



# **VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ**

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

## **FAKULTA PODNIKATELSKÁ**

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

## **ÚSTAV EKONOMIKY**

INSTITUTE OF ECONOMICS

# **PERSPEKTIVY VÝVOJE IPO V REGIONU STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPY**

PERSPECTIVES OF IPO DEVELOPMENT IN CENTRAL AND EASTERN  
EUROPEAN REGION

## **DISERTAČNÍ PRÁCE**

DISSERTATION THESIS

## **AUTOR PRÁCE**

AUTHOR

**Ing. Sylvia Plottová MSc**

## **ŠKOLITEL**

SUPERVISOR

**doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.**

**BRNO 2018**

## **Abstrakt**

Hlavním cílem této disertační práce je identifikovat faktory, které ovlivňují rozhodování podniků o vstupu na kapitálový trh ve vybraných zemích regionu střední a východní Evropy (CEE) a formulovat návrhy doporučení pro další rozvoj této formy financování. Klíčovými metodickým nástrojem je sběr primárních dat pomocí dotazníku, ve kterém se respondenti (zpravidla v pozici CFOs) vyjadřovali k otázkám vztahujícím se k interním a externím faktorům ovlivňujícím aktivitu v oblasti IPO v podmínkách lokálních kapitálových trhů. Z výsledků dotazníkového šetření vyplývá, že nejsilnější motivy pro uskutečnění IPO představuje možnost získat kapitál pro financování investičních příležitostí, zlepšit publicitu a image společnosti, snížit zadluženost a být uznán příslušnou finanční komunitou jako významná společnost. Mezi bariéry, které nejvíce ovlivňují implementaci IPO, pak patří povinnost zveřejňovat informace o společnosti, které jsou klíčové z hlediska zachování konkurenční výhody, asymetrie informací mezi externími investory a společností, zájem udržet si kontrolu v oblasti rozhodovacích pravomocí a dostupnost alternativních a často flexibilnějších zdrojů kapitálu v době implementace IPO. Z faktorů makroekonomického vývoje, které z pohledu CFOs mají největší vliv na uskutečnění IPO, lze uvést zejména příznivé podmínky na akciovém trhu, příznivé podmínky v odvětví, ve kterém společnost působí, příznivý růst HDP a možnost využití bankovních úvěrů v době relativně nízkých úrokových sazeb. Výsledky disertační práce jsou východiskem pro formulaci doporučení směřujících k možným kandidátům na IPO.

**Klíčová slova**

Prvotní veřejná nabídka akcií, IPO, emise, kapitálový trh, burza, motivace.

## **Abstract**

The main aim of this dissertation is to identify the factors influencing the decision-making of enterprises on launching the capital market in selected CEE countries and create proposals for further development of this form of financing. The key methodological tool is the collection of primary data by means of a questionnaire in which respondents (usually in the CFOs position) expressed their views on the issues related to internal and external factors affecting IPO activity. The results of the questionnaire based survey show that the strongest motives for IPO implementation are the ability to raise capital to finance investment opportunities, improve publicity and image of the company, reduce debt, and be recognized by a relevant financial community as an important company. Among the barriers that most affect IPO implementation are the obligation to disclose company information that is key to a competitive advantage, asymmetry of information between external investors and the company, the interest in retaining decision-making control over the company, and the existence of alternative administratively less complex capital resources at the time of implementation of IPOs. Among macroeconomic factors that have the greatest impact on IPOs are favorable conditions in the stock market, favorable conditions in the industry in which the company operates, favorable GDP growth rates, and the use of accessible and flexible banking loans. The results of this Ph.D. thesis are the basis for the formulation of proposals which can improve the implementation process among IPO candidates.

**Key words**

Initial public offering of shares, IPO, issues, capital market, stock market, motivation.

**Bibliografická citace**

PLOTTOVÁ, S., *Perspektivy vývoje IPO v regionu CEE*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2018, 160 s. Vedoucí disertační práce:  
doc. Ing. Tomáš Meluzín Ph.D.

### **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že předložená disertační práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně s využitím literatury uvedené v seznamu použité literatury. Prohlašuji, že citace použitých zdrojů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 30. září 2018

.....

Ing. Sylvia Plottová MSc

### **Poděkování**

Na tomto místě bych ráda poděkovala svému školiteli panu doc. Ing. Tomáši Meluzínovi, Ph.D. za jeho vedení, cenné rady, připomínky a doporučení, na základě kterých jsem mohla zpracovat tuto disertační práci. Poděkovat chci také svým rodičům i celé mé rodině za to, že mi svou nekonečnou podporou umožnili, aby tato práce vznikla.



## **OBSAH**

<b>ÚVOD</b> .....	12
<b>1 CÍLE DISERTAČNÍ PRÁCE</b> .....	13
<b>2 METODIKA ZPRACOVÁNÍ DISERTAČNÍ PRÁCE</b> .....	14
2.1 Metody použité ve výzkumu .....	14
2.2 Postup zpracování disertační práce.....	15
<b>3 SOUČASNÝ STAV POZNÁNÍ ZKOUMANÉ PROBLEMATIKY</b> .....	18
3.1 Vymezení pojmu primární emise cenných papírů.....	18
3.2 Definice akcie.....	20
3.3 Motivy a bariéry rozhodnutí společnosti o implementaci IPO .....	21
3.3.1 Financování růstových příležitostí, likvidita, omezení zadlužení.....	21
3.3.2 Publicita a image společnosti.....	23
3.3.3 Výhody stávajícím akcionářům .....	24
3.3.4 Načasování vstupu na kapitálový trh .....	25
3.3.5 Náklady emise IPO .....	27
3.3.6 Podhodnocení emisního kurzu akcií .....	27
3.3.7 Náklady spojené s veřejnou obchodovatelností akcií .....	28
3.4 Vstup podniku na veřejné kapitálové trhy .....	29
3.4.1 Fáze přípravy .....	29
3.4.2 Fáze realizace.....	29
3.4.3 Fáze po realizaci .....	30
3.5 Charakteristiky IPO .....	31
<b>4 ANALÝZA VYBRANÝCH KAPITÁLOVÝCH TRHŮ REGIONU CEE</b> .....	33
4.1 Burza cenných papírů Praha, Česká republika.....	34
4.1.1 Historie .....	34
4.1.2 Regulace a právní úprava .....	35
4.1.3 Tržní charakteristiky BCPP .....	37

4.2	Varšavská burza, Polsko .....	42
4.2.1	Historie .....	42
4.2.2	Regulace a právní úprava .....	42
4.2.3	Tržní charakteristiky GPW .....	43
4.3	Bukurešťská burza, Rumunsko .....	49
4.3.1	Historie .....	49
4.3.2	Regulace a právní úprava .....	50
4.3.3	Tržní charakteristiky BVB.....	51
4.4	Sofijská burza, Bulharsko .....	55
4.4.1	Historie .....	55
4.4.2	Regulace a právní úprava .....	56
4.4.3	Tržní charakteristiky BSE .....	57
4.5	Budapešťská burza, Maďarsko.....	62
4.5.1	Historie .....	62
4.5.2	Regulace a právní úprava .....	63
4.5.3	Tržní charakteristiky BÉT .....	63
4.6	Lublaňská burza, Slovinsko .....	69
4.6.1	Historie .....	69
4.6.2	Regulace a právní úprava .....	70
4.6.3	Tržní charakteristiky .....	70
4.7	Záhřebská burza, Chorvatsko.....	75
4.7.1	Historie .....	75
4.7.2	Regulace a právní úprava .....	76
4.7.3	Tržní charakteristiky .....	77
4.8	Vývoj počtu emisí ve vybraných zemích regionu CEE.....	81
<b>5</b>	<b>VÝSLEDKY VÝZKUMU .....</b>	<b>84</b>
5.1	Popis výzkumného souboru respondentů.....	85
5.2	Faktory ovlivňující rozhodování o vstupu podniku na kapitálový trh formou	

IPO.....	87
5.2.1 Motivy IPO na domácí burze z pohledu finančních manažerů.....	87
5.2.2 Motivy IPO na zahraniční burze z pohledu finančních manažerů.....	100
5.2.3 Nevýhody (bariéry) IPO z pohledu finančních manažerů.....	106
5.2.4 Vlivy makroekonomických faktorů na IPO z pohledu finančních manažerů.....	116
5.3 Shrnutí a diskuze výsledků výzkumu.....	127
5.3.1 Motivy IPO.....	127
5.3.2 Bariéry (nevýhody) IPO.....	129
5.3.3 Vlivy externího prostředí na IPO.....	130
<b>6 DOPORUČENÍ PRO EMITENTY A DALŠÍ ROZVOJ PRVOTNÍCH VEŘEJNÝCH NABÍDEK AKCIÍ.....</b>	<b>133</b>
<b>7 PŘÍNOSY DISERTAČNÍ PRÁCE.....</b>	<b>139</b>
<b>ZÁVĚR.....</b>	<b>141</b>
<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY A ZDROJŮ.....</b>	<b>142</b>
<b>SEZNAM ZKRATEK.....</b>	<b>156</b>
<b>SEZNAM TABULEK.....</b>	<b>157</b>
<b>SEZNAM GRAFŮ.....</b>	<b>159</b>
<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>	<b>160</b>

## ÚVOD

Z hlediska rozvoje podniku existují mnohé způsoby financování. Jedná se zejména o interní a externí zdroje financování. V případě, kdy už podnik nedisponuje dostatečným objemem interních zdrojů, musí zvolit jeden či více způsobů externího financování podnikového rozvoje. Předpokládáme-li velké investiční projekty, rozvoj společnosti, akvizice jiných společností, expanze na nové trhy, diverzifikaci v rámci odvětví apod., pak nové externí zdroje financování, jako např. emise akcií na veřejných trzích, skýtá příležitost získání kapitálu velkého objemu. Cenné papíry v podobě akcií jsou navíc charakteristické svou obchodovatelností a tedy likviditou, což se stává značnou výhodou z pohledu investorů, kteří mají možnost kdykoli odprodat cenné papíry na kapitálových trzích a nemuset je tak držet ve svých investičních portfoliích. Krátkodobé peněžní prostředky jednotlivých investorů se tak stávají dlouhodobými finančními prostředky emitentů, které slouží k rozsáhlým rozvojovým investicím.

