko je prevzemno podjetje vključeno v indeks, prevzeto pa ne. Najbolj tipičen primer navedenega je pridružitve Time Warnerja AOL-u januarja 2001. Podjetji sta imeli že pred pridružitvijo vsako zase ogromno tržno kapitalizacijo, pri čemer Time Warner Inc. ni bil vključen v ISDEX, AOL Inc. pa je ne le bil vključen vanj, temveč je imel zaradi svoje velikosti že ob prilagoditvi konec decembra 2000 KZTK bistveno manjši od 1 – konkretno 0,05868. Po pridružitvi Time Warnerja je postalo podjetje AOL Time Warner Inc. tako veliko, da je 6. marca 2001 njegov delež v ISDEX-u, ob nespremenjenem KZTK-ja, dosegel 10,56%. Šele po zmanjšanju KZTK-ja konec marca 2001 je delež AOL Time Warnerja spet padel na 3,5% (KCBT, 2001).

3.2. AMEX Inter@ctive Week Internet Index

To je sploh prvi indeks spletnih podjetij na ameriškem kapitalskem trgu in je rezultat skupnega projekta American Stock Exchange Inc. (AMEX) in revije Inter@ctive Week. Prvič je bil indeks izračunan 1. oktobra 1995, torej pol leta pred ISDEX-om. S slednjim ima precej podobnosti. Oba namreč vključujeta po 50 podjetij, pri čemer je kar 28 podjetij vključenih v oba (Hakim, 1998). Prav tako tudi AMEX-ov spletni indeks izračunavajo po metodi prilagojene tržne kapitalizacije. Za razliko od ISDEX-a pa je zgornja meja uteži izjemno visoka, in sicer kar 25% (McDowell, 1999). Ker bi to pomenilo zelo močno odvisnost indeksa od gibanja vrednosti delnic največjih podjetij, skušajo to pomanjkljivost omiliti s pravilom, po katerem seštevek petih najvišjih uteži ne sme presegati 50%. Kljub temu se zdi, da je to za indeks, ki ni nikoli vključeval manj kot 38 podjetij, pretirano.

Najbolj se AMEX-ov spletni indeks od ISDEX-a razlikuje po tem, da kriterija spodnje meje deleža s spletom povezanih prihodkov ne uveljavlja tako strogo. Posledično so v indeks vključena tudi podjetja, ki so sicer tesno povezana s spletom, a njihovi s spletom povezani prihodki ne dosegajo zahtevanega 50% deleža skupnih prihodkov (Hakim, 1998). Vseeno pa takih podjetij ni veliko, le redkokdaj več kot pet, in tudi ta ne sodijo med največjih pet v indeks vključenih podjetij, tako da to ne vpliva na gibanje vrednosti indeksa v tolikšni meri, da ga ne bi smeli obravnavati kot indeksa spletnih podjetij.

Slika 1. Primerjava gibanja AMEX-ovega spletnega indeksa in ISDEX-a med 01.01.1999 in 30.06.2001 (vrednost 01.01.1999 = 100)



Vir: Yahoo! Finance, KCBT

To dokazuje tudi primerjava njegovega gibanja z gibanjem ISDEX-a za obdobje od 01.01.1999 do 30.06.2001, kot je prikazano na sliki 1. Iz grafa je namreč razvidna izjemno visoka soodvisnost gibanja obeh indeksov, pri čemer je bil ISDEX v obdobju rasti v povprečju nekoliko višji od AMEX-ovega spletnega indeksa, v obdobju padanja pa nižji. ISDEX izkazuje tudi nekoliko večjo nestanovitnost: njegov vrh (326,5% glede na vrednost 01.01.1999) za 8 odstotnih točk presega vrhunec AMEX-ovega spletnega indeksa (318,6%), njegovo dno (52,2%) pa je za 17 odstotnih točk nižje od dna AMEX-ovega spletnega indeksa (69,5%).

3.3. Drugi indeksi spletnih podjetij

Najprej omenimo Dow Jones Inc & Co., ki je svojim več kot 3000 indeksom dodal še indeks spletnih podjetij, poimenovan **Dow Jones Internet Index (DJII)**. Osnovni cilj indeksa je vključevati vsaj 80% skupne tržne kapitalizacije tistih spletnih podjetij, katerih delnice kotirajo na kapitalskem trgu (Dow Jones Internet Index, 1999). Temu naj bi bilo podrejeno število v indeks vključenih podjetij, ki pa se doslej še ni premaknilo s 40.

DJII je razdeljen na dva podindeksa, in sicer na **DJ Internet Commerce Index**, v katerega je vključeno 15 podjetij iz vrst e-trgovcev, portalov in ponudnikov spletnih vsebin, ter **DJ Internet Services Index**, v katerega je vključeno 25 podjetij iz preostalih skupin. Za vključitev v indeks mora podjetje najmanj 50% svojih prihodkov ustvariti na spletu oz. v povezavi s spletom (Dow Jones to Launch ..., 1999), njegove delnice pa morajo na

kapitalskem trgu kotirati najmanj tri mesece, pri čemer povprečje zaključnih cen delnice v zadnjih treh mesecih trgovanja ne sme biti nižje od 10 USD.

Oba podindeksa izračunavajo na podlagi metode prilagojene tržne kapitalizacije z zgornjo mejo 10% in s četrletnim prilagajanjem sestave, zanimivo pa je, da v tržno kapitalizacijo všttevajo le tiste delnice podjetja, s katerimi se dejansko trguje (angl. free-float). To pomeni, da ne upoštevajo delnic, ki jih imajo kot dolgotrajne naložbe v lasti institucionalni investitorji, ter člani uprave in nadzornega sveta (Dow Jones Internet Indexes, 2001).

Tudi eden bolj znanih spletnih ponudnikov finančnih vsebin, TheStreet.com Inc., se ni zadovoljil z le enim indeksom (Bowers, 2001). Tako izračunava **Internet Sector Index**, košarico 20-ih podjetij, ki naj bi predstavljala celotno spletno dejavnost, ter **E-Commerce Index**, ki je po sestavi in številu podjetij - teh je 15 - izjemno podoben Dow Jonesovemu, vendar pa za oba TheStreet.comova indeksa velja, da je bolj kot na sami velikosti vključenih podjetij poudarek na ustrezni zastopanosti vseh skupin spletnih podjetij. Tretji indeks, ki pa je tudi najbolj zanimiv, je **E-Finance Index**, v katerega je vključenih 11 podjetij, ki nudijo storitve borznega posredništva prek spleta, kot sta Ameritrade Holding Corp. [AMTD] in E*trade Group Inc. [ET]. Gre za gotovo najbolj ozko usmerjen indeks spletnih podjetij, kar jih v času pisanja obstaja.

Bolj kot sami indeksi je pri TheStreet.comovih indeksih zanimiva metoda izračunavanja (Index Descriptions, 2001). Pri vseh namreč uporabljajo metodo enakih uteži (angl. equal-dollar weighing), s čimer povsem izničijo vpliv tržne kapitalizacije podjetij na gibanje vrednosti indeksa. Dnevna sprememba le-tega je v danem primeru enostavna aritmetična sredina dnevnih sprememb tržnih cen delnic v indeks vključenih podjetij.

Zadnji indeks, ki ga bom omenil, objavlja Chicago Board Options Exchange (CBOE). Čeprav gre za manj pomemben indeks, ki v sliko ne prinaša ničesar novega, pa si zasluži omembo, saj gre za enega izmed prvih treh indeksov spletnih podjetij, čigar začetki segajo v februar 1996 (Does the World Need ..., 1996). Kljub svoji »zrelosti« pa se, za razliko od AMEX-ovega spletnega indeksa in ISDEX-a ni posebej uveljavil, kar je morda posledica manjšega števila vključenih podjetij (spremenljivo, med 12 in 15), ali pa vlagateljem manj privlačne metode izračunavanja, tj. metode enakih uteži.

3.4. Primerjava z gibanjem celotnega trga

Agregatno gibanje vrednosti delnic po dejavnostih in podskupinah dejavnosti spremlja na kapitalskih trgih v ZDA obsežno število indeksov. Pravzaprav je teh indeksov toliko, da niti najbolj zagrizeni analitiki ne morejo spremljati vseh. Prav gotovo pa vsi, ki sodelujejo na trgu, spremljajo tri indekse, ki so bolj ali manj ustrezni preseki celotnega trga. Gre za Dow Jones Industrial Average, Standard & Poor's 500 in Nasdaq Composite Index. Če

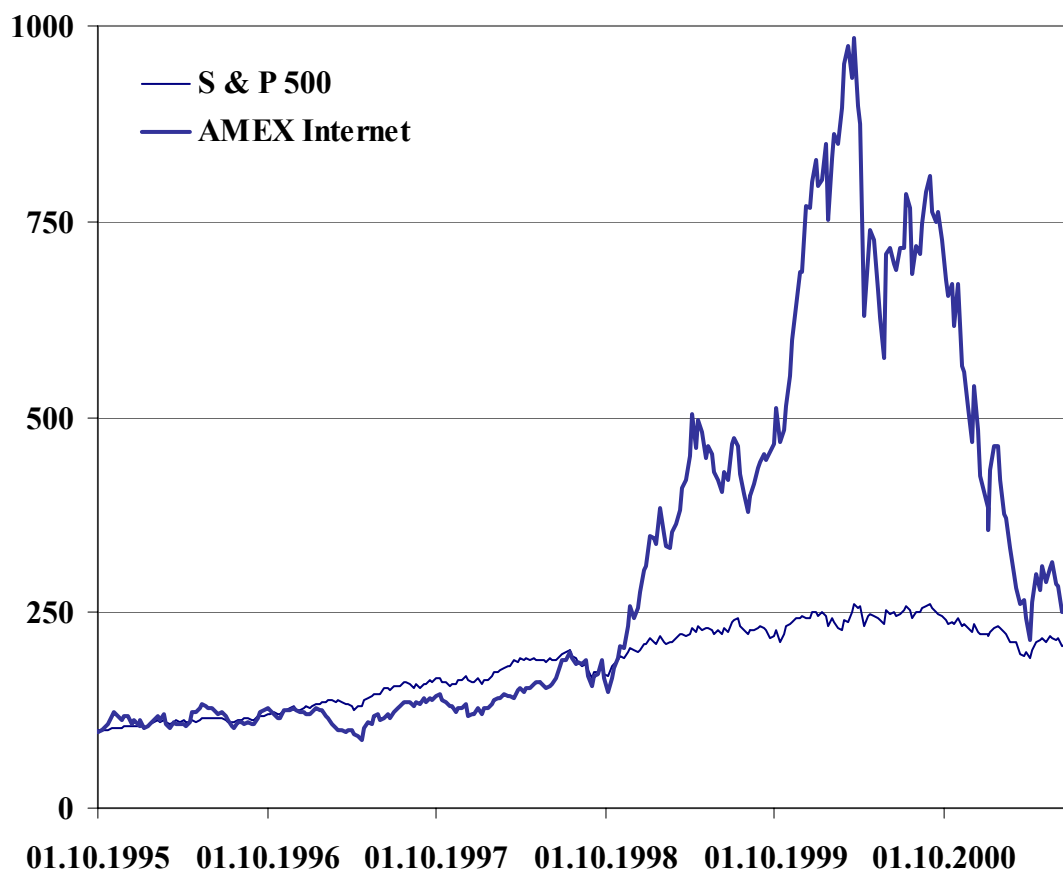
želimo umestiti gibanje vrednosti delnic spletnih podjetij v širše okolje, moramo gibanje izbranega indeksa spletnih podjetij primerjati z gibanjem najbolj primernega izmed teh treh indeksov.

Dow Jones Industrial Average (DJIA) je najstarejši izmed teh treh indeksov. Že l. 1896 ga je začel izračunavati Charles Dow, ki se je takrat odločil sestaviti indeks, ki bi ustrezno predstavljal podjetja, ki bodo najverjetneje vodila industrijsko revolucijo v začetku 20. stoletja (Hakim, 1998). Pod tedanjim imenom Dow Industrials je v indeks sprva vključil 12 podjetij, med njimi obetajoče podjetje izumitelja Thomasa Alve Edisona – General Electric [GE], ki je obenem tudi edino izmed prvotnih podjetij, ki je še vedno vključeno v DJIA. Indeks od l. 1928 dalje vključuje 30 največjih industrijskih podjetij, t.im. "blue chips", katerih skupna tržna kapitalizacija danes predstavlja približno eno petino tržne kapitalizacije vseh podjetij na kapitalskih trgih v ZDA. Indeks še danes izračunavajo tako, kot so ga pred dobrimi sto leti, in sicer kot aritmetično povprečje tržnih vrednosti delnic vključenih podjetij. Kljub njegovi neizpodbitni tradiciji pa DJIA še zdaleč ni ustrezen predstavnik celotnega kapitalskega trga. Njegove glavne slabosti so znatno premajhno število vključenih podjetij, ki so povrh vsega še izključno industrijska, ter zastarel način izračunavanja indeksa. Svoj vrh, 11.722,98 indeksnih točk, je DJIA dosegel 14. januarja 2000.

Nasdaq Composite Index je bistveno novejši indeks. Izračunavati so ga začeli l. 1971 po metodi tržne kapitalizacije, vključuje pa vsa podjetja, s katerih delnicami se trguje na Nasdaq (Nasdaq Index Descriptions, 2001). Gre za več kot 5000 podjetij, ki pa so, žal, pretežno visoko-tehnološka. Prav preobremenjenost s podjetji s področij biotehnologije, telekomunikacij, računalništva, ipd., je z našega vidika tudi glavna pomanjkljivost tega indeksa. Svoj vrh, 5.048,62 indeksnih točk, je dosegel 10. marca 2000.