Financování podniků formou emise nových akcií skýtá mnohé výhody, avšak je zároveň doprovázeno značnými přímými a nepřímými náklady. V případě, kdy se podnik rozhodne pro primární emisi akcií (angl. Initial Public Offering, ve zkratce IPO), nezískává pouze kapitál, ale také zásadně mění principy svého dosavadního fungování. Z podniku, který byl vlastněn omezeným okruhem investorů, se stává podnik s veřejně obchodovatelnými akciemi, tedy podnik, jehož činnost je bedlivě sledována ať již investorskou či odbornou veřejností.

Výzkum prvotních veřejných nabídek akcií má dlouhou tradici zejména v zemích anglosaských a dále pak také v zemích kontinentální západní Evropy. Významně méně jsou však otázky spojené s IPO zmapovány v prostředí kapitálových trhů regionu střední a východní Evropy (angl. Central and Eastern Europe, ve zkratce CEE). Některé z nich zaznamenávají prvotní veřejné nabídky akcií řádově v desítkách ročně, avšak většinu trhů lze z hlediska IPO označit jako silně nerozvinuté. Cílem této disertační práce je proto identifikovat faktory, které ovlivňují rozhodování o vstupu podniků na kapitálový trh ve vybraných zemích regionu CEE a formulovat doporučení pro další rozvoj této formy financování.

# 1 CÍLE DISERTAČNÍ PRÁCE

Hlavním cílem disertační práce je identifikovat faktory, které ovlivňují rozhodování o vstupu podniku na kapitálový trh prostřednictvím prvotní veřejné nabídky akcií ve vybraných zemích regionu CEE, a formulovat doporučení pro další rozvoj této formy financování.

Hlavního cíle je pak dosaženo prostřednictvím naplnění cílů dílčích:

- A. Zkoumání současného stavu poznání, které se týká problematiky IPO.
- B. Zhodnocení vývoje počtu a objemu IPO ve vybraných zemích regionu CEE.
- C. Identifikování motivů vstupu podniků na kapitálový trh ve vybraných zemích regionu CEE a identifikování bariér rozvoje.
- D. Formulování návrhů na rozvoj trhu s primárními emisemi akcií v podmínkách vybraných trhů regionu CEE.

## 2 METODIKA ZPRACOVÁNÍ DISERTAČNÍ PRÁCE

### 2.1 METODY POUŽITÉ VE VÝZKUMU

Metody, které byly použity při zpracování disertační práce, zahrnují metody logické a metody kvalitativního a kvantitativního výzkumu (metody sběru dat, statistické metody). Aplikace logických metod se prolíná všemi dílčími částmi disertační práce. Jedná se o párové metody: analýza a syntéza, indukce a dedukce, abstrakce a konkretizace (Synek a kol., 2007; Molnár a kol., 2012; Široký 2011).

Pomocí analýzy rozkládáme informace na dílčí části, díky čemuž lze určit jednotlivé zákonitosti. Poté, za účelem vybudování celku, jsou tyto zákonitosti spojeny pomocí metody syntézy.

Pomocí metody indukce lze zpracovat a vyhodnotit jednotlivé údaje, za účelem formulování závěrů ze zkoumané oblasti. Dedukce bývá zpravidla použita tam, kde máme k dispozici všeobecné znalosti a při testování na konkrétním výzkumném souboru.

Metoda abstrakce vyčleňuje vlastnosti a znaky v procesu poznání, které jsou podstatné pro objekt zkoumání. Dochází k obecným poznatkům. Konkretizace je pak postup opačný tedy od všeobecného myšlenkového postupu k jednotlivému postupu, pomocí třídění charakteristik platných pro dané objekty zkoumání.

Zdroje dat mohou být v rámci výzkumu jak primární tak sekundární. Primární data jsou shromážděna na základě provedení prvotního výzkumu, kdežto sekundární data byla sebrána někým jiným a často k jinému účelu. Sekundární data lze dále členit na interní a externí, přičemž interní jsou ta, která byla nashromážděna již dříve např. v jiném výzkumu samotným autorem, a externí jsou data poskytovaná zdarma či za úplaty jinými výzkumníky a výzkumnými institucemi. Lze je nalézt např. ve statistických přehledech, vědeckých databázích, elektronických i kamenných knihovnách, knihách, dokumentech a vědeckých statích (Mervart, 1977).

Mezi metody sběru dat patří zejména dotazování. Jedná se o metody strukturovaného, polo-strukturovaného a nestrukturovaného dotazování. Dotazování může mít formu osobních rozhovorů (telefonické, či jiná média), dotazníku nebo focus group (Řezanková, 2010)

Za účelem vědeckého zkoumání je pak potřeba si stanovit další metody, které nám umožní pochopení hlubších souvislostí a umožní nám vyvodit z něj určité závěry.

Vyhodnocení dat může být prováděno kvalitativními či kvantitativními metodami. Pomocí kvalitativních metod lze popsat dříve neprozkoumané jevy, nebo ty jevy, o kterých je toho známo málo. Jedná se např. o zjišťování názorů, postojů, motivací apod. Kvantitativními metodami pak lze provádět výzkum statisticky významných závislostí, měřit intenzitu těchto závislostí, predikovat jejich budoucí vývoj apod (Konečný, 1993) Pro vyhodnocení dotazování je možno použít deskriptivní statistiky a přistoupit k aplikaci obecně užívaných ukazatelů používaných k popisu výzkumného souboru. Jedná se zejména o modus, medián, aritmetický průměr a směrodatnou odchylku (Chromý, 2014) Pro určení statisticky významných souvislostí se používá mimo jiné M-L Chí kvadrát test. Je to odhad maximální pravděpodobnosti u testu dobré shody, obvykle na stanovené hladině významnosti  $\alpha = 0,05$ . Je neparametrický a používá se za účelem stanovení statisticky významných souvislostí, vztahů, mezi jednotlivými znaky. Vyžaduje dostatečnou velikost zkoumaných veličin, uvádí se, že četnost by měla být  $n \geq 5$ . Chí kvadrát test porovnává očekávané a skutečné četnosti (Chromý, 2014)

## **2.2 POSTUP ZPRACOVÁNÍ DISERTAČNÍ PRÁCE**

V rámci naplnění prvního dílčího cíle dizertační práce bude provedena obsahová analýza nejnovějších literárních poznatků týkajících se zvolené problematiky. Relevantní literární zdroje lze nalézt v akademických informačních databázích, jako jsou Scopus, Web of Science, Willey online library, Springer, Science direct apod.

Aby bylo dosaženo druhého dílčího cíle dizertační práce, budou definovány klíčové kvantitativní a kvalitativní charakteristiky vztahující se k relevantním kapitálovým trhům. Jedná se o počet a objem emisí, obrat, počet transakcí, počet zalistovaných společností, výnosnost klíčových akciových indexů, hodnoty tržních kapitalizací apod.

Za informační zdroje vhodné pro získání dat relevantních k dané problematice poslouží informační databáze následujících institucí:

- Warsaw Stock Exchange, Prague Stock Exchange, Budapest Stock Exchange, Sofia Stock Exchange, Bucarest Stock Exchange, Ljubljana Stock Exchange
- Federation of European Securities Exchanges,
- World Federation of Exchanges,

- Pricewaterhouse Coopers – IPO watch Europe,
- The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD)
- World bank
- European Investment bank a další.

Aby bylo možné naplnit 3. a 4. cíl práce, bude přistoupeno ke sběru primárních dat. Pro účely sběru primárních dat bylo zvoleno dotazníkové šetření, jelikož na jeho základě lze získat zcela nové poznatky o emitujících společnostech a postojích jejich managementu (CFOs), které by za jiných okolností nebylo možné zjistit z veřejně dostupných zdrojů. Výsledky dotazníkového šetření budou anonymizovány. Výzkumný dotazník bude sestaven v anglickém jazyce a je součástí příloh této disertační práce (příloha č. 12). Cílem tohoto dotazníku je získat postoje a názory jednotlivých finančních manažerů ohledně motivů a bariér IPO, jakožto i vlivu, který sehrávají makroekonomické faktory. Výzkumný vzorek budou reprezentovat společnosti, které uskutečnily IPO na vybraných národních burzách zemí Evropské unie z regionu střední a východní Evropy (CEE). Region CEE zahrnuje Českou republiku, Polsko, Maďarsko, Slovinsko, Chorvatsko, Bulharsko a Rumunsko. Vhodnost výběru právě těchto burz spočívá v jejich obdobné historii, kdy všechny obnovily svoji činnost po pádu Železné opony, tzn., že jejich novodobá historie je o něco kratší než 30 let, a dále pak fakt, že po vstupu zemí do Evropské unie došlo k harmonizaci národní legislativy s evropskou.

Jelikož burzy zveřejňují seznamy emitentů, bude z těchto seznamů sestaven základní soubor soukromoprávních podnikatelských subjektů (respondentů), které IPO realizovaly na hlavním a vedlejším trhu příslušných národních burz v časovém období 2004 až 2016. Důvody zvolení časového intervalu spočívají zejména v postupném vstupu všech zemí do Evropské unie v tomto období. Základní soubor respondentů činí 474 společností. Výběrový soubor respondentů pak činí 100 subjektů. Kritéria výběru jsou následující: aktivní status společností a aktuální obchodovatelnost na burze, disponibilní kontakty a ochota komunikovat. U jednotlivých otázek dotazníkového šetření budou respondenti označovat míru svého souhlasu s daným stanoviskem na pětistupňové Likertově škále (1 malý význam až 5 velký význam). Výsledky budou vyhodnoceny s využitím metod popisné statistiky. Pro účely vyhodnocení závislosti mezi vybranými odpověďmi na otázky bude aplikován chí-kvadrát test.



Posledním dílčím cílem disertační práce je pak formulace doporučení pro emitenty ve vztahu k dalšímu rozvoji této formy financování v podmínkách vybraných akciových trhů regionu CEE. Doporučení budou formulována na základě informací a dat získaných pomocí naplnění 1. až 4. dílčího cíle této disertační práce, zejména pak z informací získaných od respondentů z dotazníkového šetření.