Standards & Poor's 500 je, vsaj za potrebe pričujočega dela, najboljši izmed omenjenih treh indeksov. Kot pove že njegovo ime, vključuje 500 po kriteriju tržne kapitalizacije največjih podjetij (angl. large caps) z domicilom v ZDA, katerih delnice kotirajo na ameriškem kapitalskem trgu (Blitzer, 2001). Indeks sicer izračunavajo od l. 1923, vendar pa je skupina raziskovalcev univerze v Yaleu l. 1939 za nazaj izračunala njegovo gibanje od l. 1871 dalje. Pri S&P indeks že od vsega začetka izračunavajo po metodi tržne kapitalizacije, kar je prva od njegovih prednosti glede na DJIA, l. 1957 pa so število vključenih podjetij razširili s tedanjih 90 na obstoječih 500. Bistveno večje število podjetij je druga prednost indeksa glede na DJIA, tretja pa je, da S&P 500 vključuje največja podjetja iz vseh na trgu prisotnih gospodarskih sektorjev, pri čemer skušajo pri S&P delež posameznega sektorja v sestavi indeksa čimbolj približati dejanskemu deležu tržne kapitalizacije sektorja v skupni tržni kapitalizaciji, kar je dodatna prednost indeksa glede na DJIA. Svoj vrh, 1.527,46 indeksnih točk, je S&P 500 dosegel 24. marca 2000.

Slika 2. Primerjava gibanja AMEX-ovega spletnega indeksa in S&P 500 med 01.10.1995 in 30.06.2001 (vrednost 01.10.1995 = 100)



Vir: Yahoo! Finance

Če gibanje S&P 500 primerjamo z gibanjem AMEX-ovega spletnega indeksa, lahko z grafa (slika 2) razberemo tri med seboj zelo različna obdobja. V prvem obdobju, ki se konča konec septembra 1998, je za gibanje indeksov značilna srednje močna soodvisnost. V tem obdobju je na trg vstopila večina vodilnih spletnih podjetij, njihovo agregatno vrednotenje pa ni izrazito odstopalo od trendov, ki so vladali na trgu. V obdobju med 01.10.1995 in 01.10.1998 je AMEX-ov spletni indeks pridobil 66,3%, kar pomeni 18,5% povprečno letno rast, S&P 500 pa 71,6%, kar pomeni v povprečju 19,7% rast na letni ravni.

Drugo obdobje se je začelo oktobra 1998, končalo pa konec marca 2000, ko sta tako AMEX-ov spletni indeks kot S&P 500 dosegla svoj vrh. To je obdobje bikov oz. napredujočega trga. V skoraj natanko letu in pol se je S&P zvišal za dobrih 52%, kar na letni ravni znaša nezanemarljivih 32,5%. AMEX-ov spletni indeks pa je v tem obdobju pridobil neverjetnih 492% (227% na letni ravni).

Tretje obdobje se je začelo konec marca 2000, končalo pa skoraj natanko leto dni kasneje, začetek aprila 2001, ko je AMEX-ov spletni indeks, vsaj začasno, pristal na dnu. To je obdobje nazadujočega trga oz. medvedjega trenda. V letu dni je AMEX-ov spletni indeks izgubil skoraj 78,2% svoje vrednosti. S&P 500 sicer ni ubežal padcu - v tem letu je izgubil dobrih 26% svoje vrednosti, kar pomeni enega najhujših padcev v zgodovini ameriškega kapitalskega trga - kljub temu pa se zdi ta padec v primerjavi s padcem AMEX-ovega spletnega indeksa zanemarljiv.

Kljub vrtoglavih spremembam pa naj, preden se v nadaljevanju lotim bolj podrobne obravnave ameriškega kapitalskega trga v drugem in tretjem obdobju, omenim še, da se vlagatelj, ki bi 01.10.1995 vložil svoja sredstva v investicijski sklad, ki bi sledil enemu izmed obeh indeksov, niti ne bi tako slabo godilo, če se svoje naložbe ne bi dotikali do 01.04.2001. Z naložbo v enega izmed skladov, ki sledijo indeksu S&P 500 – in takih skladov v ZDA ni malo – bi hipotetični vlagatelj v petih letih in pol vloženo premoženje takorekoč podvojil. Indeks je v tem obdobju zrasel za 93%, kar je enako 12,7% na letni ravni. Vlagatelju, ki bi se odločil za naložbo v sklad, ki bi sledil AMEX-ovemu spletnemu indeksu, bi se godilo še nekoliko bolje. Indeks je namreč v tem obdobju zrasel za 114,5%, kar na letni ravni znaša skoraj 15% v povprečju.

4. OBDOBJE VZPONA (OKTOBER 1998 - MAREC 2000)

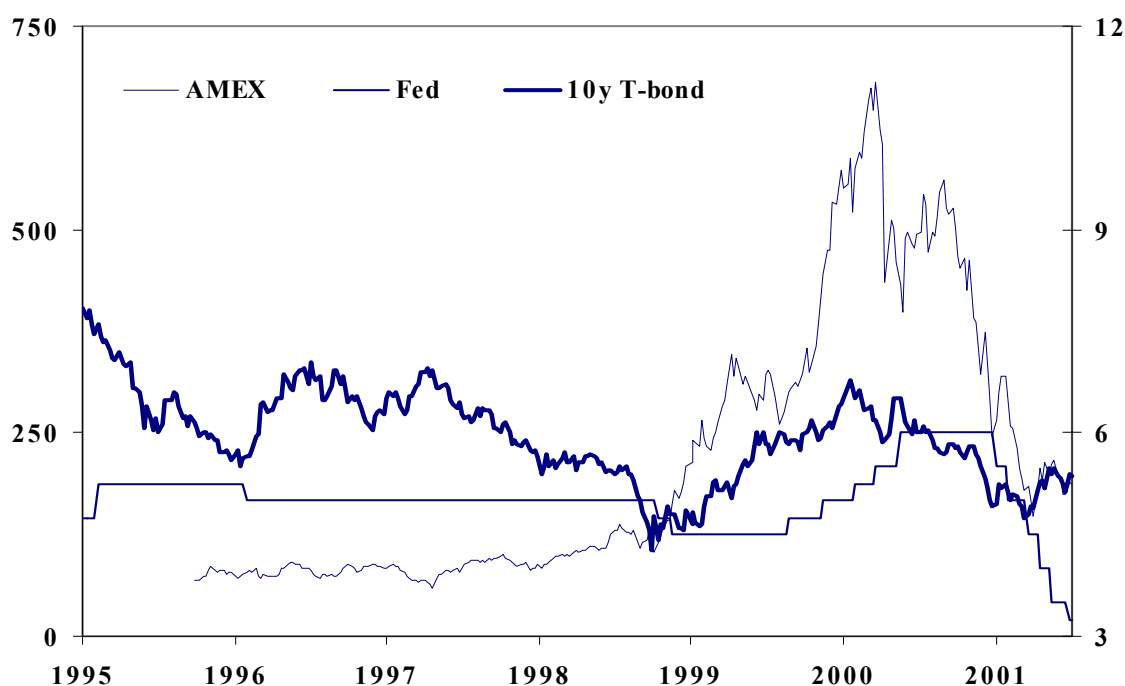
V prejšnjem poglavju smo ugotovili, da so v oktobru 1998 delnice spletnih in ostalih visoko-tehnoloških podjetij dobile nenaden zalet. Agregatna stopnja rasti njihove vrednosti je močno presegla stopnjo rasti produktivnosti in obsega proizvodnje v gospodarstvu. V nadaljevanju poglavja bom skušal odgovoriti na vprašanje, zakaj je do takega nesorazmerja sploh prišlo, in kdo ali kaj ga je pomagal leto in pol vzdrževati, a še pred tem si oglejmo, zakaj se je to obdobje začelo prav oktobra 1998.

Oktober je namreč, če upoštevamo zgodovino, sploh najbolj črn mesec za ameriški kapitalski trg (Profits, What Profits?, 2000). Konec koncev sta bila oba za kapitalski trg najbolj črna dneva prejšnjega stoletja prav oktobrska, in sicer 24.10.1929 in 19.10.1987. Vzrok za tako dogajanje gre iskati v ameriški davčni zakonodaji. Institucionalni vlagatelji, predvsem investicijski in vzajemni skladi, namreč vsako leto oktobra pospešeno prilagajajo svoj portfelj, da bi tako karseda zmanjšali svojo davčno obremenitev, ki se jo ugotavlja glede na stanje 30.10. Skladi zato prodajajo svoje slabe naložbe, da bi s tako nastalimi kapitalskimi izgubami zmanjšali kapitalske dobičke pri naložbah, katerih vrednost se je v preteklem letu zvišala (Smith G., 2000b).

L. 1998 pa ni bilo povsem običajno leto. Svetovni finančni trgi so še čutili posledice t.im. azijske krize leto poprej, potem pa je 17. avgusta ruska vlada razglasila moratorij na svoje v ameriških dolarjih denominirane dolgove. To je pomenilo začetek t.im. ruske krize, ki so

ji vlagatelji skušali ubežati z naložbami v najbolj likvidne ameriške zakladne obveznice, predvsem v 10-letno zakladno obveznico (10-year treasury bond). Zaradi povečanega povpraševanja je njena že tako nizka tekoča donosnost, ki sicer v ZDA izkustveno velja za na trgu najboljši kazalec inflacijskih pritiskov, padla na rekordno nizkih 4,28%. Ruska kriza pa je povzročila tudi bliskovit propad LTCM-ja, nekaj let starega hedge sklada, ki je uspel na podlagi slovesa svojih ustanoviteljev, med katerimi sta bila tudi dva Nobelova nagrajenca, z osnovnim kapitalom 2,2 mia USD nabrati za kar 1,25 bilijona USD dolgov (Shirreff, 2001). Da bi ublažil negativne posledice teh dogodkov na ameriški kapitalski trg, je svet guvernerjev ameriškega sistema centralnih bank (Federal Reserve System), pod vodstvom Alana Greenspana, znatno sprostil svojo dotedanjo monetarno politiko (Bulls, Bears and Greenspan, 2000). Svet guvernerjev je pričel, prvič po približno letu dni, povečevati likvidnost v gospodarstvu. Obseg gotovine v obtoku (M1) se je v zadnjem četrtletju l. 1998 povečal za skoraj 5%. Svet guvernerjev je obenem, prvič po januarju 1996, znižal medbančno diskontno obrestno mero, ki ima v ZDA osrednje mesto med obrestnimi merami.

Slika 2. Primerjava gibanja medbančne diskontne obrestne mere (Fed) in tekoče donosnosti 10-letne zakladne menice (10y T-bond) z gibanjem AMEX-ovega indeksa spletnih podjetij med 01.01.1995 in 30.06.2001



Vir: Yahoo! Finance; U.S. Department of Commerce, Department of Economic Analysis

Tako povečanje likvidnosti kot znižanje obrestnih mer pa pozitivno vplivata na rast tržnih cen delnic. Obrestne mere na rast vplivajo neposredno, prek znižanja diskontne stopnje, ki jo trg uporablja za izračunavanje sedanje vrednosti bodočih denarnih tokov in dobičkov

podjetij (Goldilocks, Pursued by a Bear, 2000). Vpliv povečane likvidnosti pa je bolj posreden. Povečana likvidnost najprej vpliva na povečanje blagajn gospodinjstev, s tem pa zviša tudi delež gotovine v celotnem premoženju gospodinjstva. In ker tako spremenjena sestava premoženja ni več ravnotežna, gospodinjstva gotovino kot premoženjsko obliko, katere delež presega njen ravnotežni delež, menjajo za ostale premoženjske oblike, kot npr. delnice, katerih tržna cena se zaradi povečanega povpraševanja dvigne. Čeprav je opisani postopek teoretičen, pa pozitivno povezavo med večjo likvidnostjo v gospodarstvu in rastjo tržnih cen delnic na kapitalskem trgu potrjujejo tudi nekatere raziskave.

Zniževanje stopnje inflacije se je lepo ujemalo z idejami o vplivih, ki naj bi jih visoko-tehnološka ali informacijska revolucija, na čelu z razmahom spleta, imela na poslovanje podjetij in gospodarstvo kot celoto. Skupek tovrstnih idej so nekateri avtorji poimenovali nova ekonomija. Ta naj bi z nastopom visoko-tehnološke revolucije izpodrinila t.im. staro ekonomijo, ki naj bi predstavljala za obdobje pred informacijsko revolucijo značilen ustroj gospodarstva. Osnovna značilnost nove ekonomije naj bi bili bistveno blažji gospodarski cikli (Mandel, 2000c), po nekaterih razlagah pa naj v novi ekonomiji gospodarskih ciklov sploh ne bi bilo (Goldilocks, Pursued by a Bear, 2000).

Tehnološki napredek, na čelu z razvojem spleta, naj bi z izboljševanjem vseh poslovnih procesov - od nabave materiala, prek proizvodnje in prodaje, do razpečevanja proizvodnih učinkov - zagotavljal neprekinjeno rast produktivnosti v gospodarstvu in s tem preprečeval rast ravni cen (Internet Economics ..., 2000). Doslej razdrobljeni trgi se v novi ekonomiji združujejo: notranji trgi postajajo globalni, iz trgov posameznih industrij pa nastajajo večindustrijski. Splet in drugi sodobni pripomočki omogočajo aktivno sodelovanje na trgu naraščajočemu številu udeležencev, ne glede na njihovo velikost. Uspeh v novi ekonomiji tako ni več odvisen od velikosti udeleženca ali njegove lokacije, temveč od hitrosti, s katero se prilagaja spremembam na trgu (Smith K., 2000). In te spremembe so, v primerjavi s t.im. staro ekonomijo, bliskovite: podjetji, ki danes sodelujeta, sta lahko že naslednji mesec konkurenta, mesec kasneje pa spet sodelujeta. Posledično se zaostrejuje konkurenca med udeleženci na trgu, k čemur pripomore tudi vse lažji dostop do informacij, to pa naj bi vodilo k vse večji učinkovitosti v proizvodnji, vse višjim dobičkom podjetij in stabilnim cenam (Cohn et al., 2000).