## **3 SOUČASNÝ STAV POZNÁNÍ ZKOUMANÉ PROBLEMATIKY**

### **3.1 VYMEZENÍ POJMU PRIMÁRNÍ EMISE CENNÝCH PAPÍRŮ**

Světová odborná veřejnost se o fenomén prvotních emisí akcií intenzivně zajímá již od 70. let 20. století. Skutečně intenzivní pozornost si IPO vysloužilo v 90. letech minulého století po prasknutí tzv. „spekulativní bubliny“, která doznívala v průběhu prvních let století 20. a skončila krachem amerického trhu NASDAQ v roce 2000 (Sojka, Dostál, 2008). V posledních dekadách se celosvětově rozšířilo financování růstu podniků pomocí veřejné nabídky cenných papírů. Při IPO společnosti poprvé nabízejí své cenné papíry veřejnosti a vstupují tak na veřejné kapitálové trhy, obvykle burzy cenných papírů. Teorie podnikových financí považuje IPO za jeden z nejdůležitějších milníků v životě podniku (Helwege a Packer, 2003; Brau, Francis a Kohers, 2003; Boehmer a Ljungqvist, 2004). IPO neboli veřejná nabídka investičních papírů je v České republice určena Zákonem o podnikání na kapitálovém trhu č. 256/2004 Sb. Paragraf 34 tohoto zákona definuje IPO takto: „Veřejnou nabídkou investičních cenných papírů (dále jen „veřejná nabídka“) je jakékoli sdělení širšímu okruhu osob obsahující informace o nabízených investičních cenných papírech a podmínkách pro jejich nabytí, které jsou dostatečné k tomu, aby investor učinil rozhodnutí koupit nebo upsat tyto investiční cenné papíry“. Existuje celá řada výkladů v akademické literatuře o tom, co to vlastně je IPO. Autoři jako Ritter (1998), analytická společnost Ernst & Young (2008), Investopedia (2018), Pagano a kol. (1998) uvádějí, že IPO je první prodej cenných papírů široké veřejnosti. Ross a kol. (1996) vnímá IPO jako situaci, kdy se společnost rozhodne, že chce, aby se s jejími akciemi veřejně obchodovalo. Meluzín a Zinecker (2009) uvádí český ekvivalent pojmu „Initial public offering“ jako „prvotní veřejnou nabídku cenných papírů“. Z toho plyne, že IPO může implementovat pouze podnik, jehož cenné papíry se dosud neobchodovaly na žádném z kapitálových trhů. V případě širšího vymezení, IPO je emisí cenných papírů - akcií, ale ne vždy se musí jednat o primární akcie, ale také o akcie sekundární neboli tzv. „Seasoned equity offering“, česky - sekundární emise akcií. IPO je jeden ze způsobů, jak podnik může navýšit svůj základní kapitál (Meluzín a Zinecker, 2009). Režňáková (2005) uvádí, že IPO přichází v úvahu v případech, když akciová společnost již působí na kapitálovém trhu, ale potřebuje další kapitál na svůj rozvoj. Další příklad dle autorky

může být situace, kdy již existující podnik mění právní formu a emituje své akcie za účelem získání investičního kapitálu. Dále může dojít k IPO v případech, kdy akcie emituje nový subjekt s ojedinělým záměrem anebo v případech, kdy se mění ekonomická nebo kapitálová struktura společnosti, dochází k tvorbě dceřiné společnosti, fúzi, akvizici apod.

Existují tedy různé definice pojmu IPO, a někteří autoři jako např. Jenkinson a Ljunquist (2001) rozlišují dále kromě IPO jako primární emise akcií také IPO sekundárních akcií a situaci, kdy se již stávající akcie emitují zároveň s novými akciemi. Další zaměření této disertační práce bude však pouze na primární emise cenných papírů na kapitálových trzích střední a východní Evropy, a tudíž budou z dalších analýz vyloučeny tzv. SEO tedy sekundární nabídky akcií. I přes značné množství literárních pramenů, specifikující IPO, se v praxi můžeme setkat s různými výklady tohoto pojmu. Existuje značný nesoulad a mnoho variant toho, čemu odborníci na kapitálové trhy říkají IPO a co do této kategorie a definice spadá. Např. různé burzovní regulace jako je povinnost před vstupem na hlavní trhy kotovat akcie nejdříve na vedlejším či start trhu aspoň po dobu jednoho roku apod., značně tento termín znesnadňují. Dalšími IPO jsou také privatizace státních podniků tzv. PIPO, které často bývají jedinými vstupy na dané trhy za mnoho let. Státní podniky jsou často jediné, které dokáží splnit striktní požadavky hlavních trhů. Z pohledu investorů i emitentů však stále hovoříme o prvotní nabídce akcií a teoretická rovina IPO na tom v praxi nic nemění. I po tzv. technickém listingu může společnost snadněji uskutečnit IPO než společnost, o které dosud nebyly známy investorům žádné informace. Technický listing ji může pomoci splnit administrativní a regulatorní náležitosti burz ještě před samotným IPO. Pokud se jednou totiž IPO uskuteční úspěšně, nezáleží již na tom, na kterém segmentu to bylo. Pouze v případě velkých nadnárodních korporací a velkých tuzemských společností, jak je řadí evropské právo, se lze domnívat, že prestiž a ještě vyšší investorský zájem bude motivem, pro vstup na hlavní segment. Z pohledu středního a menšího podniku je však cena za snahu dosáhnout na hlavní trhy příliš vysoká a jejich věci neužitečná.

## 3.2 DEFINICE AKCIE

V České republice je právní rámec akcie definován zákonem č. 89/2012 Sb., občanský zákoník další náležitosti jsou pak dále upraveny zákonem č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních korporacích.

Akcie jsou listinným cenným papírem, který je předpokladem k výkonu akcionářských práv. Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník upustil od koncepce rozlišování podoby cenných papírů na listinné a zaknihované a nyní je akcie cenným papírem pouze, pokud je listinou. Vedle cenných papírů upravuje občanský zákoník institut zaknihovaných cenných papírů. Zaknihované cenné papíry jsou dle dikce zákona věci, u nichž je cenný papír nahrazen zápisem do evidence, a převádějí se změnou zápisu v této evidenci. Ustanovení o cenných papírech se na ně použijí tehdy, pokud to nevyklučuje jejich povaha, občanský zákoník nebo jiný právní předpis. Z hlediska formy upravuje zákon o obchodních korporacích akcie na řad a akcie na doručitele. Akcie na doručitele se označuje jako akcie na majitele a v současné době je možné takové akcie vydat pouze jako zaknihovaný cenný papír nebo imobilizovaný cenný papír. Tato změna byla provedena rekodifikací soukromého práva v roce 2014, aby se zamezilo udržování a vzniku neprůhledných vlastnických struktur českých korporací. Akcie na řad se označují jako akcie na jméno a jsou vydávány na konkrétní jméno právnické či fyzické osoby. Akcie na majitele je ze zákona neomezeně převoditelná. Naopak v případě akcie na jméno může být převoditelnost akcií omezena. Tedy převod akcií na jméno je možné omezit stanovami společnosti, která je vydává a požadovat souhlas s převodem.

V České republice právní řád dovoluje emisi kmenových a prioritních akcií. K výplatě dividend z kmenových akcií dochází až po uhrazení zákonných plateb státu, věřitelům a vlastníkům prioritních akcií. V případě prioritních akcií jsou podmínky obdobné, pouze se jedná o rozdíly v akcionářských právech, jako např. v hlasování apod. (§ 514 zákona č. 89/2012 Sb. a § 263 zákona č. 90/2012 Sb.).

Výhody spojené s emisí kmenových akcií jsou pro podnik zejména:

- Podnik není zavázán vyplácet dividendy,
- Podnik si emisí kmenových akcií může snížit své zadlužení,
- Podnik má větší pravděpodobnost uspět s emisí kmenových akcií než prioritních.

Mezi nevýhody emise kmenových akcií patří zejména:

- Investoři požadují vyšší výnosnost,

- Vyšší nákladovost této formy financování, dividendy jsou vypláceny ze zisku po zdanění,
- Značné emisní náklady,
- Více akcionářů získá hlasovací právo a kontrolu nad společností,
- Emise dalších akcií může snížit cenu dříve vydaných akcií.

(Režňáková, 2005, Meluzín a Zinecker 2009, Kotásek a Pokorná, 2009).

### **3.3 MOTIVY A BARIÉRY ROZHODNUTÍ SPOLEČNOSTI O IMPLEMENTACI IPO**

Motivy směřující k rozhodnutí společnosti o přistoupení k implementaci IPO nastiňuje následující kapitola. Existuje celá řada těchto motivů jako např. získání dalšího kapitálu pro rozvoj společnosti, zajištění likvidity společnosti, překonání finančních stresů ze zadluženosti, zviditelnění společnosti, získání nových tržních příležitostí, diversifikaci portfolia, ale také např. generační obměna společnosti v situaci, kdy původní akcionář zamýšlí svou strategii odchodu ze společnosti.

#### **3.3.1 Financování růstových příležitostí, likvidita, omezení zadlužení**

V životě každé společnosti se dříve či později vyskytne okamžik, kdy současná kapitálová potřeba přesáhne dostupné vlastní finanční zdroje. Jedná se zejména o situace, kdy společnost potřebuje plánovat další rozvoj své podnikatelské aktivity, dochází ke změně v její ekonomické nebo organizační struktuře, dochází k personálním změnám apod. V takové situaci, kdy společnost nedokáže zajistit finanční kapital z vlastních zdrojů, nebo má míru zadlužení příliš vysokou, je IPO možným řešením. IPO, jak bylo definováno výše, je tedy způsob obdržení dodatečného kapitálu skrze kapitálový trh. Často si díky IPO společnosti zvyšují svůj základní kapitál, který dále použijí na financování dlouhodobých aktiv či jiných počinů. To samo o sobě přináší možnost získání poměrně velkého objemu prostředků, které by formou např. bankovního úvěru bylo již obtížné získat. V dnešní době plně převratných inovací tak řada společností přichází na kapitálový trh a pomocí emise prvotních akcií, chce získat dodatečný zdroj financování, aby mohla v této dynamické době držet krok s konkurencí.