Nedvomno drži, da so nekatera izhodišča nove ekonomije pravilna. Razmah spleta je in tudi v prihodnje bo nižal stroške poslovanja podjetij, in to na več načinov (Internet Economics ..., 2000). Nabava sestavnih delov in materiala prek spleta bo podjetjem znižala stroške samega materiala, saj bodo podjetja lahko izbirala med bistveno večjim številom ponudnikov kot doslej, med katerimi bo vladala ostrejša konkurenca. Prav tako bo nabava prek spleta znižala stroške posamezne transakcije. Če so doslej v nabavnih službah klicali številne potencialne ponudnike, zbirali njihove ponudbe prek telefaksa, po pošti, ipd., bodo odslej lahko vse to opravili na enem mestu, z enim orodjem in v bistveno krajšem času.

Raziskava, ki so jo opravili pri Goldman Sachs (Internet Economics ..., 2000), trdi, da se možni prihranki po uvedbi nabave prek spleta gibljejo med 2% pri nabavi premoga in kar 40% pri nabavi elektronskih sestavnih delov. Skupni stroški izdelave avtomobila naj bi se, po tej raziskavi, znižali za 14%. S še večjimi prihranki lahko računajo v dejavnostih, kot je bančništvo. Tako raziskava, ki so jo opravili pri Lehman Brothers (Internet Economics ..., 2000), ugotavlja, da je povprečen strošek prenosa denarja z računa na račun enak 1,27 USD, če ga komitent opravi prek bančnega okenca, 0,27 USD, če ga opravi prek bančnega avtomata, in samo 0,01 USD, če ga komitent opravi prek spleta. To pa še niso vsi prihranki, ki jih podjetjem omogoča nova tehnologija. Med prihranke lahko v večini dejavnosti vštujemo tudi znižanje stroškov zalog, ki izhaja iz boljšega sodelovanja z dobavitelji, denimo v obliki koncepta JIT (angl. just-in-time), in boljšega nadzora nad obstoječimi zalogami.

Vendar pa znižanje stroškov še ne pomeni samodejnega povišanja dobička teh podjetij, kot so sklepali nekateri avtorji (Internet Economics ..., 2000). Ta povezava bi držala le, če bi podjetja, kot npr. izdelovalci avtomobilov, kljub znižanju stroškov uspela ohraniti nespremenjene cene svojih končnih izdelkov ali storitev. To pa ni ekonomsko smiselno, saj se podjetja v tržnem gospodarstvu potegujejo za kupca z agresivno cenovno politiko, splet pa konkurenčnost, kot smo ugotovili, le še povečuje. Podjetja sicer vse pogostejše tekmujejo tudi s kakovostjo, vendar pa te ni moč izboljšati brez ustreznega zvišanja stroškov. Poleg tega lahko predvidimo, da bi se v primeru, ko bi podjetja sklenila kartelni dogovor, ki je že sam po sebi protizakonit, in tako vzdrževala neznižane cene, zelo kmalu združili tudi njihovi dobavitelji in s podobnim dogovorom dvignili cene svojih izdelkov na staro raven. Koristi od znižanja stroškov v posameznih panogah imajo torej, v obliki nižjih cen materiala in sestavnih delov, predvsem odjemalci proizvodnih učinkov teh panog, v končni fazi pa torej izključno potrošnik, kar je sicer pokazal že tehnološki napredek v preteklosti (Internet Economics ..., 2000). Sklenemo torej lahko, da tehnološki napredek na dolgi rok vpliva, in to negativno, le na dobičke podjetij, ki v razvoj ne vlagajo, saj tako izgubljajo svojo konkurenčnost, medtem ko na dobičke podjetij, ki v razvoj vlagajo, nima ne pozitivnega ne negativnega vpliva.

Prav tako avtorjem ideje o novi ekonomiji ni moč oporekati trditve, da splet z 1) večanjem števila udeležencev na trgih, 2) nižanjem vstopnih ovir, kot sta npr. potrebna velikost podjetja ali zemljepisna bližina trga, 3) izboljševanjem obveščenosti tako kupcev kot prodajalcev, ter še čim, dejansko povečuje konkurenco na trgih in jo za nekaj korakov približa tisti v modelu popolne konkurence (Internet Economics ..., 2000). Višja kot je stopnja konkurence, manj se razdelitev proizvodnih dejavnikov med različne možne uporabe razlikuje od optimalne, s tem pa se ustrezno povečata tudi produktivnost in bruto domači proizvod gospodarstva.

Vendar pa posledično povečanje produktivnosti, in s tem obsega proizvodnje, ni in ne more biti neomejeno, kot so nekateri trdili. Ko se koristi od nove tehnologije uveljavijo v vseh gospodarskih dejavnostih, se vpliv te tehnologije na rast produktivnosti in rast BDP porazgubi. To se, seveda, ne zgodi v trenutku, saj se nova tehnologija, v našem primeru splet, v gospodarstvu uveljavlja postopoma (D'Andrea Tyson, 2000), zato produktivnost in BDP rasteta mnogo let, a njuna rast se iz leta v leto upočasnjuje, in njuna nadaljnja rast je odvisna od pojava tehnologije naslednje generacije. Tako so v 19. stoletju novo zgrajene železniške povezave ameriški BDP povečale za približno 10%, a njihov vpliv je v začetku 20. stol. pojenjal (Internet Economics ..., 2000). Po ocenah, ki so jih naredili pri Goldman Sachs, naj bi bil preostali vpliv spleta, torej vpliv v 21. stol., na ameriški BDP še nekoliko manjši, približno 5%, pri čemer naj bi do vsaj polovice tega povečanja prišlo do konca desetletja, nato pa bo za nadaljnjo rast potrebno začeti iskati nove tehnologije.

Na podlagi povedanega se sicer zdi, da širitev spleta dejansko lajša inflacijske pritiske, saj s povečevanjem produktivnosti in konkurenčnosti brzda ali celo znižuje cene (Mandel, 2000c), vendar tudi ta učinek v najboljšem primeru traja le, dokler gospodarstvo ne doseže nove ravnotežne točke pri višjem BDP in nižjih cenah. In še to bi veljalo le, če bi bila monetarna politika centralne banke povsem nevtralna, rast obsega povpraševanja pa ne bi prehitela rasti obsega ponudbe (Internet Economics ..., 2000). Konec koncev je inflacija v prvi vrsti monetarni pojav. In ker naloge monetarnih oblasti le-tem zelo redko narekujejo nevtralno vlogo, ljudje pa obseg svoje potrošnje bolj kot dejanskim prilagajajo pričakovanim povečanjem realnih dohodkov, je trditev, da v novi ekonomiji ni prostora za inflacijo, omejena na skupek težko uresničljivih predpostavk.

Očitno pa so tovrstni argumenti zoper novo ekonomijo večinoma naleteli na gluha ušesa. Temu se niti ne smemo pretirano čuditi, saj je šlo za podrobnosti, s katerimi povprečen vlagatelj po vsej verjetnosti sploh ni bil seznanjen, po drugi strani pa so napovedi avtorjev ideje o novi ekonomiji v tem času podpirale številne napovedi in statistični podatki. Tako je bila letna stopnja rasti investicij podjetij v informacijsko tehnologijo že od začetka 90-ih let višja od 10% (Internet Economics ..., 2000), proti koncu desetletja pa je le še naraščala. Pričakovana stopnja inflacije je bila, kot smo že omenili, na najnižji ravni v zadnjih 20-ih letih. Prav tako se je vztrajno zmanjševala brezposelnost, produktivnost pa povečevala. Poleg tega so različne ustanove in agencije spleta napovedovale dolgoletno eksponentno rast. Tako je Forrester Research l. 1998 napovedal, da se bo do l. 2003 skupen promet, ki ga bodo prek spleta opravila podjetja med seboj, torej B2B, s tedanjih 43 milijard USD povišal na 1,3 bilijona USD (Smith K., 2000). Pri Gartner Group so prečko postavili še bistveno višje – na 4 bilijone USD (Internet Economics ..., 2000).

Vendar pa glavne vloge pri ustvarjanju in vzdrževanju t.im. spletne vročice na trgu niso imeli ne avtorji ideje o novi ekonomiji ne njihovi nasprotniki. Glavno vlogo so imela množična občila (Vickers, Weiss, 2000). Le-ta namreč presegajo informacije, ki jih bodo

posredovala svojim bralcem oz. gledalcem, in v času izrazito potrošniške kulture in močne konkurence na medijskem trgu ZDA so se odločala javnosti posredovati tisto, kar njihove bralce in gledalce bolj pritegne: zgodbe o bogatenju na račun vrtoglave rasti vrednosti delnic na kapitalskem trgu. Tako so v tem času nastale številne spletne strani, namenjene izključno tej temi, dnevniki so uvedli obvezne priloge, vse večje TV postaje v ZDA pa so v najbolj gledanih terminih uvedle pol- ali enournu poročila o dogodkih, ki so tisti dan zaznamovali dogajanje na kapitalskem trgu. Kapitalski trg je vse bolj pridobival kulturne značilnosti (Vickers, Weiss, 2000), s čimer si je zagotovil stalen pritok svežega kapitala, ki so ga vlagali neizkušeni, predvsem enodnevni vlagatelji.

In ker borznih poročil brez borznih analitikov ni, so v oddaje vabili tudi njih. Analitiki so postajali TV zvezde (Thornton, 2000), marsikdo med njimi pa je žal ta svoj status zlorabil, kar bodo verjetno pokazale naknadne preiskave. Abby J. Cohen, analitičarka pri Goldman Sachs & Co., Mary G. Meeker, analitičarka pri Morgan Stanley Dean Witter, ter že v prejšnjih poglavjih omenjeni Henry Blodget, če omenimo samo najbolj izpostavljene, so se hitro naučili izkoriščati ponujeno priložnost za brezplačno promocijo sebe in blagovnih znamk svojih delodajalcev, ter delnic, ki so jih njihove banke, borzno-posredniške hiše ali skladi imeli v svojem portfelju, a so se jih, po možnosti ob visokih kapitalskih dobičkih, želeli znebiti zaradi njihove očitne precenjenosti (Vickers, Weiss, 2000). TV gledalcem je namreč za odločitev za nakup zadostovalo že, da je bila delnica pravkar omenjena na TV. To je bil žal najbolj zanesljiv (zakonit) način napihovanja tržne cene izbrane delnice, ne glede na njeno notranjo vrednost. Tako se je neredko zgodilo, da se je cena takih delnic v eni uri od omembe na TV kar podvojila (Vickers, Weiss, 2000).

Medtem ko za tovrstne zlorabe ni moč kar povprek kazati s prstom na vse analitike in njihove delodajalce, pa so analitiki kot celota v obdobju rasti vrednosti delnic spletnih podjetij precej omilili tudi svojo siceršnjo poklicno sumnjičavost in zadržanost. Če je bilo razmerje med številom njihovih priporočil za nakup delnic določenega podjetja in številom priporočil za prodajo delnic deset let pred tem le 10:1, je v konec l. 1999 in v začetku l. 2000 poskočilo na kar 72:1 (Vickers, Weiss, 2000). Mary G. Meeker, ki jo je revija Fortune imenovala za tretjo najbolj vplivno žensko v ZDA v l. 1999, na primer sploh nikoli ni izdala priporočila za prodajo delnic kakšnega spletnega podjetja, pa čeprav je decembra 1999 izjavila, da so delnice 90% spletnih podjetij precenjene (Vickers, Weiss, 2000).

Analitiki so prek množičnih občil najbolj vplivali na t.im. enodnevne vlagatelje (angl. day-traders), ki so dotlej v delnice vlagali kvečjemu posredno, prek investicijskih ali pokojninskih skladov, v pričajučem obdobju pa so, brez kakršnihkoli predhodnih izkušenj, s pomočjo zgolj TV oddaj vprašljive kakovosti in osebnega računalnika začeli večkrat na dan kupovati in prodajati delnice podjetij, za katera niso nikoli poprej niti slišali. K množičnosti enodnevnih vlagateljev so pripomogli tudi vse bolj številni diskontni borzni posredniki, ki so svojim strankam resda omogočali kupovanje in prodajo delnic kar prek

spleta, in to ob bistveno nižjih provizijah za posredovanje od dotlej uveljavljenih, vendar pa obenem povsem zanemarili svojo vlogo finančnih svetovalcev za svoje stranke, s čimer so še dodatno prispevali h katastrofalno slabemu znanju in odločivam tovrstnih vlagateljev.

Da je bilo to znanje res slabo, nakazujejo različne raziskave in ankete. Raziskava, ki jo je izvedla Consumer Federation of America (CFA), je razkrila sledeče (Vickers, Weiss, 2000). Le 38% v raziskavi anketiranih vlagateljev je vedelo, da se ob znižanju obrestnih mer cene obveznic dvignejo. Še huje, komaj vsakemu šestemu vlagatelju je bilo jasno, da višji stroški negativno vplivajo na dobiček podjetja. A to ni vplivalo na njihovo samozavest. Če gre verjeti anketam, je še konec leta 2000, torej po polomu, kar 79% vlagateljev verjelo, da lahko "premagajo trg", oziroma da lahko ustvarijo višji letni donos od povprečnega tržnega (Coy, 2000b). Odstotek v letih pred tem je bil nemara še višji, še posebej med enodnevnimi vlagatelji. Upoštevajoč raven znanja, ki naj bi jo povprečen ameriški vlagatelj izkazoval, in ki naj ne bi bistveno presegala razumevanja razmerja P/E, je to prav neverjeten odstotek, ki pa morda najbolj ustrezno odseva tedanje razpoloženje - Alan Greenspan (Miller, Cohn, 2000) ga je svojčas poimenoval kar neutemeljena vzhičenost (angl. irrational exuberance) - na ameriškem kapitalskem trgu.

In v takšnem okolju so vlagatelji brez pomislekov privzeli, da spletna podjetja sprva ustvarjajo izgube. To je namreč pomenilo, da si podjetje ustvarja tržni delež ali da celo ustvarja povsem novo tržno nišo. Še več, če podjetje ni ustvarjalo izgub, so ga vlagatelji obravnavali kot porazenca, ki mu bodo tržni delež prevzela podjetja z bolj podjetnimi, na tveganje pripravljenimi poslovodstvi, to je podjetja, ki so ustvarjala izgubo (Vickers, Coy, 2000).

Vlagatelji so tako brez zadržkov vlagali tudi v spletna podjetja, ki so bila ustanovljena le nekaj mesecev pred začetno javno ponudbo njihovih delnic, in katerih poslovni načrti so bili večinoma ali slabi ali pa celo le plagiat že tako slabih poslovnih načrtov drugih spletnih podjetij (Vickers, 2000). S tem so vlagatelji dosegli le, da se je v vsaki spletni tržni niši gnetlo tudi po 10 in več podjetij, ki so na račun po astronomsko visokih cenah prodanih delnic sicer imela kopico svežega kapitala, le redko pa tudi izvirno lastno strategijo, ki naj bi podjetju zagotovila prevlado v tržni niši (Green et al., 2000). Izraz, ki ga je uporabil Alan Greenspan, je bil torej več kot ustrezen.

5. OBDOBJE PADANJA (APRIL 2000 - MAREC 2001)

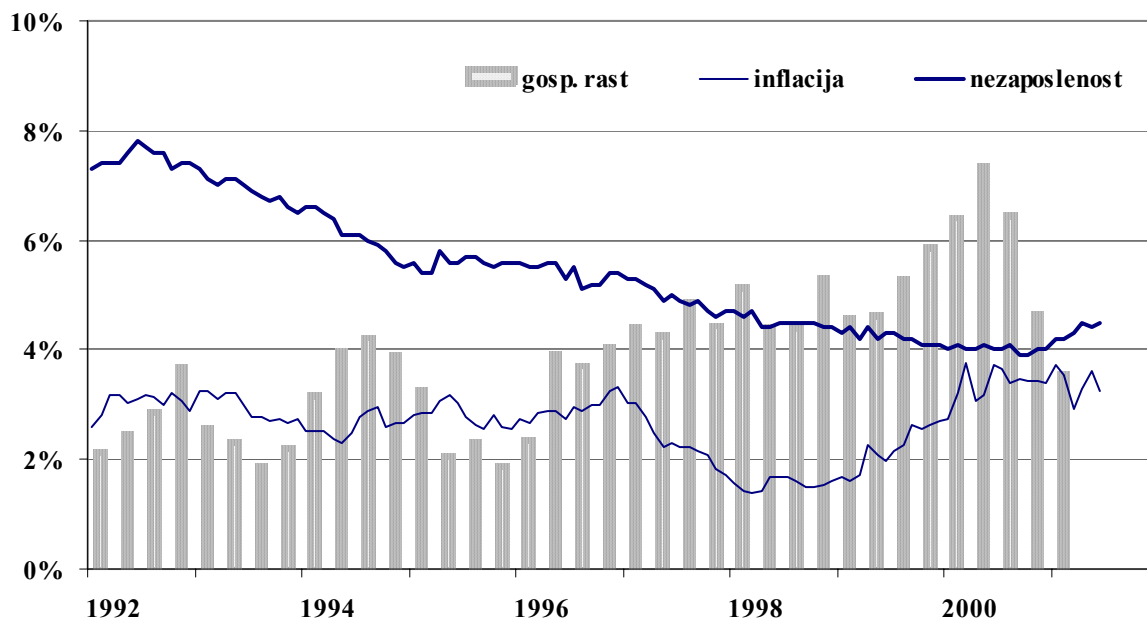
Črni oblaki so se nad ameriškim kapitalskim trgom začeli zbirati že dolgo pred koncem marca 2000. Da je vrednotenje nekaterih podjetij napihnjeno, se je začelo zavedati vse večje število vlagateljev. Vzpon bi se najverjetneje končal že pred Novim letom 2000, če ne bi šlo za izjemno obdobje – sporni prestop v novo tisočletje - in z njim povezane

posebnosti. Po eni strani bi to obdobje lahko primerjali s prestopom iz 19. v 20. stoletje, ki so ga praznovali 1. januarja 1901. Vsesplošnega vzhičenja javnosti, ki je bila tudi takrat pod vtisom pričakovanj o neslutnem tehnološkem napredku v prihajajočem stoletju, so se vlagatelji našli tudi pred dobrimi 100 leti, tako da so delnice na ameriških borzah junija 1901 dosegle vrednosti, na katerih ponovitev je bilo nato potrebno čakati vse do septembra 1929. A za razliko od l. 1900 je konec l. 1999 na rast vrednosti delnic vplival še en dejavnik - t.i. milenijski hrošč (angl. Y2K bug). V izogib morebitnim negativnim posledicam, ki bi jih ta hrošč znal povzročiti v prvih dneh l. 2000, je svet guvernerjev FRS v zadnjem četrtletju l. 1999, podobno kot leto prej, povečal obseg gotovine v obtoku (M1) za skoraj 6%, kar je vzpodbudilo nadaljnjo rast vrednosti delnic (Goldilocks, Pursued by a Bear, 2000).

Po Novem letu je začel svet guvernerjev odvečno likvidnost pospešeno umikati iz obtoka, kar je bil prvi znak prihajajočega konca rasti vrednosti delnic. Drugi znak je bilo znatno povečanje nestanovitnosti vrednosti delnic v prvih treh mesecih l. 2000 (To Infinity and Beyond, 2000). Povprečna nestanovitnost delnic, vključenih v indeks Nasdaq-100, se je v tem kratkem obdobju z nekaj več kot 30% zvišala na skoraj 50%, kar je dober pokazatelj hitrosti in obsega, s katerima je pojemala prepričanost vlagateljev o ustreznosti vrednotenja visoko-tehnoloških podjetij (Wake-Up Call, 2000). Da je eksplozivna zmes presegla svojo kritično maso, pa so poskrbela poročila o naraščajoči inflaciji. Indeks cen življenjskih potrebščin (angl. CPI - Consumer Price Index) je od januarja 2000 dalje pospešeno rasel. V marcu se je tako raven cen povišala za 0,9%, kar je pomenilo najvišjo mesečno inflacijo po septembru 1990, inflacija na letni ravni pa se je v pičlih dveh mesecih dvignila za več kot eno odstotno točko, na 3,8%, od marca 1999 pa za več kot dve odstotni točki. Ta podatek sam po sebi ne bi smel povzročiti takega plazua, a marca 2000 ni nihče več dvomil, da bo zaradi grozeče inflacije svet guvernerjev FRS le še stopnjeval politiko višanja obrestnih mer (After the Gold Rush, 2000), ki jo je začel avgusta 1999. Takrat je namreč prvič po februarju 1995 sprejel odločitev o zvišanju medbančne diskontne obrestne mere, in sicer za četrto odstotne točke na 4,75%. Neposredni povod za tedanje odločitev je bila prav zaskrbljenost guvernerjev glede morebitne naraščajoče stopnje inflacije.

Indicev, ki so njihovo zaskrbljenost upravičevali, je bilo v tistem času kar nekaj. Stopnja realne gospodarske rasti je bila iz četrtletja v četrtletje višja - od l. 1995, ko je na letni ravni znašala slaba 2%, se je v l. 1999 povzpela na skoraj 6% - to pa bi ob že tako nizki stopnji brezposelnosti (pribl. 4%) lahko vodilo do pritiskov v smeri prekomerne rasti plač. Svet guvernerjev je zadržano spremljal tudi izjemno stopnjo rasti kapitalskega trga, ki je bistveno presegala 2,8% letno rast produktivnosti v gospodarstvu (Smith G., 2000a). Če k temu dodamo še dejstvo, da se je tekoča stopnja donosa 10-letne zakladne obveznice, za katero smo že omenili, da velja za najbolj zanesljiv kazalec prihodnje stopnje inflacije na kapitalnem trgu, od oktobra 1998, ko je znašala 4,28%, do januarja 2000 povišala za 2,5 odstotni točki, lahko sklenemo, da je bila zaskrbljenost guvernerjev utemeljena, odgovor pa jasn: zviševanje obrestnih mer.

Slika 4. Stopnje realne gosp. rasti, inflacije in brezposelnosti v ZDA v letih 1992-2001



Vir: U.S. Department of Commerce, Department of Economic Analysis

Zviševanje obrestnih mer pa, kot je znano, negativno vpliva na dobiček podjetij in njihovo stopnjo rasti. Zadolževanje namreč postaja vse dražje, brez zunanjega financiranja pa upade tudi obseg investicij, ki predstavljajo temelj rasti podjetja. Nižja stopnja rasti in manjši dobički pa naj bi povzročili znižanje tržnih cen delnic podjetij. Pričakovati bi torej smeli, da se bo rast vrednosti delnic zaustavila že jeseni l. 1999. In, če pogledamo nekoliko bolj natančno, se tudi je. Ameriški kapitalski trg je bil namreč v drugi polovici l. 1999 in v začetku l. 2000 razcepljen. Borzni indeksi so rastli, čeprav so tržne cene delnic industrijskih podjetij, ki predstavljajo ogromno večino podjetij na kapitalskem trgu, vztrajno padale. Tako je sicer S&P 500 leta 1999 zrastel za 21%, vendar pa je bila skupina komaj 20-ih podjetij nove ekonomije zaslužna za kar 93% te rasti (Smith G., 2000a). Podobna je bila tudi slika v prvem četrtletju l. 2000. Padcu so se izognili le visoko-tehnološki sektorji: biotehnologija, polprevodniki, mobilna telefonija in nekatere skupine spletnih podjetij, predvsem B2B in infrastrukturna podjetja. Za podjetja iz teh sektorjev je namreč na trgu veljalo prepričanje, da so neobčutljiva na višje obrestne mere (Smith G., 2000a). Podjetja, ne glede na svojo dejavnost, naj bi se namreč lahko odpovedala marsičemu, ne pa tudi investicijam v novo tehnologijo, ki je nujno potrebna za pridobivanje oz. vzdrževanje konkurenčnega položaja. Poleg tega pa naj bi bila visoko-tehnološka podjetja zaradi dobrega prihodnjega denarnega toka, ki naj bi bil prav posledica nezmanjšanih investicij njihovih kupcev v informacijsko tehnologijo, manj odvisna od izposojenih finančnih sredstev (Smith G., 2000a).

Nadaljnja rast vrednosti delnic visoko-tehnoloških podjetij je torej temeljila izključno na prepričanju vlagateljev, da so investicije v novo tehnologijo imune na višino obrestnih mer.

A ko so konec marca nekatera visoko-tehnološka podjetja, še pred objavo četrtnih poslovnih izkazov, pričela vlagatelje previdno opozarjati, da bodo njihovi prihodki sicer višji od prihodkov v prvem četrtletju l. 1999, a nižji od pričakovanj trga, je vlagateljem postalo jasno, da temu ni povsem tako.

V luči novih spoznanj je bilo potrebno tudi znatno znižati ocene v zvezi s prihodnjo rastjo prihodkov teh podjetij, še bolj pa ocene njihovih prihodnjih poslovnih rezultatov. Za visoko-tehnološka podjetja je namreč značilno, da imajo visok delež stalnih stroškov (Mandel, 2000a). Ti so po eni strani posledica visokih začetnih investicij, po drugi strani pa visokih stroškov nadaljnjega raziskovanja in razvoja, ter stalnega vzdrževanja in nadgradnje obstoječe tehnološke infrastrukture. Posledično je za dobičke teh podjetij značilna visoka stopnja nestanovitnosti. V obdobju gospodarskega razcveta, ko je kupcev veliko, lahko ta podjetja ustvarijo nadpovprečno visoke dobičke, v obdobju recesije, ko investicije večine podjetij v gospodarstvu upadejo, pa nadpovprečno visoke izgube, saj ne morejo pokriti nezmanjšanih stalnih stroškov.

Kot pri ostalih visoko-tehnoloških podjetjih so pričakovane nižje stopnje rasti prihodkov in manjši dobički oz. večje izgube zahtevali novo ovrednotenje spletnih podjetij (Mandel, 2000a), tokrat po empirično preizkušenih metodah. Pomembni so postali dobički, denarni tokovi in dejansko premoženje, ki ga predstavlja vsaka delnica (*Too Few Pennies ...*, 2000). Pomembne so postale izkušnje posloводства in njegova formalna izobrazba, pomembna je postala inovativnost poslovnega modela. Vlagatelji so se enkrat za vselej zavedeli, kako noro preценjene so pravzaprav bile dotlej delnice vseh tistih spletnih podjetij, ki so imela kup čudovitih idej in ogromen potencial, a nikakršnega dobička in bore malo premoženja (Vickers et al., 2000). Ko pa so tem spoznanjem dodali še vse bolj glasne govorice o tem, da bo neredkim spletnim podjetjem v nekaj mesecih preprosto zmanjkalo denarja, in da se bo v prihajajočih mesecih vsul plaz delnic, ki jih bodo po 6-mesečnem moratoriju (angl. lock-up period) ponudili lastniki (skladi tveganega kapitala, investicijske banke in člani posloводства) številnih izmed rekordnega števila podjetij, ki so začetno javno ponudbo svojih delnic izvršila oktobra 1999 (*New Economy Shares' Anorexia*, 2000), ter novice o tem, da je tako vplivna analitičarka, kot je pri Goldman, Sachs & Co. zaposlena Abby J. Cohen, 28. marca svojim strankam predlagala prodajo delnic visoko-tehnoloških podjetij (Vickers et al., 2000), je moralo tudi najbolj trmastim postati jasno, da bo potrebno dotedanji optimizem temeljito prevetrili.

Doslej navedeni gospodarski in monetarni dejavniki, na čelu s psihološkimi, so torej konec marca 2000 končali dotedanjo nesluteno rast vrednosti delnic. Njihov vpliv se s tem seveda ni končal, le da so se jim v nadaljevanju pridružili še številni drugi dejavniki. Za te dejavnike je značilno, da sicer niso sodelovali pri samem prelomu trga, saj so prišli do izraza šele, ko so cene delnic že začele padati, so pa pospeševali nadaljnje padanje cen delnic, ki je potem povratno krepilo njihov vpliv ...