Je na místě argumentovat, že vstup na kapitálový trh je nepoměrně komplikovanějším způsobem, jak získat peníze, než např. získat tzv. „business angela“, který za částečný podíl ve společnosti zafinancuje ze svých prostředků investiční plány společnosti. Jak bude dále nastíněno, je IPO složitý proces přeměny společnosti, a tudíž v porovnání s financováním pomocí společníků či velmi oblíbeným českým způsobem financování pomocí bankovního úvěru, je třeba důkladné přípravy. Společnosti vstupují na kapitálový trh z důvodu očekávaného investičního rozvoje a růstu. Dalo by se tedy předpokládat, že na kapitálový trh budou vstupovat společnosti, které mají vysoký potenciál růstu. Získávání finančních prostředků prostřednictvím prvotní emise akcií by mělo být alternativou k získávání kapitálu formou bankovních a jiných úvěrů, a to zejména v podnicích s velkými investicemi, vysokým podílem dluhu v kapitálové struktuře a vysokým potenciálem pro růst. Studie, která se zabývá otázkou motivace veřejných nabídek je od autorů Kima a Weisbacha (2008). Byl použit vzorek 17.226 prvotních veřejných nabídek a 13.142 sezónních emisí akcií z 38 zemí v období mezi roky 1990 - 2003. Jejich výsledky ukazují, že financování investic je skutečně hlavní motivace pro akciové nabídky. Bancel a Mittoo (2009) se shodují s těmito autory a říkají, že financování růstu společnosti je hlavní motivace pro IPO. Zkoumali IPO z 12 evropských zemí a celých 70 % finančních ředitelů, kteří se zúčastnili výzkumu, potvrdilo, že investiční příležitosti jsou největší výhodou IPO a následné obchodovatelnosti. Z jejich výzkumu vyplývá, že společnosti, které IPO realizovaly, dosahovaly vyšší roční míry růstu než společnosti, které IPO neprovedly. Autoři výzkumem zjistili také to, co Kim a Weisbach (2008), když zkoumali účel získaných finančních prostředků na základě analýzy finančních ukazatelů. Společnosti používaly získaný kapitál na snížení dluhů, získání hotovosti a kapitál na financování nových investic. Draho (2004) také uvádí, že stěžejní důvod pro IPO implementaci je získávání potřebných prostředků za účelem podnikového rozvoje bez nutnosti zadlužení. Zinecker a Meluzín (2009) na základě analýzy cash flow a výsledku hospodaření zjistili, že IPO je výhodnější forma financování než bankovní úvěr, a to i za cenu vyšších nákladů na realizaci. Vstup na akciový trh s cennými papíry skýtá možnost získávání kapitálu od velkého množství předem neznámých investorů. Výsledkem takové veřejné nabídky je pak akumulace většího množství kapitálu, než by bylo možné získat od jednoho investora nebo od omezeného počtu investorů (Draho, 2004). Více investorů pak v důsledku znamená potenciálně vyšší

výnos kapitálu a menší soustředění rozhodovacích pravomocí v rámci společnosti na úzký okruh investorů, jak tomu bývá u veřejně neobchodovaných společností. Malý počet většinových investorů může skýtat výhodu v autonomii rozhodovacích pravomocí, na druhou stranu jednostranný přístup nemusí být vždy pro společnost prospěšný. Příliš velký počet drobných investorů však také není žádoucí, jelikož se obtížně dosahuje konsenzu.

### **3.3.2 Publicita a image společnosti**

Zejména v dnešní globalizované době je image a publicita zásadním marketingovým nástrojem společností (Meluzín a Zinecker, 2009). Takzvané Public relations neboli PR či vztahy s veřejností jsou zásadní částí dlouhodobé strategie nejedné společnosti. V zásadě být vidět je jedna z ústředních rolí PR manažerů. Nemalé prostředky jsou vynakládány na budování dobrého jména a image společnosti. Pomocí IPO mají společnosti možnost tuto svou publicitu získat. V zájmu každé emitující společnosti je, aby povědomí o její činnosti bylo co nejlepší. Získání publicity a posílení image a kredibility je nefinanční výhoda plynoucí z IPO implementace. Tato výhoda může být např. formou většího zájmu veřejných sdělovacích prostředků, dalších IPO realizujících podniků, bankovních institucí apod. Carey a kol. (2015) zkoumali jaký vliv má disperze pozitivních informací o společnosti 30 dní před implementací IPO. Zkoumali celkem 595 australských IPO a mimo jiné zjistili, že na australském kapitálovém trhu, kde neexistuje žádné omezení v šíření informací před IPO, jako je tomu třeba ve Spojených státech amerických (dále též jen „USA“), pozitivní zprávy neměly vliv na podcenění a nepodílely se na vyšší ceně akcie z prvního dne obchodování, ale měly hlavně informativní charakter, a tudíž redukovaly informační asymetrii mezi emitentem a investory, což bylo dříve jako zásluha přisuzováno zejména upisovatelům. Titman a Subramanyam (1999) se ve svém výzkumu také zaměřili na roli disperze informací při IPO. Jak investoři, tak firmy dle jejich závěrů těží z informovanosti v průběhu IPO, a to v případě, že získají informace náhodně bez zbytečných nákladů. Toto je pak promítnuto do ceny akcie a poskytuje to vhodný způsob ohodnocení společnosti potenciálním investorům. Z toho plyne, že čím více pozitivních informací se dostane mezi více potenciálních investorů, tím větší může úspěch IPO mít. Jak uvádí zahraniční autoři (Abrahamson a kol., 2011, Bouzouita a kol., 2012, Noronha, 2011), pozitivní zprávy mohou mít vliv na snížení míry informační

asymetrie a tím zlepšit mínění o společnosti a v konečném důsledku zvýšit výnosnost emise. Cook a kol. (2006) zkoumali, jaký vliv mají investiční bankéři jako marketéři emise na IPO. Nalezli pozitivní korelaci mezi publicitou před IPO a následným prvotním obchodováním. Cena a ohodnocení společnosti a následná míra ztráty bohatství emitenta byla také pozitivně korelována s marketingem IPO před její realizací, jakožto i finanční ocenění bankéřů.

### **3.3.3 Výhody stávajícím akcionářům**

Black a Gilson (1998) zmiňují další důvod IPO implementace. Vzniká tak výhoda již existujícím investorům, kteří mohou snadněji prodávat své akcie v podniku na veřejných trzích a uskutečňovat si svou exitní strategii. Tato forma podílnictví jim rozšiřuje možnosti ve finančním rozhodování. Zároveň se však touto obchodovatelností nijak neomezuje finanční situace emitujícího podniku (Pagano 1996). Častým důvodem pro IPO realizaci je zájem většinového majitele snížit svůj podíl v podniku. IPO však také může sloužit jako strategie odchodu fondů rizikového kapitálu a způsob realizace zisků z investic. Alternativně budou stávající akcionáři mít díky úspěšnému IPO možnost změnit své portfolio bohatství, jelikož budou moci prodat svůj podíl ve společnosti na veřejném kapitálovém trhu (Black a Gilson, 1998; Mello a Parsons, 1998). Tuto domněnku potvrdili také Rydqvist a Hogholm (1995), kdy na základě zkoumání IPO ve Švédsku zjistili, že původní majitelé se cestou IPO snažili ze svých společností odejít a financovat si tak své potřeby nebo diverzifikovat si svá portfolia, spíše než aby získané prostředky použili na financování dalšího růstu podniku. Za další motiv by se dala považovat generační obměna (Zinecker, Meluzín, 2009) v rodinných společnostech. V případě, že se v rodinných společnostech nenachází zájemci o pokračování ve vedení společnosti, nezbývá stávajícím akcionářům nic jiného než odprodej podílů novým vlastníkům. Prostřednictvím kapitálového trhu mohou najít podstatně vyšší množství investorů, než kolik by byli schopni zajistit ve svém okruhu známých a přátel. DeTienne a kol. (2015) považují strategii exitu vlastníků za jednu z hlavních událostí v životě společnosti. Uvádějí, že pouze 41 % stávajících majitelů z jejich výzkumu, bude mít možnost předat rodinnou společnost dalším generacím. Zároveň říkají, že strategie exitu je atraktivním způsobem získání velké finanční odměny za jejich podnikatelské aktivity. Odchod původních akcionářů ze společnosti může být ovlivněn také vývojem v odvětví či na



kapitálovém trhu. V případě, že původní akcionáři vědí, že chtějí diverzifikovat své majetkové portfolio a na trhu existují příznivé podmínky, jako např. růst hodnot akciových indexů, další vstupující společnosti na kapitálový trh, dynamický vývoj v souvisejících odvětvích, pak budou tito akcionáři více nakloněni implementaci IPO v jejich společnosti za účelem dodatečného zvýšení jejich bohatství. Tato domněnka je spojena s teoriemi časování IPO.

### **3.3.4 Načasování vstupu na kapitálový trh**

Existují tři hlavní teoretická vysvětlení fenoménu načasování IPO. První teorie uvádí, že podniky vstupují na kapitálové trhy za výhodných ekonomických podmínek, které podporují jejich kontinuální růst a rozvoj (Loughran a Ritter, 1995; Ritter a Welch, 2002). Takové podmínky jsou tedy externího charakteru a emitující společnost je nemůže přímo ovlivnit. Zpravidla jsou utvářeny ekonomickou situací dané země, legislativními rámci, vyspělostí kapitálového trhu apod. Druhá teorie říká, že podniky vstupují na kapitálové trhy tehdy, když i jiné podniky na tyto trhy vstupují (Choe, Masulis and Nanda, 1993). De Albornoz a Pope (2004) zjistili, že IPO je ovlivněno tržním ohodnocením společností ve stejném odvětví. Tedy když dochází k pozitivnímu vývoji v odvětví, ve kterém společnost působí, nebo v odvětvích, které jsou přímo související. V případech, kdy konkurenční společnosti implementovaly IPO úspěšně, i další srovnatelné společnosti budou pravděpodobně chtít získat stejné výhody, jako emitující konkurence. Poslední teorie vysvětluje, že načasování IPO je odvozeno z teorie životního cyklu podniku. Tato teorie se zakládá na myšlence, že k IPO dochází, když se emitenti ocitnou v určité fázi životního cyklu podniku, kde potřebují více kapitálu na další růst (Choe, Masulis and Nanda, 1993; Lowery, 2002). Ve spojitosti s IPO se také objevuje teorie, že vstup na kapitálové trhy indikuje kvalitu emitentů. Tato teorie se zakládá na informační asymetrii mezi emitenty a investory. Vztahy mezi počtem IPO a makroekonomickými faktory byly zkoumány např. Loughranem a kol. (1994). Jejich studie analyzovala načasování IPO v 15 státech ve vztahu k inflačně očištěným indexům cen akcií a míře hrubých domácích produktů. Výsledky studie naznačují pozitivní vztah mezi počtem IPO a úrovní cen akciového trhu, avšak nebyla nalezena žádná pozitivní korelace s hospodářským cyklem. Rees (1997) ve svém výzkumu zjistil, že na počet a objem IPO má eminentní vliv úroveň akciových indexů, a že možnost vydat akcie za vysoké ceny je možné vysvětlení motivace