Najprej si oglejmo tri dejavnike, ki so na cene delnic vplivali s spreminjanjem razmerja med povpraševanjem in ponudbo. Dejavnik, ki je na to razmerje najmočnejše vplival, je bilo zvišanje tekoče donosnosti ameriških državnih dolžniških vrednostnih papirjev. Tekoča donosnost, na primer, že prej omenjene 10-letne zakladne obveznice se je v aprilu in maju 2000 gibala med 5,9% in 6,5%, torej blizu svoje rekordne vrednosti. Višja donosnost ob nespremenjenem tveganju je te obveznice spremenila v zanimive naložbe (Smith G., 2000a), v katere so se pretakala sredstva, ki so jih imeli vlagatelji dotlej v delnicah. Državne obveznice so torej postale priljubljeno zatočišče vlagateljev pred prostim padom na trgu lastniškega kapitala (Bulls, Bears and Greenspan, 2000). Prav beg vlagateljev oz. odliv kapitala iz delnic v obveznice pa je padanje vrednosti delnic še pospešil. Ponudba delnic se je namreč znatno povečala, povpraševanje po njih pa zmanjšalo.

Enak vpliv na samo ponudbo in povpraševanje je imel tudi odliv kapitala na tuje kapitalske trge. V ta odliv bi sicer morali všteti tudi ameriški kapital, ki je odtekal na tuje, a vsaj za prvih nekaj mesecev lahko predvidevamo, da je bil njegov delež v celotnem odlivu bolj kot ne zanemarljiv. Ameriški vlagatelji namreč domači kapitalski trg poznajo bistveno bolje od kateregakoli tujega, zato so v času, ko so vsi upali, da se bo kolaps lastniškega kapitalskega trga kmalu ustavil, skoraj zagotovo svoja sredstva prenašali v ameriške državne obveznice. Tuji vlagatelji pa, po drugi strani, bolje kot ameriški kapitalski trg poznajo trge v svojih državah, zato so svoja sredstva raje kot v ameriške zakladne obveznice prenesli v domače vrednostne papirje. To pomeni, da ne bomo daleč od dejanskega vpliva tega odliva, če bomo za njegov približek vzeli le tuj kapital.

Od l. 1998 dalje je ta na ameriški kapitalski trg intenzivno pritekal predvsem zato, ker je to v tistem obdobju pomenilo eno izmed najbolj donosnih naložb v svetovnem merilu. Samo leta 1999 je na trg priteklo za rekordnih 720 mia USD finančnih sredstev iz tujine, s čimer se je v l. 1999 delež, ki so ga v skupni tržni kapitalizaciji na ameriškem kapitalskem trgu predstavljale tuje naložbe, s 15% v začetku leta povišal na nekaj več kot 20% (Mandel, 2000a). In opazen delež tega kapitala je gotovo zbežal domov že v prvih dveh mesecih po prelomu trga. Seveda pa ima lahko odliv kapitala v tujino, tako tujega kot domačega, na kapitalski trg še posredne učinke, saj slabi domačo valuto, s tem pa povečuje verjetnost zvišanja domačih obrestnih mer, ki pa jih je svet guvernerjev FRS že sicer višal.

Tretji dejavnik nastanka presežne ponudbe pa je zmanjšanje obsega zadolženosti vlagateljev pri borzno-posredniških hišah (BPH). Gre za kredite (angl. margin debt), ki jih BPH odobrijo svojim strankam na podlagi vrednostnih papirjev, ki jih stranke prepustijo BPH kot poroštvo (Timmons, 2000). Višina kredita je odvisna od količine in vrste vrednostnih papirjev. Vsaka BPH interno določi, v kolikšnem deležu od skupne tržne vrednosti predanih vrednostnih papirjev bo vlagatelju odobrila kredit, delež pa lahko prilagaja tveganju negativnih sprememb cene vrednostnega papirja. BPH-jem obresti na tovrstne kredite pomenijo nezanemarljiv vir prihodkov (Fizz, Pop, 2000), zato so v času

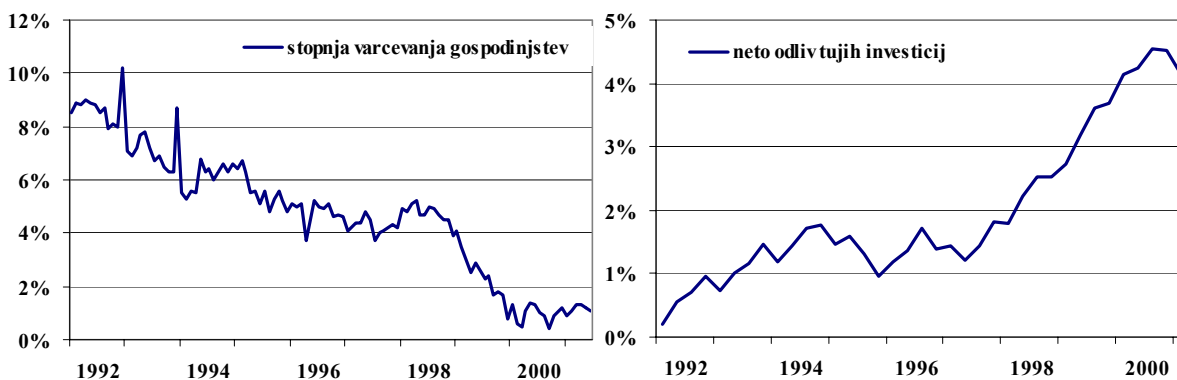
hitre rasti kapitalnega trga, ko je bilo tveganje negativnih cenovnih sprememb relativno nizko, deleže določale zelo visoko, in sicer med 60% in 70% (Cohn, 2000), in to celo za cenovno najbolj nestanovitne delnice.

V času rasti je bila ta oblika zadolževanja zelo priljubljena tudi med vlagatelji, saj jim je omogočala nakup dodatne količine delnic, ki si jih zgolj z lastnimi sredstvi ne bi mogli privoščiti, in s tem možnost višjega donosa na lastna sredstva, tveganje vnovčitve pa se je zaradi kontinuirane rasti cen delnic zdelo zanemarljivo. BPH namreč, glede na svojo poslovno politiko, v primeru padca vrednosti založenega premoženja pod vnaprej določeno spodnjo mejo od komitenta zahtevajo pokritje razlike v roku nekaj dni ali pa se, čeprav redkeje, odločijo kar za prodajo komitentovih delnic, ki jih hranijo (Timmons, 2000).

Kakorkoli že, v obdobju rasti trga se je to le redko zgodilo, zato so vlagatelji množično izkoriščali tovrstno možnost dodatnega zadolževanja. Najraje so se na ta način zadolževali prav enodnevni vlagatelji (Cohn, 2000), za katere je sploh značilno, da se le redko ozirajo na tveganja, povezana z vlaganjem v delnice. Kupujejo namreč predvsem delnice z visokimi razmerji P/E in znatnimi dnevnimi cenovnimi nihanji (Coy, 2000a).

Tako se je samo v letu 1999 obseg tovrstnih kreditov povečal s 145 na 235 mia USD, torej za 62% (Timmons, 2000). S tem je njihov obseg presegel 3% razpoložljivega dohodka gospodinjstev, kar je več kot trikrat več od dolgoletnega povprečja, ki znaša nekaj manj kot 1% (Vickers et al., 2000). V prvem četrtletju se je obseg kreditov še naprej večal, v marcu 2000 dosegel rekordnih 278,5 mia USD, nato pa začel strmo padati. Takoj po začetku padanja cen delnic so namreč BPH začele vlagatelje pozivati k doplačilu (angl. margin call), le-ti pa so imeli dostikrat večino svojega likvidnega premoženja prav v delnicah, zato so jih bili primorani prodati (Fizz, Pop, 2000).

Slika 5. Gibanje stopnje varčevanja v ZDA (v %) in neto odliva tujih investicij kot deleža nominalnega BDP v ZDA (v %) za obdobje 1992 - 2001



Vir: U.S. Department of Commerce, Department of Economic Analysis

Odliv kapitala v državne obveznice, v tujino in za poplačilo dolgov vlagateljev je torej prek neravnotežja med ponudbo in povpraševanjem vplival na padanje cen delnic, vse nižje cene delnic so zmanjševale zanimanje za delnice kot naložbeno obliko, zmanjševanje zanimanja za delnice pa je povratno vplivalo na povečan odliv kapitala s trga lastniškega kapitala. K temu, da je bil padec vrednosti delnic tokrat bistveno hujši od, denimo, padcev v l. 1987 ali v času Puščavskega viharja, v začetku l. 1991, pa je svoj delež prispevala še bistveno višja nestanovitnost dohodkov ameriških gospodinjstev (Mandel, 2000a), ki predstavljajo vir za približno 2/3 celotne domače potrošnje v ZDA.

V desetih letih se je namreč v ameriškem gospodarstvu spremenilo marsikaj, kar vpliva na stanovitnost dohodkov gospodinjstev. Če so bila podjetja še deset let pred tem relativno nepripravljena brez odlašanja odpustiti svoje dolgoletne sodelavce ali pa jim znižati plače, v času pisanja teh zadržkov niso več imela (Mandel, 2000a). Seveda pa ne smemo pozabiti, da je trg delovne sile v ZDA že od nekdaj bistveno manj usmerjan s strani države od, denimo, kateregakoli evropskega. Poleg tega se je v 90-ih letih povečal delež delavcev, zaposlenih za določen čas, podjetja pa so začela vse več poslovnih funkcij prepuščati zunanjim sodelavcem, ki jih običajno lahko hitro odpustijo (Mandel, 2000a). S splošno uveljavitvijo opcij na delnice podjetja kot oblike nagrad za zaposlene so tudi same plače postale bolj odvisne od stanja na kapitalnem trgu in v gospodarstvu. Variabilni del plač se je od l. 1991, ko je bil enak 4%, podvojil (Mandel, 2000a). Istočasno pa se je povečala tudi zadolženost gospodinjstev. Delež hipotekarnih kreditov v skupni vrednosti stanovanj in hiš, v katerih prebivajo lastniki (angl. owner-occupied housing), denimo, se je od l. 1985, ko je znašal 30%, do l. 1999 povzpел na 43%. Nestanovitnost dohodkov pa se je povečala tudi zaradi sprememb v sestavi premoženja povprečnega gospodinjstva. Delnice in nanje vezane finančne oblike so l. 1989 predstavljale 28%, deset let kasneje pa že 54% celotnega premoženja povprečnega ameriškega gospodinjstva (Mandel, 2000a). Padanje vrednosti delnic torej podjetjem, katerih delnice so kotirale na borzi, ni le znatno zmanjšalo možnosti za dotlej priljubljen način sprotnega financiranja z dodatnimi prodajami svojih delnic (Profits, What Profits?, 2000) – dolžniško financiranje je bilo zaradi vse višjih obrestnih mer že tako ali tako omejeno – temveč je povzročilo tudi zmanjšanje domače potrošnje (Wealthy and Wise?, 2000), s tem pa torej tudi prihodkov večine podjetij v ZDA.

A padanje vrednosti delnic ni škodovalo le možnostim zunanjega financiranja in razvojnim sposobnostim podjetij, katerih delnice so že kotirale na borzi. Dogajanje od konca marca 2000 je še bolj škodovalo tistim visoko-tehnološkim podjetjem, ki svojih delnic še niso javno ponudila (After the Gold Rush, 2000). V ZDA uveljavljena shema financiranja podjetij namreč sestoji iz treh do štirih stopenj, pri čemer je začetna javna ponudba delnic običajno predzadnja. Pred njo sta stopnja začetnega financiranja, v kateri najpogosteje finančna sredstva priskrbijo podjetniki sami, njihovi družinski člani ali pa t.im. poslovni angeli, in bistveno bolj pomembna druga stopnja financiranja, v okviru katere v izbrano podjetje sredstva v višini od enega do 20 milijonov USD vložijo skladi tveganega kapitala. Ti skladi pa vlagajo le v podjetja, za katera imajo vnaprej izdelano jasno vizijo svojega

kasnejšega izstopa, najraje prav v obliki javne ponudbe delnic (Living in Freefall, 2000), zato dolgotrajne motnje na primarnem kapitalskem trgu negativno vplivajo na obseg vloženega tveganega kapitala.

To pa ima močan negativen vpliv na bodočo gospodarsko rast. Le-ta je namreč v prvi vrsti odvisna od novih inovacij, in sicer tako od njihovega števila kot od hitrosti, s katero jih gospodarstvo ponudi trgu (Mandel, 2000b). Tako pri vzpodbujanju inovativnosti kot pri pospeševanju prenosa inovacij na trg pa je izjemnega pomena prav ustrezen finančni sistem. In ta je v ZDA izjemno naklonjen inovativnim podjetjem, kar je verjetno tudi eden izmed temeljnih vzrokov za tamkajšnjo hitro gospodarsko rast v zadnjem desetletju prejšnjega tisočletja. ZDA so verjetno edina država na svetu, kjer lahko, v besedah zakladnika L. H. Summersa (Mandel, 2000b): "podjetnik zbere 100 milijonov USD, preden si kupi prvo poslovno obleko." Imata pa trg tveganega kapitala in primarni kapitalski trg pomanjkljivost. Oba se namreč prekosorazmerno odzivata na spremembe na sekundarnem kapitalskem trgu, pri čemer pa se primarni trg odziva brez časovnega zamika, medtem ko je za odziv trga tveganega kapitala značilen približno enoletni zamik (Mandel, 2000c). Do zamika pride, ker skladi tveganega kapitala svoj kapital, kot vsi ostali investicijski skladi, zbirajo od svojih vlagateljev. Njihovi vložki v sklade se sicer na spremembe na sekundarnem kapitalskem trgu odzivajo brez zamika, a sredstva skladov so odvisna predvsem od vložkov v preteklih 12-ih mesecih (Mandel, 2000b). Tako, na primer, ima sklad v trenutku, ko se trg prelomi, na voljo še obsežna sredstva, ki jih torej vlaga še naprej, le da za razliko od časa, ko je trg rasel, za vložena sredstva dobi v povprečju večji delež v podjetjih, v katera vlaga, saj se je tržna vrednost podjetniških idej znižala (After the Gold Rush, 2000).