k IPO. Výskyt IPO je pozitivně spojený s úrovní akciového trhu. Rees (2002) uvádí, že vývoj akciových indexů předpovídá jak hodnotu, tak počet IPO. Rydqvist a Hogholm (1995) porovnávali data na vzorku rodinných podniků ve Švédsku a v jedenácti evropských zemích v období mezi roky 1970 - 1989. Zjistili, že většina aktivit směřujících k IPO se odehrála po ostrém růstu cen akcií. Breinlinger a Glogova (2002) sledovali vypovídající schopnost vybraných makroekonomických faktorů ovlivňujících IPO za pomoci analýzy vzorku ročního objemu IPO v šesti rozvinutých evropských zemích po dobu 18 let. Autoři se zaměřili na zodpovězení otázky, zda existují stálé indikace, že IPO se řídí výnosností akciových indexů. Výsledky ukázaly, že logaritmická transformace objemů IPO, vede ke stálým odhadům regrese jednotlivých zemí i celého vzorku. Hypotéza, že procentuální změna v úsporách, růstech hrubých domácích produktů a úrokových mírách má vypovídající hodnotu o IPO objemech, nebyla podložena empirickými důkazy. Ameer (2012) ve své studii prezentuje negativní vztah mezi úrokovou mírou a počtem IPO a značný pozitivní vztah mezi průmyslovou produkcí a počtem IPO na rozvíjejícím se trhu Malajsie. Bilson a kol. (2002) našli pouze mírné známky spojitosti mezi místními makroekonomickými faktory a výnosností na rozvíjejících se kapitálových trzích. Určující charakteristiky kapitálových trhů, které ovlivňují rozhodnutí podniků o emisi cenných papírů na rozvíjejících kapitálových trzích střední a východní Evropy byly podrobeny empirickému zkoumání Roženského (2008), Peterly (2013) a Brzeszczyńskiego (2014). Zaměřili se na problematiku atraktivnosti primárních kapitálových trhů v regionu střední a východní Evropy a použili pro ně kvantitativní a kvalitativní indikátory. Byly sledovány kvantitativní faktory, jako velikost kapitálového trhu, likvidita kapitálového trhu a výnosnost akciových indexů. Peterle (2013), která zkoumala IPO v regionu střední a východní Evropy v období mezi roky 2000 - 2009 zjistila, že faktory kapitálových trhů jako jsou velikost trhu, likvidita, a tržní kapitalizace k hrubému domácímu produktu nemají určující vliv na IPO v regionu střední a východní Evropy. Je však možné, že atraktivita kapitálových trhů měřená ročním indexem výnosnosti a ročním růstem trhu a jejich likvidity mohly být stimuly pro růst počtů IPO ve sledovaném období. Brzeszczyński (2014) vysvětluje, že rozhodnutí polských podniků o emisi cenných papírů na kapitálových trzích je silně ovlivněno vývojem na kapitálovém trhu, a že počty IPO se zvyšují s růstem cen a snižují s jejich poklesem. Vlivy minulých období a institucionální vlivy byly hodnoceny indikátory, jako

jsou vnímání kapitálového trhu podniky, jejich důvěrou v kapitálové trhy a kvalitu státního dohledu a s tím spojenými regulacemi. Roženský (2008) zkoumal podmínky vytvořené místními burzami za použití indikátorů nákladů IPO, administrativních náležitostí pro emitenty, dělení trhů dané burzy a konečně jejich marketingových aktivit a public relations aktivit. Groh a kol. (2010) došli k závěru, že ochrana investorů, pravidla řízení podniků, velikost a likvidita kapitálového trhu jsou určujícím faktorem pro odbornost finanční komunity, toky obchodů a exitní příležitosti.

### **3.3.5 Náklady emise IPO**

Mezi hlavní v literatuře udávané bariéry vstupu na kapitálové trhy se řadí náklady IPO. Obecně se náklady na IPO dle studie Oxera (2006) dělí na náklady realizace a veřejné obchodovatelnosti cenných papírů. Náklady a závazky související s implementací IPO lze považovat za nevýhody této formy financování. Některé náklady jsou přímo spojeny s procesem uvedení podniku na veřejné kapitálové trhy. Jedná se zejména o tyto náklady:

- Poplatky upisovatelům,
- Poplatky za přijetí akcií k obchodování na trzích,
- Poplatky profesionálům za auditorské, právní a jiné služby,
- Náklady marketingu,
- Interní náklady podniku související s realizací IPO.

### **3.3.6 Podhodnocení emisního kurzu akcií**

V případě podhodnocení emisního kurzu akcií hovoříme o nepřímých nákladech. Loughran, Ritter (1994) a Paleari a kol. (2006), Butler a kol. (2015), Banerjee a Shrestha (2015), studovali fenomén podhodnocení ceny prvotních cenných papírů. Zabývali se důvody, proč jsou cenné papíry v IPO často podhodnoceny. Z pohledu emitenta je podcenění cenných papírů implicitním nákladem. Podcenění má další negativní dopad na vliv původních vlastníků na společnost, protože v rámci získání potřebných prostředků společnost musí emitovat další cenné papíry. I přesto, že je IPO podcenění z teoretického hlediska viděno jako značné nepřímé náklady, emitenti se je ne vždy snaží cíleně eliminovat. Nejčastěji se problematika podcenění emisního kurzu akcií spojuje s tzv. informační asymetrií. Hoque (2013) zkoumal 831 IPO z Velké Británie v období od roku 1999 - 2006. Zjistil, že informační asymetrie je určujícím faktorem pro

podcenění IPO pro všechny zkoumané podniky. Meluzín a kol. (2014) říká, že informační asymetrie je jedním z faktorů podcenění IPO. Tedy závisí na informační asymetrii mezi emitenty a investory, emitenty a upisovateli, na různých typech investorů a dalších zainteresovaných subjektech. Je zde předpoklad, že investoři mají k dispozici méně informací než emitenti sami. Emitenti pak podceněním vyjadřují kvalitu emise. Autoři zmiňují různorodost investorů a jejich přístupů k informacím důležitých pro investiční rozhodnutí. Více informovaní investoři budou chtít investovat do podceněných akcií, kdežto méně informovaní budou investovat do náhodných akcií bez rozlišení cen. Čornačič a Novák (2013) a Karpoff a Masulis (2013) zkoumali signalizování podceněním na rozvojových trzích, kde je presumce vyšší informační asymetrie než na trzích již rozvinutých např. v USA a západní Evropě. Zjistili, že na rozvojových trzích mají domácí emitenti vyšší míru informovanosti než investoři. Dále zjistili, že i domácí emitenti mají tendenci podceňovat IPO, aby signalizovali kvalitu akcií. Na rozvojových trzích, kde se vyskytuje významná informační asymetrie a kde alternativní metody komunikace mohou scházet, kvalitní emitenti považují podcenění za atraktivní. Autoři se zaměřují na pozitivní signály při vstupu na veřejné kapitálové trhy směrem k investorům. Allen a Faulhaber (1989) a také Chemmanur (1993) říkají, že pouze dobrý emitent si může dovolit vysílat signály směrem k investorům pomocí podceňování. Jsou to většinou ty společnosti, které aplikují takové podcenění, které přinese prvním investorům získání výnosů z prodeje akcií na veřejných trzích jen několik dní po IPO.

### **3.3.7 Náklady spojené s veřejnou obchodovatelností akcií**

Náklady regulatorních požadavků na správu a řízení společnosti mohou mít pozitivní i negativní dopad na důvěru investorů a mohou zpravidla ovlivnit cenu akcií. Roční burzovní poplatky dle studie Oxera (2006) klesají s rostoucí tržní kapitalizací, a tudíž výše těchto poplatků výrazně neovlivňuje rozhodnutí podniku o realizaci veřejné nabídky. Náklady na zveřejňování informací o společnosti vznikají společně se stálým požadavkem na pravidelné zveřejňování informací a jsou jednou z podmínek veřejné obchodovatelnosti. Paleari a kol. (2006) uvádějí, že činnost společnosti bude podrobně kriticky zkoumána poté, co vstoupí na veřejné kapitálové trhy. Na jedné straně budou akcionáři, jejichž odlišné reakce na finanční výsledky společnosti mohou mít vliv na cenu akcií, na straně druhé budou investoři, analytici, banky, obchodní partneři, konkurenti a

další subjekty sledující výkonnost společnosti. Společnosti, které jsou citlivé na vyzrazení informací, neuskuteční IPO, a to zejména kvůli povinnosti pravidelně tyto informace uveřejňovat. (Yosha, 1995) Motivy a bariéry IPO dle literatury shrnuje tabulka 1.

Tabulka 1 Motivy a bariéry IPO

Motivy IPO	Bariéry IPO
Dodatečné finanční prostředky bez omezení dluhového financování	Značné přímé a nepřímé náklady spojené s přípravou a realizací
Optimalizovaná kapitálová struktura a snížení rizik plynoucích s předlužením	Přímé a nepřímé náklady spojené s veřejnou obchodovatelností
Větší důvěryhodnost, vyjednávací pozice vůči bankovním a jiným institucím	Rozšíření vlastnické struktury na další investory
Vyšší likvidita cenných papírů a příležitost k prodeji současnými držiteli	Ztráta možné úplné rozhodovací kontroly nad společností
Snazší generační obměna ve společnosti	Riziko vyzrazení strategických informací

*Zdroj: Vlastní zpracování podle Meluzín a Zinecker, 2009*

### 3.4 VSTUP PODNIKU NA VEŘEJNÉ KAPITÁLOVÉ TRHY

#### 3.4.1 Fáze přípravy

V přípravné fázi podnik musí splnit všechny podmínky pro uskutečnění primární emise cenných papírů. Jedná se o časově nejnáročnější fázi s dobou trvání až 2 roky. (Meluzín, Zinecker, 2009) v této fázi společnost musí provést změny zejména ve struktuře společnosti a implementovat mezinárodní účetní standardy.

#### 3.4.2 Fáze realizace

Dle Nývltové a Režňákové (2007) se jedná o následující kroky realizace:

1. Výběr realizačního týmu
2. Výběr trhu
3. Prověrka společnosti
4. Ocenění emitenta

5. Svolání valné hromady
6. Příprava a schválení emisního prospektu
7. Jednání s upisovatelem
8. Zveřejňování informací o společnosti investorům
9. Stanovení emisního kurzu akcií a alokace mezi investory
10. Přijetí akcií na veřejné kapitálové trhy

Následující schéma české analytické společnosti Patria (2017) je typické pro IPO a počítá dny od zveřejnění záměru vstoupit na burzu, tedy od momentu vydání oficiální tiskové zprávy.

- Den 28-25 Testování poptávky institucionálních investorů
- Den 19-14 Předmarketing institucionálních investorů
- Den 13 Schválení prospektu + počátek marketingové kampaně
- Den 12 Stanovení cenového rozpětí
- Den 10 Začátek upisovacího období (Otevření knihy)
- Den 9 Prezentace maloobchodním zákazníkům - slavnostní událost
- Den 8-6 Maloobchodní roadshow
- Den 3-2 Uzavření knih, konec upisovacího období, po 17:00 Ocenění emise + alokace investorů + rozeslání alokačních dopisů
- Den 0 Listing (první obchod v řádném obchodním termínu)

### **3.4.3 Fáze po realizaci**

V post realizační fázi musí podnik vyvinout aktivity vedoucí ke stabilizaci kurzu akcií po uvedení na sekundární trhy. Manažer emise by měl zasahovat v případě poklesu či růstu kurzu akcií (Meluzín a Zinecker, 2009) Lze použít mechanismus lock up kontraktů nebo tzv. opcí navýšení. Ve fázi po realizaci IPO a v případě, že je emise úspěšná však nekončí, z hlediska emitenta, neustálá snaha o zajištění obchodovatelnosti akcií ve smyslu investorského zájmu. Společnosti musejí dbát na zveřejňování aktuálních informací pro investory, obsluhovat oddělení investorských vztahů, zveřejňovat finanční výsledky a v neposlední řadě se zasadit o pravidelné vyplácení dividend.

### 3.5 CHARAKTERISTIKY IPO

Jednou z hlavních výchozích charakteristik, kterou sledují společnosti je jejich tržní kapitalizace. Pojem tržní kapitalizace představuje tržní hodnotu akciové společnosti, tedy celkovou tržní hodnotu vyjádřenou součinem počtu akcií vydaných danou společností a aktuální cenou akcií na kapitálovém trhu. Tržní kapitalizace v absolutním vyjádření odráží velikost trhu ve vztahu k HDP a obyvatelstvu a odráží relativní význam kapitálového trhu pro národní hospodářství. Tato proměnná se řadí do proměnných exogenních, jelikož její vývoj podnik nemůže přímo ovlivnit. Dalším neméně důležitým faktorem je tržní likvidita. Indikátory jsou především růst obratu a obrat per capita (Rejnuš, 2014). Rostoucí kapitálový trh je z hlediska absolutního obratu atraktivní jak pro emitenty, tak pro investory. Dalším ukazatelem likvidity na trhu je rychlost obratu vypočítána jako poměr mezi ročním obratem a průměrnou tržní kapitalizací (Gup, 2006). Toto vyjadřuje, jak často se akcie obchoduje za rok. Tento ukazatel osciluje kolem hodnoty dva na vyspělých kapitálových trzích (Peterle 2013). Ostatní ukazatele likvidity na trhu jsou představovány počtem transakcí (nebo růstem transakcí) a počtem společností kotovaných na burze. Stále větší počet společností kotovaných na burze zvyšuje atraktivitu daného kapitálového trhu. Širší nabídka obchodovaných akcií také dělá trh více atraktivní pro investory z důvodu vyšší likvidity (Roženský, 2008). Zejména pak výnosnost klíčových akciových indexů má z hlediska investorů vypovídající hodnotu. Podniky jsou více nakloněny implementaci IPO v období, kdy kapitálový trh nabízí větší výnosy a tím pádem příjmy pro podnik a také pro potenciální investory. Studie Loughrana a kol. (1994), Ljungqvista (1995), Reese (1997) a dalších autorů zaznamenaly značný pozitivní vliv úrovně indexů kapitálového trhu a úrovně výnosnosti těchto indexů na počet IPO. Brzeszczyński (2014) zanalyzoval počet IPO a hlavní kapitálový index na polském trhu od konce 90. let do roku 2008 a zjistil, že počty IPO na rozvojových trzích a ziskovost veřejných nabídek jsou závislé na makroekonomických podmínkách, životním cyklu podniku a aktivitě kapitálového trhu.

Hlavní kvantitativní charakteristiky vstupující do dané problematiky tedy jsou:

- Tržní kapitalizace
- Počet zalistovaných společností
- Počet transakcí
- Objem emisí

- Počet emisí na relevantním kapitálovém trhu
- Výnosnost klíčových akciových indexů



## 4 ANALÝZA VYBRANÝCH KAPITÁLOVÝCH TRHŮ REGIONU CEE

Výzkum se bude soustředit na vybrané kapitálové trhy střední a východní Evropy (dále jen CEE) a to zejména na jejich hlavní a vedlejší akciové trhy, které podléhají přísným pravidlům vstupu a legislativa, která je upravuje je plně v souladu s evropskou legislativou. Často vedle těchto trhů burzy provozují ještě třetí typ trhu, např. tzv. start trhy, které jsou určeny především malým a středním emitujícím podnikům, které neuskutečňují veřejnou nabídku, poptávají malé množství kapitálu, nesplňují zákonné požadavky na emitenty hlavních a vedlejších trhů nebo je pro ně výhodnější z pohledu konkurenčního boje získat kapitál bez nutnosti uveřejňování důvěrných firemních informací. Většinou se tyto trhy řídí obecnými právními normami daných zemí.

Většina kapitálových trhů vznikla v období po liberalizaci ekonomického prostředí v souvislosti s koncem komunistického režimu tedy před necelými třemi desetiletími. Jedná se tedy o trhy poměrně mladé avšak rozdílné co do počtu i objemu IPO. Charakteristiky jednotlivých trhů jsou také rozdílné i přesto, že téměř všechny zkoumané trhy se nacházejí v zemích Evropské unie od obdobné doby a jejich právní rámce jsou v souladu s evropskou legislativou.

Mezi zkoumané trhy se řadí Burza cenných papírů Praha (dále též jen „BCPP“), která spadá do společnosti CEESEG AG., dále pak polská burza Varšava (dále též jen „WGP“), burza Budapešť v Maďarsku (dále též jen „BÉT“), burza v rumunské Bukurešti (dále též jen „BVB“) a také v bulharské Sofii (dále též jen „BSE“). V neposlední řadě bude zkoumána také slovinská burza v Lublani (dále též jen „LJSE“), kterou v roce 2015 zakoupila chorvatská burza v Záhřebu (dále též jen „ZSE“). Přestože v postkomunistické transformaci zemí východní Evropy měly všechny země víceméně stejnou výchozí pozici, ne všechny zvládly z pohledu kapitálových trhů tento přerod stejně zdárně. Je více než patrné, že současná situace na západoevropských trzích je diametrálně odlišná od situace východoevropských trhů. Je to dáno zejména vývojem po druhé světové válce, brzkou integrací do evropských struktur, institucionální a finanční rozvinutostí, velikostí ekonomik daných zemí a kulturně sociálními faktory.

## 4.1 BURZA CENNÝCH PAPIRŮ PRAHA, ČESKÁ REPUBLIKA

### 4.1.1 Historie

Burza cenných papírů Praha a její historie sahají do konce 19. století. Po první světové válce se na pražské burze začalo obchodovat čistě s cennými papíry. Meziválečné období je na BCPP spojováno se značným rozvojem a významem, který převyšoval i burzu ve Vídni. Druhá světová válka pozastavila obchodování v českých zemích na 60 let a na svoje dávné úspěchy navázala až po konci komunistického režimu. Avšak ani obnovení BCPP po revoluci nepřineslo burze původní věhlas. Svou roli dodnes může hrát nedůvěra v kapitálový trh skrze zkušenosti z období porevoluční kupónové privatizace. Společnosti v České republice stále spoléhají zejména na financování skrze bankovní úvěry. Bonin a Wachtel (2003) uvádějí, že rozvíjející se ekonomiky, jako ta česká, prošly úspěšně přeměnou plánované ekonomiky na tržně orientovanou, kde se zdárně podařilo privatizovat české banky, avšak kapitálový trh jako místo, kde společnosti přicházejí pro dodatečný kapitál, který tolik potřebují k dalšímu rozvoji, není dostatečně rozvinutý. To dokazuje malý zájem emitentů za posledních 24 let. Roženský (2008) také zmiňuje, že počátky kapitálového trhu v České republice byly spojovány zejména s problémy v regulačním a dohledovém systému a nejasném právním rámci, kdy k tvorbě regulačních opatření docházelo až po výskytu problémových situací. To mělo za následek éru tzv. „tunelování podniků“, kterou si čeští investoři pamatují dodnes a která je čas od času problémem i v dnešních podnikatelských aktivitách. Další autoři (Mlčoch, 2000, Pistor 2001) říkají, že česká vláda byla v té době příliš laxní, co se týče regulování a zákonodárství, což pak v důsledku vedlo ke spekulativnímu chování, snížení počtu emisí na kapitálovém trhu a celkově jeho pomalému vývoji. Tehdejší vláda pravicového ražení v čele s pozdějším prezidentem České republiky, Václavem Klausem, věřila, že čím méně bude stát regulovat, tím lépe se bude ekonomice dařit. Avšak otázkou zůstává, zda kdyby byly regulace striktnější, jako to mu bylo například v Polsku, by se vývoj ubíral jinak. Stringham a kol. (2008) uvádějí, že právě vláda, nikoli malá míra regulovanosti či špatná funkce soudů, je zodpovědná za stav, v jakém se nacházela česká ekonomika a kapitálový trh, avšak současně tvrdí, že právě tento přístup byl to nejlepší, co mohla pro přerod své rozvíjející se ekonomiky udělat. Glaeser, Johnson Shleifer (2001) říkají, že relativní neúspěch tehdy československého kapitálového trhu s malou mírou kontroly a rapidní

privatizace státních podniků vedla k vysokému vyvlastňování menšinových akcionářů, což mělo za následek ztrátu důvěry v kapitálový trh jako zdroje investičního kapitálu. Za hlavními důvody malého počtu emisí dle Meluzína (2009) mohly dříve stát značné legislativně ekonomické bariéry vstupu na kapitálové trhy, avšak nyní toto již neplatí. Zlepšení podmínek přinesla příprava na vstup České republiky do Evropské unie v roce 2004 a nutnost harmonizovat legislativu s normami EU. Jako další neméně podstatné faktory byly uváděny neochota informovat veřejnost o podnikatelských aktivitách, optimalizace organizačních struktur, nebo pesimistický odhad zájmu potenciálních investorů. První obchody se na BCPP v její nové éře uskutečnily v dubnu roku 1993. BCPP patří jako dceřiná společnost do holdingové společnosti CEESEG, která spravuje také burzu ve Vídni (CEESEG.com, 2017). BCPP nabízí svým klientům možnost obchodování na regulovaných i neregulovaných trzích.