Tako je bilo, na primer, tudi v 80-ih letih največ tveganega kapitala, in sicer 5 milijard USD, vloženega prav l. 1988, torej v letu po oktobru 1987, ko sta se prelomila primarni in sekundarni kapitalski trg, nato pa se je obseg do l. 1991 zmanjšal za več kot 50%, čeprav je bil padec na sekundarnem trgu bistveno blažji kot l. 2000 (Mandel, 2000c). Podobno se je zgodilo l. 2000. Primarni trg, ki je v l. 1999 in v prvih treh mesecih l. 2000 rušil vse rekorde, in sicer tako po številu javnih ponudb delnic in obsegu zbranih sredstev kot po povprečnem odstotku zvišanja vrednosti delnic v njihovem prvem dnevu trgovanja, se je v manj kot mesecu dni skoraj povsem zaprl. Le redka podjetja, ki so vložila zahtevo za javno ponudbo delnic, so si upala vztrajati pri svoji odločitvi v času prostega padanja delnic konkurenčnih podjetij, večji del podjetij pa je svojo vlogo preklical ali jo za nedoločen čas preložil (IP...Oh, Never Mind, 2000). Trg tveganega kapitala pa je rekorde dosegal šele v naslednjih mesecih, le da tokrat na bistveno višji ravni kot v letu 1988. Samo v prvem polletju l. 2000 je obseg vloženega tveganega kapitala presegel 54 milijard USD (Reinhardt, 2000), zmanjševati pa se je pričel šele proti koncu leta.

Posledice zmanjšanja njegovega obsega, ki so skupaj z drugimi dejavniki pomagale vleči trg navzdol, že poznamo. Razvoj nove tehnologije se upočasni, konkurenčnost med tehnološkimi podjetji se zmanjša, saj podjetja v panogi niso več pod pritiskom morebitnega vstopa novih podjetij na njihova potencialno najbolj dobičkonosna področja (Mandel, 2000b). Posledično se upočasni za zadnjih 20 let tako zelo značilen trend hitrega zniževanja cen obstoječe tehnologije, ki ga je vzpodbujala prav konkurenca med podjetji, in ki je znatno pripomogel k hitremu prodiranju tehnologije v vse sektorje gospodarstva (Slowing Down ..., 2000). Zaradi bolj počasnega razvoja in višjih cen rastejo investicije gospodarstva v tehnologijo vse počasneje ali pa se prično celo krčiti. Posledično se znižata stopnja rasti produktivnosti in BDP, to pa povratno vpliva na nadaljnje padanje vrednosti delnic na sekundarnem kapitalskem trgu, in s tem na nadaljnje zmanjševanje obsega vloženega tveganega kapitala (Mandel, 2000c). Krog padanja je sklenjen.

Dejavnikov, ki so vlekli trg navzdol, torej ni manjkalo. Kljub temu pa bi bilo zmotno misliti, da so se vlagatelji v aprilu in maju 2000 spustili v brezglavo razprodajo vsega, kar bi bilo povezano s spletom. Razprodaja delnic tistih e-trgovcev, ki prodajajo potrošnikom (B2C), se je sicer začela že takoj po Novem letu (Green et al., 2000). Že takrat je namreč postalo jasno, da prisotnost na spletu sama po sebi še ne zagotavlja trum kupcev. Pri večini spletnih trgovcev, svetla izjema je bil Amazon.com Inc. [AMZN], so šepale podporne poslovne funkcije (Neuborne et al., 2000). Tako mnogi niso sproti vodili stanja zalog in dogajalo se je, da so določen izdelek ponujali, čeprav so jim že zdavnaj pošle njegove zaloge. Kupce so mnogi razočarali tudi z neurejenim sistemom razpošiljanja naročenih izdelkov. Ne glede na tovrstne težave pa so v času pred Božičem 1999 ogromno vložili v samopromocijo (Commercial Brake, 2000). Z oglaševanjem na TV, obcestnih panojih, ipd., so skušali ljudem na hitro vtisniti v zavest svoje nove trgovske znamke, kljub temu pa so potrošniki na spletu še naprej kupovali predvsem pri podjetjih, katerih znamke so že dolga leta poznali z mestnih ulic in trgov, kot npr. Toys'R' Us Inc. (Green et al., 2000)

Tudi prodaja spletnih trgovcev brez izvenspletnih trgovin se je sicer povečala, a bistveno manj od pričakovanj, in še to predvsem pri tistih z uveljavljenimi spletnimi trgovskimi znamkami, kot npr. Amazon.com Inc. Tako je spletna trgovina more.com Inc., kot tipičen primer e-trgovca z neuveljavljeno znamko, v l.1999 za vsakega obiskovalca, ki ji je v povprečju prinesel 1,43 USD prodaje, za oglaševanje potrošila 10,05 USD, oziroma kar 7-krat več od povprečne prodaje. Absolutni rekord po tem načinu merjenja pa je prav gotovo postavilo podjetje stamps.com Inc. [STMP], čigar izdatki za oglaševanje so v zadnjem četrtletju l.1999 za kar 77-krat presegli njegovo prodajo (Commercial Brake, 2000). Če dodamo še, da je večina spletnih trgovcev že samo zaradi raznih prodajnih popustov, s katerimi so skušali dodatno vzpodbuditi potencialne kupce k nakupu, torej brez stroškov oglaševanja, z vsako posamično prodajo ustvarila izgubo (Vickers, Coy, 2000), lahko ugotovimo, da je bil edini rezultat oglaševanja pospešeno trošenje denarja. Tako je številnim e-trgovcem spet začelo zmanjševati denarja. To se sicer ni zgodilo prvič, a vse dotlej so podjetja v takih trenutkih preprosto ponudila dodatne delnice na kapitalskem trgu,

kjer so brez težav našla kupce zanje. Tokrat pa so vlagatelji smatrali, da je dovolj. Celo Amazon.com Inc. je moral v tem obdobju pozabiti na izdajo dodatnih delnic. 671 mio USD potrebnih dodatnih denarnih sredstev je bil prisiljen zbrati s prodajo zamenljivih obveznic, in to ne v ZDA, temveč v Evropi (Berman, 2000).

Pri padanju tržnih vrednosti svojih delnic so se spletnim trgovcem pridružila tudi podjetja, ki upravljajo portale ali prek spleta brezplačno nudijo raznovrstne vsebine. Ta podjetja so namreč veliko večino svojih prihodkov, včasih tudi vse, ustvarila s prodajo oglasnega prostora na svojih straneh (Elgin et al., 2000). Nekatera med njimi, kot npr. Yahoo! Inc. [YHOO], so bila sicer že tedaj dobičkonosna, a ker so bili največji spletni oglaševalci prav e-trgovci, ki pa so bili sedaj zaradi zgoraj opisanih sprememb prisiljeni močno skržiti svoj proračun za oglaševanje, so vlagatelji morali svoja vrednotenja prilagoditi pričakovanemu zmanjšanju prihodkov.

Veliko sredstev, sproščenih s prodajo delnic zgoraj omenjenih podjetij, so vlagatelji vlagali v spletna podjetja iz drugih skupin. Najbolj so jim bila v začetku l. 2000 pri srcu podjetja, ki so poslovala z drugimi podjetji ali so le-ta medsebojno povezovala, tj. B2B (Cohn et al., 2000). Vendar pa so tudi cene delnice teh podjetij kmalu, v aprilu 2000, strmo padati, in sicer predvsem zaradi spoznanja vlagateljev, da jih je preveč (Hof, 2000b). V številnih tržnih nišah je namreč med seboj tekmovalo 10 in več podjetij s praktično identičnimi poslovnimi načrti, po ocenah strokovnjakov pa naj bi bilo v posameznih nišah prostora za eno samo ali največ dve podjetji (Hof, 2000a).

Med redkimi spletnimi podjetji, katerih delnic vlagatelji v aprilu in maju 2000 niso zavrgli, temveč so jih, prav nasprotno, množično kupovali, so bila podjetja, ki so razvijala programsko opremo za spletno trgovanje, ter podjetja, ki so gradila spletno infrastrukturo (Helk, 2000). Vlagatelji so bili namreč prepričani, da vsaj za ta podjetja velja postulat o necikličnosti. Podjetja naj po njihovem prepričanju preprosto ne bi mogla zmanjšati svojih investicij v programsko opremo in spletno infrastrukturo (Reinhardt, 2000), saj naj bi se količina podatkov, ki se prenese po spletu, vsake tri mesece podvojila, skladno s pospešeno širitvijo trgovanja med podjetji na spletu.

Z današnjega vidika bi lahko rekli, da se vlagatelji niso mogli sprijazniti z dejstvom, da so bile napovedi glede razvoja spleta pretirane, zato so ohranili zaupanje v infrastrukturne skupine spletnih podjetij (Der Hovanesian, Cohn, 2000). Poleg podatkov o postopnem umirjanju mesečne stopnje inflacije, kar je dalo vlagateljem upanje, da bo svet guvernerjev FRS prenehal z zviševanjem obrestnih mer, je verjetno prav takšno razmišljanje največ prispevalo k ponovnemu zvišanju prej močno znižanih pričakovanj, ki so jih vlagatelji imeli v zvezi s finančnimi poročili teh skupin spletnih podjetij in podjetij stare ekonomije za drugo četrtletje 2000 (Der Hovanesian, Cohn, 2000). Vlagatelji so se zanašali tudi na zgodovino, saj statistični podatki od l. 1832 dalje kažejo, da so za kapitalski trg v volilnem

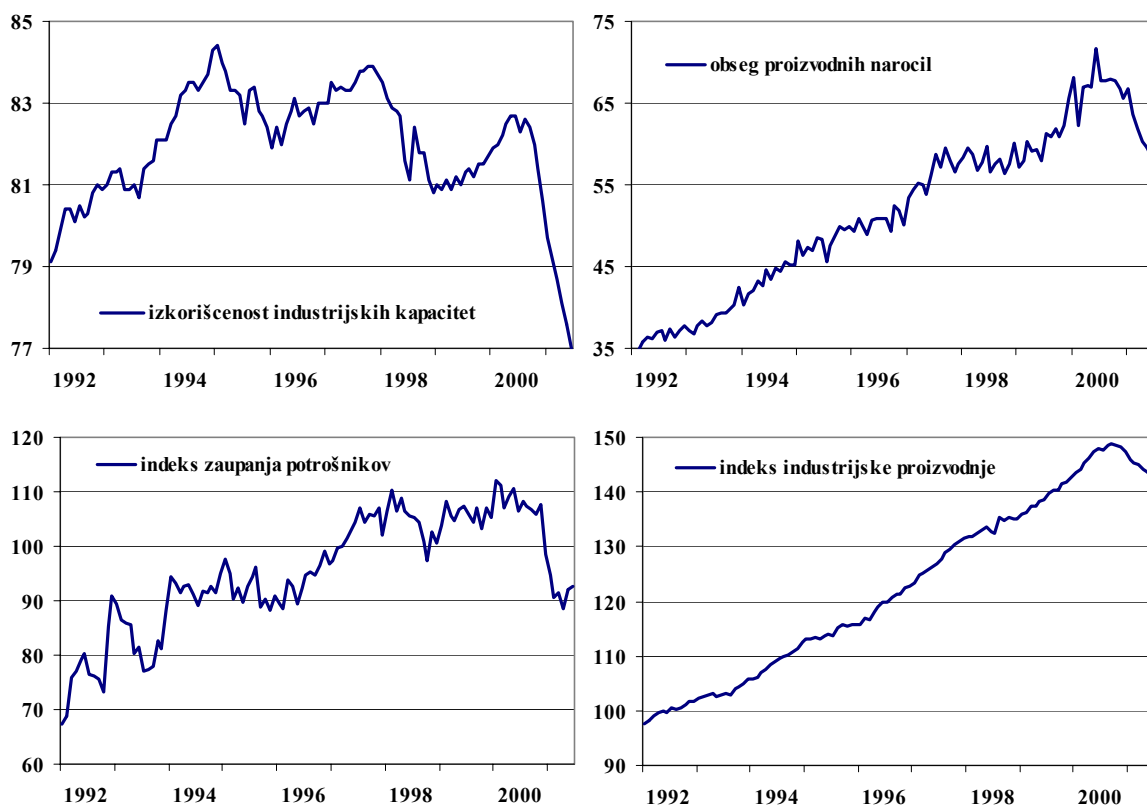
letu, kar je l. 2000 v ZDA bilo, in v letu pred njim značilne v povprečju skoraj trikrat višje stopnje donosa kot v prvih dveh letih po volitvah. Razmerje naj bi bilo kar 17,3% proti 6%. Konec maja so vlagatelji torej upali, da je trg dosegel dno. Ponovno povečan priliv finančnih sredstev nazaj v delnice, predvsem zaradi bistvenega povečanja nakupov s strani institucionalnih investitorjev (Bulls, Bears and Greenspan, 2000), je konec maja na trgu povzročil ponoven zasuk. Trg je bil sicer še vedno razcepljen, a tokrat so delnice večine podjetij na kapitalskem trgu rastle, medtem ko so cene ostalih delnic vsaj prenehale padati. Tako so borzni indeksi v obdobju od 22. maja do 10. julija so spet pridobili kar nekaj svoje, v preteklih mesecih izgubljene, vrednosti. Indeks S&P 500 se je v mesecu in pol dvignil za skoraj 10%, s čimer se je svojemu vrhu v marcu 2000 približal na le 17 indeksnih točk. Nasdaq Composite Index se je sicer dvignil za dobrih 32%, AMEX-ov spletni indeks pa za več kot 36%, vendar pa s tem nista uspela izničiti svojih predhodnih padcev. Nasdaq Composite je, kljub dvigu, od konca marca 2000 izgubil 15%, AMEX-ov spletni indeks pa 20% svoje vrednosti.