#### **4.1.2 Regulace a právní úprava**

V současné době je právním předpisem upravujícím IPO v České republice zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. Zákon o podnikání na kapitálovém trhu zapracovává do českého právního řádu předpisy Evropské unie, kterými je Česká republika vázána, a jež regulují oblast finančních trhů, tedy i IPO. Z právního hlediska je nutné věnovat pozornost zejména § 64 až 66 zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Stanovují totiž podmínky pro organizování tzv. oficiálního trhu a jsou pozůstatkem původní úpravy směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES o přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny. Ta byla později z velké části nahrazena směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES z roku 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES. Další určující je směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování a o změně směrnice 2001/34/ES. V neposlední řadě pak směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/ES z roku 2014 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS, které mimo jiné zavedly i současnou úpravu regulovaných trhů. Tato ustanovení jsou platná pro všechny

země Evropské unie. Aby mohl podnikatelský subjekt emitovat akcie v České republice, musí být akciovou společností podle § 243 - 551 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích. (Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech) Jak bylo uvedeno, společnost, která hodlá emitovat akcie na regulovaném trhu, musí připravit prospekt emise cenných papírů. Prospekt cenného papíru musí splňovat náležitosti zákona o podnikání na kapitálovém trhu a nařízení Komise (ES) č.809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů apod. Opět je tato legislativa platná i pro další evropské trhy. Emitenti si mohou svobodně zvolit, zda prospekt zpracují v češtině nebo angličtině (ESMA, 2014). Vzhledem k dnešní globalizované době skýtá prospekt v angličtině značnou výhodu pro potenciální zahraniční investory. Prospekt musí být před zveřejněním schválen národním orgánem dohledu nad kapitálovým trhem, kterým je v České republice Česká národní banka (ČNB, 2018). Dle čl. 3 odst. 1 nařízení EP a Rady č. 909/2014 každý emitent usazený v Evropské unii, jenž vydává nebo vydal převoditelné cenné papíry, které jsou přijaty k obchodování nebo obchodovány v obchodních systémech, zajistí, aby tyto cenné papíry byly evidovány formou zápisu do příslušné evidence prostřednictvím imobilizace nebo formou přímé emise v zaknihované podobě. Regulace kapitálového trhu je zajišťována omezujícími a příkazujícími pravidly především v podobě právních předpisů organizátory trhu tedy Burzou cenných papírů Praha a RM- systémem. V rámci regulace v oblasti kapitálového trhu působí dále jako dozorní orgán Česká národní banka, která dohlíží na podporu rozvoje a transparentnosti, konkurenceschopnosti účastníků na trhu, na podporu nových emisí, ochranu investorů a posilování důvěry v kapitálový trh (ČNB, 2018). Cílem dohledu nad kapitálovým trhem je zabránění uzavírání ztrátových obchodů. V případě nesouladu s dodržováním pravidel kapitálového trhu může ČNB např. zavést nucenou správu nebo pozastavit činnost daným subjektům. Dle zákona o podnikání na kapitálovém trhu má ČNB provádět dohled nad kapitálovým trhem, a to zejména udělováním licencí, povolení, registrací a předchozích souhlasů, kontrolou dodržování podmínek stanovených udělenými licencemi a povoleními, kontrolou dodržování zákonů, k jejichž kontrole je ČNB zmocněna zákonem nebo zvláštními právními předpisy, kontrolou dodržování vyhlášek a opatření vydaných ČNB, získávání informací potřebných pro výkon dohledu a jejich vymáhání, ověřování

jejich pravdivosti, úplnosti, aktuálnosti, ukládání opatření k nápravě a sankcí a řízení o správních deliktech a přestupcích (ČNB, 2018).

#### 4.1.3 Tržní charakteristiky BCPP

Na BCPP se tržní kapitalizace mezi lety 2004 až 2016 pohybovala mezi 21 720,04 a 22 194,72 ml. EUR přičemž maximální hodnoty dosáhla v roce 2007, tedy 47 987,44 ml. EUR. V letech 2004 - 2008 tržní kapitalizace BCPP rostla meziročně v řádech desítek procent a v součtu pak o 90 %. V letech po roce 2008 se však už do této výše nedostala a pohybovala se v průměru okolo 26 730 ml. EUR, přičemž střídavě rostla a klesala v řádech několika procent. Tabulka 2 ukazuje vývoj tržní kapitalizace, nárůst a pokles v procentuálním meziročním vyjádření, jakož též tržní kapitalizaci ve vztahu k HDP České republiky. V roce 2004 tvořila velikost kapitálového trhu pouze 25,22 % českého HDP. V roce 2007 už to byl téměř dvojnásobek, tj. 46,06 %. V následujícím roce se však prudce tento poměr snížil na 17,98 %. V dalších letech se situace vyvíjela optimističtěji, když se poměr tržní kapitalizace k HDP opět dostal nad 30 % ve všech zbývajících sledovaných letech kromě let 2011 a 2015. V roce 2016 se díky klesajícím hodnotám tržní kapitalizace tento poměr snížil na 30,85 %. Z tabulky č. 2 je možné si povšimnout, že HDP České republiky za období 2004 až 2016 kontinuálně rostlo, tedy že celková produktivita byla stále vyšší, avšak vývoj tržní kapitalizace byl ekonomickou krizí ovlivněn výrazněji.

Ukazatel tržní kapitalizace k HDP ve sledovaném období vykazuje růst relativní velikosti českého kapitálového trhu a i přes překonanou ekonomickou krizi naznačuje vzrůstající popularitu BCPP. V grafu č. 1 je pak tento vývojový trend patrný.

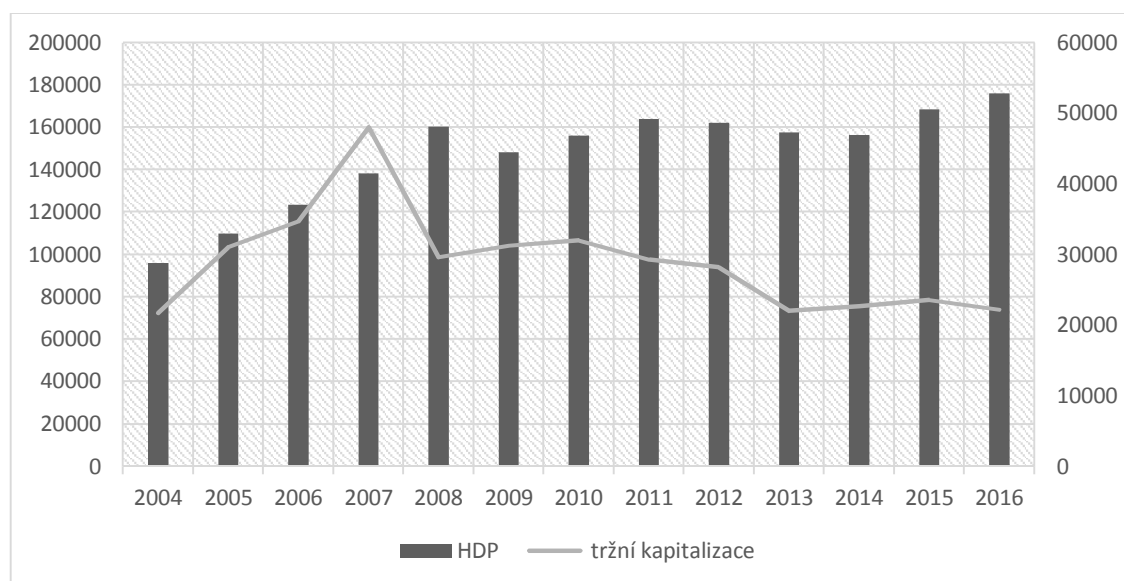
Tabulka 2 Vývoj tržní kapitalizace na BCPP v letech 2004 - 2016 (ml. EUR)

Rok	Tržní kapitalizace ml. EUR	Nárůst/pokles tržní kapitalizace	HDP ml. EUR	Tržní kapitalizace k HDP
2004	21720,04	0	96098,52618	25,22 %
2005	31059,49	+43 %	109903,7822	32,14 %
2006	34693,42	+12 %	109903,7822	41,23 %
2007	47987,44	+38 %	138121,9349	46,06 %
2008	29615,12	-62 %	160352,7802	17,95 %
2009	31265,36	+5 %	148330,9224	33,19 %
2010	31922,18	+2 %	155998,3894	39,48 %

2011	29203,22	-10 %	163991,6185	28,26 %
2012	28193,23	-3,5 %	162012,8336	34,48 %
2013	21990,78	-28 %	157445,4474	37,72 %
2014	22643,72	+3 %	156254,384	34,40 %
2015	23542,81	+4 %	168315,2618	29,31 %
2016	22194,72	-6 %	175950,527	30,85 %

*Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016, Word bank, Český statistický úřad, vlastní výpočty*

**Graf 1 Vývoj tržní kapitalizace na BCCP a HDP 2004 - 2016 (ml. EUR)**



*Zdroj: BCPP, Ročenky FESE 2004 - 2016*

Nesporným faktorem v rozhodnutí společnosti o emisi akcií na kapitálových trzích je, jak bylo řečeno, také množství ostatních obchodovaných společností, ideálně konkurentů. Na trhu, kde je úspěšně obchodováno s mnoha tituly a kde je tedy předpoklad velkého množství potenciálních investorů, je snazší získat kapitál než na trhu, kde je počet obchodovatelných společností minimální. O takový trh není mezi investory pochopitelně zájem, a tudíž ztrácí i atraktivitu pro emitující podniky. BCPP se v tomto ohledu vyvíjela na počátku sledovaného období velmi dobře, když se zde obchodovalo s více jak 50 tituly. Dle tabulky č. 3 se v průběhu let 2005 až 2009 však počet společností snížil o 120 % na pouhých 25. V dalších letech se uskutečnilo pouze několik IPO na BCPP a počty kotovaných společností se tedy výrazně nezměnily ani mezi lety 2010 až 2016. Poměr

zahraničních a tuzemských kotovaných společností se změnil od roku 2004 z 53 domácích a 2 zahraničních společností, na 15 tuzemských a 10 zahraničních v roce 2016.