Optimizem pa se tudi tokrat ni izkazal za utemeljenega. Vlagatelji so sicer pravilno sklepali, da svet guvernerjev FRS ne bo več višal obrestnih mer (Bulls, Bears and Greenspan, 2000), čeprav poleti l. 2000 o tem, seveda, še niso mogli biti prepričani, a empirične raziskave potrjujejo, da se vpliv višjih obrestnih mer na poslovanje podjetij v celoti pokaže s približno polletnim zamikom. In tudi tokrat ni bilo nič drugače. Vpliv dvakratnega povišanja diskontne obrestne mere v prvem četrtletju l. 2000 v drugem četrtletju še ni bil izrazit, zato so poslovna poročila večine podjetij izpolnjevala pred tem znižana pričakovanja vlagateljev glede stopnje rasti prodaje in dobičkov (Der Hovanesian, Cohn, 2000). Posledično se trg tja do konca avgusta ni izrazil premikal. S&P 500 in AMEX-ov spletni indeks sta do konca avgusta še celo nekaj malega pridobila, in sicer S&P 500 slab 1%, AMEX-ov spletni indeks pa nekaj več kot 3%.

Do dokončnega zloma je prišlo v začetku oktobra. Tokrat se torej oktober ni izneveril svojemu zlovesčemu slovesu. Institucionalni vlagatelji so tudi tokrat prodajali svoje slabe naložbe (Smith G., 2000b), in teh v l. 2000 ni bilo malo, a njihovo prilagajanje portfeljev tokrat ni bilo glavni vzrok zloma. Tega je povzročilo zaporedje objav poslovnih rezultatov visoko-tehnoloških podjetij za tretje četrtletje, ki so bili drug za drugim bistveno slabši od pričakovanj trga (Profits, What Profits?, 2000). Dražji krediti in znatno omejene možnosti zbiranja svežih finančnih sredstev s prodajo dodatnih delnic so začeli zavirati ne le rast celotnih poslovnih investicij, temveč tudi rast investicij v informacijsko tehnologijo. Trg je, kot smo že omenili, kljub spomladanskim pretresom vse dotlej verjel, da višje obrestne mere ne bodo imele znatnega vpliva na investicije v informacijsko tehnologijo, saj naj bi bila le-ta ključno konkurenčno orodje, a ker so investicije vanjo v prvem polletju 2000 predstavljale približno 40% celotnih poslovnih investicij, jih podjetja preprosto niso mogla obiti (Mandel, 2000c). Letna stopnja rasti investicij v informacijsko tehnologijo, ki je v drugi polovici 90-ih let znašala v povprečju 26%, v drugem četrtletju 2000 pa kar 34%, je

v tretjem četrtletju dosegla alarmantnih 1,2% (Hof et al., 2000), vlagateljem pa je postalo jasno, da tudi negativne stopnje rasti niso več nemogoče (Reinhardt, 2000).

Slika 6. Gibanje izkoriščenosti industrijskih kapacitet v ZDA (v %), obsega proizvodnih naročil v ZDA (v mia USD), indeksa zaupanja potrošnikov v ZDA (1966 = 100) in indeksa industrijske proizvodnje v ZDA (1992 = 100)



Vir: U.S. Department of Commerce, Department of Economic Analysis

Zmanjšanje investicij je vplivalo na zmanjšanje prodaje visoko-tehnoloških podjetij, s tem pa tudi na višanje razmerja med zalogami, ki so ostale nespremenjene ali pa so se celo višale, in zmanjšano prodajo. V takih razmerah pa so podjetja prisiljena zmanjšati obseg proizvodnje, kar pomeni nižje stopnje rasti BDP, ki je v obdobju november 1999 – oktober 2000 nominalno znašala le še 2,4% (Slowing Down ..., 2000), kar je pomenilo izrazit padec glede na več kot 8% stopnjo rasti v obdobju julij 1999-junij 2000. Zmanjšanje obsega proizvodnje pomeni tudi ponovno višanje stopnje brezposelnosti, ki se je dotlej vztrajno nižala vse od l. 1992 dalje in je oktobra 2000 znašala zgodovinsko nizkih 3,9%, že majhna sprememba brezposelnosti – nekatere raziskave govorijo o samo 0,3 odstotne točke (Slowing Down ..., 2000) – pa ima močan negativen vpliv na zaupanje potrošnikov v ameriško gospodarstvo (angl. consumer sentiment). In res je kazalec, ki ga pripravlja Univerza v Michiganu, od januarja 2000, ko je dosegel rekordno vrednost 112,0, do oktobra padel na 105,8, nato pa pod vplivom naraščajoče brezposelnosti in kaosa na kapitalskem trgu le še padal (januarja 2001 je znašal le še 94,7, aprila 2001 pa komaj 88,4). K zmanjševanju potrošnje gospodinjstev pa je, poleg upadlega zaupanja v ameriško

gospodarstvo, svoje prispevalo tudi zmanjšanje premoženja, ki so ga gospodinjstva imela v delnicah (Lindorff, Cohn, 2000). In ker potrošnja gospodinjstev predstavlja kar 2/3 celotne domače potrošnje v ZDA, ima njeno zmanjšanje izrazito negativen vpliv na prodajo in dobiček podjetij. Gospodarska rast, ki je dotlej v veliki meri slonela na dobrobitih informacijske revolucije z rastočima stopnjama produktivnosti in investicij v informacijsko tehnologijo, se je v nekaj kratkih mesecih močno približala stagnaciji (Mandel, 2000c).

Kako se bo vse skupaj nadaljevalo, še bolj pa, kdaj se bo končalo, niso vedeli ne vlagatelji ne predstavniki podjetij, ki so govorili le še o tem, da v takem okolju preprosto ni mogoče napovedovati, kakšni bodo rezultati poslovanja v prihodnjem letu ali dveh. V visokotehnoloških sektorjih je tako nastala popolna praznina, brez kakršnihkoli opornih točk, zato se je beg vlagateljev nadaljeval, a s to razliko, da je bil to sedaj beg iz vsega, kar je bilo kakorkoli povezano z novo ekonomjo. Tržne cene delnic so običajno že v prvem dnevu po objavi rezultatov padle za več 10%, nato pa le še padale (Reinhardt, 2000). Taki usodi se niso uspela izogniti niti največja podjetja, kot sta Intel Corp. [INTC], eden največjih izdelovalcev mikroprocesorjev na svetu, in Cisco Systems Inc. [CSCO]. Padale so celo cene delnic tistih spletnih podjetij, ki so izpolnila pričakovanja trga (Vickers, Smith G., 2000), saj je to vlagateljem v splošnem pomenilo le, da jih bodo negativno presenetila tri mesece kasneje. V obdobju od začetka septembra 2000 do začetka aprila 2001 je tako S&P 500 izgubil približno 25% svoje vrednosti. To je bil hud padec, a visokotehnološkim in spletnim delnicam se je v povprečju godilo še bistveno slabše. Nasdaq Composite Index je v istem obdobju padel za skoraj 60%, AMEX-ov spletni indeks pa za več kot 65%.

Začetek aprila 2001 je trg, vsaj kot kaže v času pisanja, dosegel svoje dno. Prav tako pa se zdi, da so se čustva vlagateljev umirila. Na trgu ni več ne pravih bikov ne medvedov. Indeksi namreč od začetka aprila resda rastejo, a bistveno bolj zmerno kot v preteklih letih, njihove dnevne spremembe pa so se s 5-10% znižali na 0-2%. Trg je torej ozdravel, seveda pa to pomeni tudi, da indeksi visokotehnoloških in spletnih podjetij še vrsto let ne bodo dosegli vrednosti, ki so jih imeli marca 2000. Če se ozremo v zgodovino, lahko ugotovimo, da je trajalo kar 25 let, da so si cene delnic opomogle od poloma v oktobru l. 1929, to pa ni bil edini tak primer.

SKLEP

Spletna podjetja so vsa tista podjetja, za katera velja, da večina njihovih celotnih prihodkov neposredno ali posredno izvira iz obstoja spleta in uporabe na njem temelječih storitev. Gre torej za podjetja, ki jim je skupno to, da brez spleta ne bi obstajala ali pa bi bila izrazito drugačna, sicer pa so si med seboj zelo različna. Mednja tako štejemo podjetja, ki prek spleta prodajajo izdelke in storitve oz. posredujejo pri njihovi prodaji, podjetja, ki na svojih spletnih straneh nudijo uporabnikom širok obseg lastnih ali posredovanih informacij,

podjetja, katerih kapital, izdelki in storitve omogočajo poslovanje prek spleta ostalim podjetjem, podjetja, ki skrbijo za varnost spletnih strežnikov in uporabnikov spleta, ter podjetja, ki uporabnikom nudijo storitve dostopa do spleta.

Na ameriškem kapitalskem trgu so se delnice prvih spletnih podjetij pričele pojavljati leta 1995, ko so ZDA ukinile javno financiranje spleta in njegov bodoči razvoj prepustile trgu, le pet let kasneje pa je na ameriškem kapitalskem trgu kotiralo več kot 350 delnic spletnih podjetij. Pojav spletnih podjetij je vlagatelje in borzne analitike postavil pred težko rešljiv problem. Po eni strani ni nihče želel izpustiti možnosti visokih kapitalskih dobičkov, ki so jih tedaj obljubljale hitro rastoče cene delnic spletnih podjetij, po drugi strani pa ni nihče vedel, kako naj oceni vrednost spletnih podjetij. Za razliko od podjetij, katerih delnice so na kapitalskem trgu kotirale dotlej, je šlo pri spletnih podjetjih večkrat za komaj ustanovljena podjetja, stara le nekaj mesecev, ki v času začetne javne ponudbe svojih delnic niso izkazovala niti prihodkov, kaj šele dobičkov, slednjih pa večinoma niso izkazovali niti kasneje. Za vrednotenje delnic spletnih podjetij so se na trgu uveljavili predvsem: razmerje PEG, razmerje med tržno ceno delnice in prihodki na delnico, metoda diskontiranja prihodnje tržne cene delnice, metode, ki temeljijo na stvarnih kazalcih (npr. na podlagi števila naročnikov) in na spletnih kazalcih, kot npr. število obiskovalcev, število ogledanih strani, itn., ter metoda vrednotnja podjetja po delih.

Kmalu po prihodu prvih spletnih podjetij na ameriški kapitalski trg so se začeli pojavljati tudi prvi borzni indeksi spletnih podjetij, ki so jim kmalu sledili novi in novi. Dandanes jih je skupaj že več kot dvajset, a med najbolj široko sprejete vseeno sodita dva izmed najstarejših: internet.comov ISDEX in AMEX-ov spletni indeks. Oba sta nastala v obdobju 1995/96, vključujeta po 50 podjetij in ju izračunavajo po metodi prilagojene tržne kapitalizacije, njuna primerjava z indeksom Standard & Poor's 500, ki dobro predstavlja celoten trg, saj vključuje podjetja iz vseh na kapitalskem trgu zastopanih gospodarskih dejavnosti, pa nam pokaže tri značilna časovna obdobja v gibanju indeksov spletnih podjetij. Do konca septembra 1998 sta se spletna indeksa spreminjala približno sorazmerno s spremembami indeksa S&P 500. V treh letih je AMEX-ov spletni indeks zrastel za 66,3%, S&P pa za 71,6%. V času med začetkom oktobra 1998 in koncem marca 2000, ko so indeksi dosegli svoj vrh, je bila rast spletnih indeksov bistveno hitrejša od rasti S&P 500. Slednji je v letu in pol pridobil dobrih 52%, AMEX-ov spletni indeks pa kar 492%. Zadnje obdobje se je začelo konec marca 2000, končalo pa začetek aprila 2001. V tem obdobju je bilo padec spletnih indeksov bistveno bolj izrazit od padca S&P 500. Ta je v približno enem letu izgubil 26% svoje vrednosti, medtem ko je AMEX-ov spletni indeks v istem času izgubil skoraj 80%.

Neposredni povod za začetek pospešene rasti vrednosti delnic spletnih podjetij v oktobru 1998, čeprav oktober, zgodovinsko gledano, velja za najslabši mesec na ameriškem kapitalskem trgu, gre iskati v povečani ekspanzivnosti monetarne politike sveta

guvernerjev ameriškega sistema centralnih bank (Federal Reserve System), ki je v tistem času pričel skoraj hkrati povečevati likvidnost v gospodarstvu in zniževati medbančno diskontno obrestno mero, ki ima v ZDA osrednje mesto med obrestnimi merami. Odločitev je bila posledica pretresov, ki jih je v avgustu in septembru tega leta doživel ameriški kapitalski trg, in zmanjšanih inflacijskih pritiskov v ZDA.

Zniževanje stopnje inflacije se je lepo ujemalo z idejami o spremembah, ki naj bi jih v poslovanje podjetij in gospodarstvo kot celoto prinesla t.im. nova ekonomija. Njena osnovna značilnost naj bi bili bistveno blažji gospodarski cikli oz. popolna odsotnost letih, kar naj bi omogočal tehnološki napredek, na čelu z razvojem spleta. Ta naj bi s stalnim izboljševanjem vseh poslovnih procesov zagotavljal neprekinjeno rast produktivnosti v gospodarstvu, z združevanjem trgov, nižanjem vstopnih ovir nanje in izboljševanjem obveščenosti vseh udeležencev na trgu pa zaostroval konkurenco na trgu in tako vodil k zniževanju stroškov nabave in proizvodnje. Rezultat vse višje produktivnosti in vse nižjih stroškov pa naj bi bili rastoči dobički podjetij in stabilne cene.

K uveljavitvi ideje o novi ekonomiji in posledični leto in pol trajajoči neutemeljeni vzhičenosti, kot je vzdušje na ameriškem kapitalskem trgu svojčas poimenoval Alan Greenspan, predsedujoči sveta guvernerjev FRS, so največ pripomogle pretirano optimistične napovedi o eksponentni rasti števila uporabnikov spleta, ter analitiki in množična občila, ki so s poudarjanjem pozitivnih plati vlaganja v delnice znižala raven previdnosti pri vlagateljih. Tako so vlagatelji kupovali delnice podjetij, ki so imela slab poslovni načrt, neizkušeno posloводство, številčno in finančno dobro podprto konkurenco, ter majhen trg, a domnevno velik potencial.

Dokler so vlagatelji neomajno verjeli, da so visoko-tehnološka podjetja neobčutljiva na gospodarske cikle, so vrednosti njihovih delnic na ameriškem kapitalskem trgu nezadržno rastle. A približno pol leta potem, ko se je svet guvernerjev FRS avgusta 1999, zaskrbljen nad prekomerno stopnjo rasti BDP ob sočasni zgodovinsko nizki stopnji brezposelnosti, odločil začeti spet zviševati medbančno diskontno obrestno mero, so vlagatelji spoznali svojo zmoto. Višanje obrestnih mer namreč negativno vpliva na dobiček podjetij in njihovo stopnjo rasti, saj zadolževanje postaja vse dražje, brez zunanjega financiranja pa upade tudi obseg investicij, ki predstavljajo temelj rasti podjetja. Trg je dotlej verjel, da zmanjšanje celotnih investicij ne bo negativno vplivalo na obseg investicij v informacijsko tehnologijo, saj naj bi bila ta ključno konkurenčno orodje podjetij, a ker so investicije vanjo v prvem polletju 2000 predstavljale približno 40% celotnih poslovnih investicij, jih podjetja preprosto niso mogla obiti. Letna stopnja rasti investicij v informacijsko tehnologijo se je tako s približno 20% v prvem četrtletju spustila močno pod 5% v tretjem.

Znatno znižana pričakovanja glede prihodnjih stopenj rasti prihodkov in višine dobičkov pa so sprožila proces zniževanja tržnih cen delnic visoko-tehnoloških podjetij in tako tem

podjetjem omejila tudi možnosti za dotlej priljubljen način sprotnega financiranja z dodatnimi prodajami svojih delnic. Padanje vrednosti delnic je prizadelo tudi podjetja, katerih delnice še niso kotirale na kapitalskem trgu. Zmanjšal se je obseg sredstev, zbranih na primarnem kapitalskem trgu, z njim pa tudi obseg v nova podjetja vloženega tveganega kapitala. Kolaps delnic pa je zmanjšal tudi premoženje ameriških gospodinjstev, saj so imela v letu 1999 v povprečju kar 54% svojega premoženja vezanega na delnice, s tem pa se je zmanjšala tudi investicijska potrošnja gospodinjstev, kar je ob že tako upočasneni rasti investicij podjetij v informacijsko tehnologijo pomenilo tudi manjše možnosti notranjega financiranja.

Zmanjšane možnosti tako zunanega kot notranjega financiranja podjetij pa se odrazijo v zmanjšanju njihovih investicij v raziskave in razvoj. Razvoj nove tehnologije se upočasni, konkurenčnost med tehnološkimi podjetji se zmanjša. Posledično se upočasni trend hitrega zniževanja cen obstoječe tehnologije, ki je v zadnjih 20-ih letih znatno pripomogel k hitremu prodiranju tehnologije v vse sektorje gospodarstva. Zaradi bolj počasnega razvoja in višjih cen stopnja rasti investicij podjetij v tehnologijo pospešeno pada ali pa postane celo negativna. Zmanjšana prodaja pa pomeni zmanjšanje obsega proizvodnje in zaposlenosti. Posledično se zniža stopnja rasti BDP in poveča stopnja brezposelnosti. Zmanjšani prihodki gospodinjstev in naraščajoča zaskrbljenost glede bližnje prihodnosti pa vplivajo na nadaljnje krčenje njihove potrošnje, kar povratno vpliva na nadaljnje padanje vrednosti delnic na sekundarnem kapitalskem trgu, in s tem na nadaljnje zmanjševanje obsega zbranega kapitala na primarnem kapitalskem trgu, itn. Krog padanja je sklenjen.

LITERATURA

1. After the Gold Rush. The Economist, London, 22.04.2000, str. 75-76.
2. Ante Spencer: The Second Coming of Software. Business Week, New York, 19.06.2000, str. 54-56.
3. Berger Sandy: B2B, B2C, and C2B. Who Needs a Translation? 2000.
[URL:<http://www.compukiss.com/np/2000/b2bb2c/b2bb2c.html>]
4. Berman Dennis: Dot.coms – Can They Climb Back? Business Week, New York, 19.06.2000, str. 58-60.
5. Blitzer David: The S&P 500. Standard & Poor's. 26.03.2001.10 str.
[URL:<http://www.spglobal.com/s&p500.pdf>]
6. Bowers Robert: Indices. [URL:http://www.investanswers.com/investanswers2/guest/gueststarts2.cfm?ga_page=robbowers.cfm]. InvestAnswers.com, 19.05.2001.
7. Bulls, Bears and Greenspan. The Economist, London, 05.08.2000, str. 69-70.
8. Cohn Laura et al.: B2B – The Hottest Net Bet Yet?. Business Week, New York, 17.01.2000, str. 42-43.
9. Cohn Laura: A Margin-Debt Bomb? Business Week, New York, 20.03.2000, str. 41.
10. Commercial Brake. The Economist, London, 09.09.2000, str. 87.
11. Coy Peter: Margin Debt Isn't the Problem. Business Week, New York, 24.04.2000, str. 60.
12. Coy Peter: The Bull Slows to a Trot. Business Week, New York, 25.12.2000, str. 54-55.
13. D'Andrea Tyson Laura: Though It's a New Economy, It's Got Some Old Flaws. Business Week, New York, 10.01.2000, str. 9.
14. Der Hovanesian Mara, Cohn Laura: Will the Bull Run Again? Business Week, New York, 31.07.2000, str. 40.
15. Does the World Need Another Internet Index? Maybe So. Derivatives Strategy Magazine, 04/1996.
16. Dow Jones Internet Index. Motley Fool, 18.02.1999.
[URL:<http://www.fool.com/news/breakfastnews/1999/breakfastnews990218.htm>]
17. Dow Jones to Launch Internet Stock Index. Biz Report, 18.02.1999.
[URL:<http://www.bizreport.com/news/1999/02/990218-2.htm>]
18. Earnings-Based Valuations. Motley Fool.
[URL:<http://www.fool.com/school/EarningsBasedValuations.htm>], 23.05.2001.
19. Elgin Ben et al.: The Word at Yahoo! Yikes! Business Week, New York, 30.10.2000, str. 43.
20. Fitch Malcolm: Net Stocks, Measure for Measure. Money Magazine, 09/1998.
21. Five Criteria for Selecting Internet Stocks. Salem: Cabot Heritage Group.
[URL:<http://www.icabot.com/stockpickingcriteria.html>]. 15.06.2001.
22. Fizz, Pop. The Economist, London, 27.05.2000, str. 92-93.

23. The Fool Ratio. Motley Fool. [URL:<http://www.fool.com/school/thefoolratio.htm>], 23.05.2001.
24. Futrelle David: Speedy Delivery. Money Magazine, 22.06.2000.
25. Goldilocks, Pursued by a Bear. The Economist, London, 08.01.2000, str. 83-84.
26. Green Heather et al.: The Dot.coms Falling to Earth. Business Week, New York, 17.01.2000, str. 44-45.
27. Hakim Danny: Battle of the Internet Indexes.
[URL:<http://www.geocities.com/WallStreet/Floor/4432/index24.htm>], 24.12.1998.
28. Helk Anja: Enablers, Beneficiaries and Bursting Bubbles. Euromoney, London, 04/2000, str. 10-11.
29. Hof Robert: E-Marketplaces – A Bloodbath. Business Week, New York, 03.04.2000, priloga e.biz, str. EB 72.
30. Hof Robert: Who Will Profit From the Internet Agora? Business Week, New York, 05.06.2000, priloga e.biz, str. EB20-EB30.
31. Hof Robert et al.: The Tech Slump. Business Week, New York, 18.12.2000, str. 92-96.
32. Internet Economics – A Thinker’s Guide. The Economist, London, 01.04.2000, str. 70-72.
33. The Internet – Past, Present and Future. Salem: Cabot Heritage Group.
[URL:<http://www.icabot.com/internet-history.html>]. 15.06.2001.
34. IP...Oh, Never Mind. The Economist, London, 29.04.2000, str. 86.
35. Kerstetter Jim: Web’s Virtual Vault – Verisign. Business Week, New York, 23.10.2000, priloga e.biz, str. 45-48.
36. Lindorff Dave, Laura Cohn: Cancel the Boxter, My Portfolio’s Been Pummeled. Business Week, New York, 30.10.2000, str. 42.
37. Living in Freefall. The Economist, London, 18.11.2000, str. 85-86.
38. Mandel Michael: The Risk That Boom Will Turn to Bust. Business Week, New York, 14.02.2000, str. 52-54.
39. Mandel Michael, Mullaney Timothy: Slip Sliding Away. Business Week, New York, 12.06.2000, str. 36-37.
40. Mandel Michael: The Next Downturn. Business Week, New York, 09.10.2000, str. 45-50.
41. McDowell Dagen: How to Shop for a Net Index.
[URL:<http://www.thestreet.com/funds/deardagen/819771.html>], 15.11.1999.
42. McDowell Dagen: Internet Index Funds – Should You Assume the Risk?
[URL:<http://www.thestreet.com/funds/deardagen/972720.html>], 22.06.2000.
43. Member-based Valuations. Motley Fool.
[URL:<http://www.fool.com/school/MemberBasedValuations.htm>], 23.05.2001.
44. Miller Rich, Cohn Laura: This Is Your Captain Speaking... Business Week, New York, 18.12.2000, str. 99.
45. Mullaney Jim: PE’s and PEGs and Modern Valuations. InvestAnswers.com, 1999.
[URL:<http://www.investanswers.com/investanswers2/indexframe2.cfm>]

46. Neuborne Ellen et al.: Cliffhanger Christmas. Business Week, New York, 23.10.2000, priloga e.biz, str. EB16-EB22.
47. New Economy Shares' Anorexia. The Economist, London, 11.03.2000, str.100-101.
48. Profits, What Profits? The Economist, London, 21.10.2000, str. 103-104.
49. Reinhardt Andy: The Outlook for Tech. Business Week, New York, 09.10.2000, str. 38-43.
50. Revenue-Based Valuations. Motley Fool.
[URL:<http://www.fool.com/school/RevenueBasedValuations.htm>], 23.05.2001.
51. Shirreff David: Lessons from the Collapse of Hedge Fund, Long-Term Capital Management. [URL:<http://newrisk.ifci.ch/146490.htm>], 20.06.2001.
52. Sivy Michael: Growth at a Price. Money Magazine, 05.04.2000.
53. Slowing Down, to What? The Economist, London, 09.12.2000, str. 97-100.
54. Smith Geoffrey: Schism on Wall Street. Business Week, New York, 06.03.2000, str. 36-38.
55. Smith Geoffrey: No Mercy in This Market. Business Week, New York, 16.10.2000, str. 41.
56. Smith Kenneth: E-commerce – Lead, Follow or Get Out of the Way. Euromoney, London, 01/2000 (priloga), str. 6-9.
57. Thornton Emily: Rising Step by Volatile Step. Business Week, New York, 22.05.2000, str. 67-68.
58. Timmons Heather: Margin Calls – Not a Lot of Wiggle Room. Business Week, New York, 17.04.2000, str. 54.
59. To Infinity and Beyond. The Economist, London, 18.03.2000, str. 83-84.
60. Too Few Pennies from Heaven. The Economist, London, 01.07.2000, str. 77-80.
61. Vickers Marcia, Coy Peter: A New Net Equation. Business Week, New York, 31.01.2000, str. 50-52.
62. Vickers Marcia, Weiss Gary: Wall Street's Hype Machine. Business Week, New York, 03.04.2000, str. 60-64.
63. Vickers Marcia et al.: Is the Party Over? Business Week, New York, 17.04.2000, str. 50-54.
64. Vickers Marcia: Models from Mars. Business Week, New York, 04.09.2000, str. 58-59.
65. Vickers Marcia, Smith Geoffrey: High Tech's Woes Spread. Business Week, New York, 23.10.2000, str. 40-42.
66. Wake-Up Call. The Economist, London, 25.03.2000, str. 91-92.
67. Wealthy and Wise? The Economist, London, 12.08.2000, str. 76.
68. Wooley Suzanne: Believe It or Not. Money Magazine, 27.01.1999.

VIRI

1. Dow Jones Internet Indexes. [URL:<http://www.indexfunds.com/DowJones/Djmeth.htm>]
2. Index Descriptions. [URL:<http://www.mobydata.com/comp/iix.htm>], 08.06.2001.
3. WSRN: Internet Stock List Definitions. New York: Wall Street Research Net. 2001.
[URL:http://www.wsrn.com/help/igroups_def.xpl]
4. KCBT: ISDEX – The Internet Stock Index. Kansas City: Kansas City Board of Trade. 2001. [URL:<http://www.kcvt.com/isdexform.htm>] in
[URL:<http://www.kcvt.com/isdexfaq.htm>]
5. ISDEX Portfolio Statistics. 2001.
[URL:<http://www.investecfunds.com/us/fundfacts/icom-portfolio.html>]
6. Nasdaq Index Descriptions. New York: Nasdaq Stock Market. 2001.
[URL:<http://www.nasdaq.com/reference/IndexDescriptions.stm>]
7. What Is? Internet Glossary: B2B. 04.06.2001.
[URL:http://whatis.techtarget.com/definition/0,289893,sid9_gci214411,00.html]
8. What Is? Internet Glossary: B2G. 04.06.2001.
[URL:http://whatis.techtarget.com/definition/0,289893,sid9_gci503766,00.html]
9. What Is? Internet Glossary: com. 04.06.2001.
[URL:http://whatis.techtarget.com/definition/0,289893,sid9_gci211817,00.html]
10. What Is? Internet Glossary: Portal. 04.06.2001.
[URL:http://whatis.techtarget.com/definition/0,289893,sid9_gci212810,00.html]
11. U.S. Department of Commerce, Department of Economic Analysis. 05.07.2001.
[URL:<http://www.stls.frb.org/fred>]
12. Yahoo! Finance. 05.07.2001. [URL:<http://finance.yahoo.com/>]