Tabulka 3 Počet společností s kotovanými akciemi na BCCP

<b>BCPP</b>	<b>Počet společností s kotovanými akciemi</b>		
<b>Rok</b>	<b>Tuzemské</b>	<b>Zahraniční</b>	<b>Celkem</b>
prosinec 04	53	2	55
prosinec 05	35	4	39
prosinec 06	26	6	32
prosinec 07	24	8	32
prosinec 08	19	10	29
prosinec 09	16	9	25
prosinec 10	16	11	27
prosinec 11	15	11	26
prosinec 12	17	11	28
prosinec 13	15	11	26
prosinec 14	13	10	23
prosinec 15	15	10	25
prosinec 16	14	11	25

*Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016*

Dalším neméně důležitým ukazatelem rozvinutosti kapitálového trhu je počet transakcí provedených v rámci obchodování a jejich objem. Dle tabulky 4 se na BCCP od roku 2004 do roku 2016 uskutečnilo celkem 11,3 ml. transakcí v hodnotě 233 489,8 ml. EUR. Vývojový trend počtu transakcí a objemu transakcí uskutečněných na BCCP je podobný trendu tržní kapitalizace a úzce s ní souvisí. Od roku 2004 do roku 2009 můžeme sledovat výrazný růst počtu transakcí z původních 233 464 transakcí s objemem obratu 15073,2 ml. EUR až posléze na 1571767 s objemem obratu 15391 ml. EUR. Zde vidíme, že počet transakcí se sice zvětšil 6,73x, ale obrat zůstal téměř nezměněn. V dalších letech se postupně počet transakcí opět významně měnil, např. v roce 2013 se jednalo pouze o 606989 s obratem 6724,3 ml. EUR, což je oproti roku 2009 úbytek v objemu o 128 %. Naopak v letech 2012, 2015 a 2016 se počty transakcí opět zvyšovaly až na konečných 895979 v hodnotě 6213,1 ml. EUR. Podíl obratu a tržní kapitalizace BCCP naznačuje, že likvidita BCCP byla na nejvyšší úrovni v letech 2005, 2006, 2007 a 2008.

Dosahovala v roce 2008 až 115,41 %. V dalších letech už se tomuto poměru absolutně nepřiblížila, kdy se mezi roky 2009 až 2016 pohybovala v rozmezí 43,23 % až 24,61 %.

Tabulka 4 Počet transakcí a obrat transakcí na BCPP v letech 2004 - 2016 v ml. EUR

<b>BCPP</b>	<b>Počet transakcí</b>	<b>Obrat EUR ml.</b>	<b>Podíl obrat/tržní kapitalizace</b>
2004	233464	15073,2	69,40 %
2005	442064	34908,6	112,39 %
2006	571031	30015,4	86,52 %
2007	671638	36581,4	76,23 %
2008	1396186	34178,6	115,41 %
2009	1571767	15391	49,23 %
2010	1162643	17564,5	55,02 %
2011	1304407	15130,6	51,81 %
2012	969306	9983,6	35,41 %
2013	606989	6724,3	30,58 %
2014	629507	5571,7	24,61 %
2015	788251	6153,8	26,14 %
2016	895979	6213,1	27,99 %

*Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016, vlastní výpočty*

Za dobu obnovené existence pražské burzy se objevilo pouze omezené množství prvotních úpisů akcií. První významnou emisí byly akcie farmaceutické společnosti Zentiva v roce 2004. V roce 2006 následovala emise společnosti Pegas, která se zaměřuje na prodej netkaných textilií a ECM developerskou investiční společnosti. Rok 2007 přinesl akcie AAA Auto Group prodejce osobních vozů a realitní společnosti VGP. Vůbec největší emisí byla emise těžařské společnosti NWR, která dosahovala 40 miliard Kč (Meluzín, 2009). O dva roky později v r. 2008 vstoupila na trh sázkařská společnost Fortuna a o rok později energetická společnost E4U. Následovala dlouhá pauza a až v roce 2014 přichází emise Pivovaru Lobkowicz. Oblíbená česká limonáda Kofola vstupuje v r. 2015 a pro rok 2016 si emisi připravila Moneta Money bank, bývalá GE Money bank (PSE.cz, 2017). Tímto se výčet emisí z novodobé historie burzy ke konci roku 2016 v České republice končí. Emise akcií na české burze ne vždy zaznamenaly úspěch. NWR, ECM a AAA auto nedokázaly naplnit očekávání investorů. NWR mateřská společnost



OKD je v současnosti v jednání o převzetí státem, ECM a AAA auto již z burzy odešly. Tabulka 5 ukazuje veškeré emise na pražské burze s dobou jejich uskutečnění a hodnotou emise. Hodnoty emisí byly přepočítány dle historických kurzů EUR dle kurzů ČNB. Tabulka ukazuje počty IPO a jejich hodnotu v milionech EUR v období od roku 2004 do roku 2016. Jak již bylo řečeno, počet IPO je velmi nízký, pouhých 11 titulů. Nejlépe se BCPP z pohledu IPO vedlo v letech 2008 díky emisi NWR a v roce 2016 díky emisi Monety Money Bank. Hodnota těchto emisí se pohybovala v rozmezí 15 až 1581 ml. EUR. Nejmenší hodnotu mělo IPO z roku 2011 a největší v historii ČR emise z roku 2008. Celková hodnota IPO tak dosáhla 2693,33 ml. EUR. Roky 2004 až 2009 se s celkovým počtem 6 IPO vyrovnají druhé polovině sledovaného období, kdy bylo uvedeno 5 nových společností na BCPP. Zejména akcie Monety Money Bank výrazně přispěly k růstu hodnoty emise IPO. Z celkové hodnoty všech IPO tvoří hodnota emise Monety 24 %. Hodnota druhé největší emise NWR pak téměř 59 %.

Tabulka 5 Vývoj počtu primárních emisí akcií na BCPP

<b>Rok</b>	<b>Počet IPO</b>	<b>Hodnota emise v ml. EUR</b>
2004	1	17,48
2005	0	0
2006	2	217
2007	2	91
2008	1	1581
2009	0	0
2010	1	78,26
2011	1	10
2012	0	0
2013	0	0
2014	1	15
2015	1	28,04
2016	1	655,55
<b>Celkem</b>	<b>11</b>	<b>2693,33</b>

*Zdroj: Meluzín, 2009, Prospekty Fortuna Entertainment Group N. V., E4U, a.s., Pivovary Lobkowicz Group, a.s., Kofola ČS, a.s., Moneta Money Bank, a.s.*

## **4.2 VARŠAVSKÁ BURZA, POLSKO**

### **4.2.1 Historie**

Polský kapitálový trh započal svou historii již v roce 1817, kdy byla založena obchodní burza ve Varšavě. Po pádu komunistického režimu v roce 1989, byla Warsaw Stock Exchange založena jako akciová společnost až dne 12. dubna 1991 (GPW, 2017). V dnešní době spadá do holdingové společnosti GPW jako hlavní orgán kapitálového trhu. V počátcích obchodování na polské burze se také uskutečnil vstup celé řady státních podniků, jak tomu bylo i v bývalém Československu a více či méně se polskému státu podařilo překonat krizi z přechodu z plánované na tržně orientovanou ekonomiku. I zde se jednalo zejména o kupónovou privatizaci, která hrála v počátku ústřední úlohu (Roženský, 2008). Na rozdíl od tehdejšího Československa však polská privatizace probíhala v odlišném tempu, a to pečlivou privatizací podniku po podniku. Právě jednotlivé dílčí úspěchy zprivatizovaných podniků mohly vybudovat tolik potřebnou důvěru v kapitálový trh, na rozdíl od masových privatizací zdiskreditovaného československého kapitálového trhu (Aussenegg, 1999). Polsko adoptovalo podstatně přísnější právní rámce a nespolehlo se pouze na neviditelnou ruku trhu, která vše uvede do rovnováhy. Jednalo se zejména o tzv. „šokovou terapii“ tehdejšího politika, profesora Leszka Balcerowicze, tzv. Balcerowiczův plán (Belka, 2001). Glaeser a kol. (2001) také uvádějí, že za úspěchem polského kapitálového trhu ve srovnání s ostatními trhy postkomunistických zemí může zejména silné vymáhání práva mocného regulačního orgánu v Polsku. Coffe (1999) se také k této teorii přiklání a uvádí, že možné faktory úspěchu polského kapitálového trhu tkví v lepších standardech zveřejňování informací, transparentnosti vlastnictví a dalších předpisů. Dnes je Polsko dáváno za příklad, jakým způsobem se měly postkomunistické ekonomiky ubírat ve fázi přerodu na tržní ekonomiky.

### **4.2.2 Regulace a právní úprava**

Hlavním polským právním předpisem, který primárně upravuje kapitálové trhy, je Zákon o kapitálovém trhu a finančních instrumentech a dále Zákon o veřejných nabídkách, z roku 2005 ve všech pozdějších zněních. Stejně jako v případě české právní úpravy i zde jsou emitenti vázáni vedle polských právních předpisů i přímo použitelnými předpisy

Evropské unie. Ústředním regulačním orgánem v Polsku je Polský finanční dohled neboli Komisja Nadzoru Finansowego. Jeho povinnostmi jsou dohled nad bankovníctvím, kapitálovými trhy, pojišťovny, penzijními systémy a institucemi elektronických peněz. Dle polského práva je možné zakládat dvě různé právní formy emitentů, jež umožňují následné IPO. Jedná se o právní formu akciové společnosti, stejně jako v českém právním řádu, a speciální právní formu „omezené partnerství akciových společností“, jež svojí povahou připomíná naši komanditní společnost, kdy alespoň jeden ze společníků nese plnou odpovědnost za dluhy společnosti, a ostatní společníci mají postavení obdobné akcionářům akciových společností. Náležitosti prospektu cenného papíru upravuje v Polsku výše uvedená právní úprava a stejně jako v případě České republiky také evropská úprava v nařízení Komise Nadzoru Finansowego č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady EU 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů. V Polsku musí být prospekt v polském jazyce (ESMA, 2014). Prospekt musí být před zveřejněním schválen národním orgánem dohledu nad kapitálovým trhem (Komisja Nadzoru Finansowego, 2018).

#### **4.2.3 Tržní charakteristiky GPW**

Zaměříme-li se na analýzu GPW, je možné si povšimnout zcela jiného vývoje, než jakým se ubírá dnes BCPP. Polská burza je nejrozvinutější burzou z vybraných zkoumaných burz v regionu CEE. Tento trend je možné vidět na vývoji tržní kapitalizace, který měl nejen po přerodu na tržní hospodářství, ale i ve sledovaném období značně vzestupnou tendenci. Tento ukazatel se však i v případě GPW vyvíjel od roku 2004 do roku 2016 značně kolísavě. Rok 2004 je pro analýzu výchozí. Od roku 2004 do roku 2005 se tržní kapitalizace zvětšila téměř o 53 % z původních téměř 52 000 ml. EUR na cca 80 000 ml. EUR. V dalších letech kapitalizace rostla o v průměru 32 % ročně, až dosáhla úrovně 144 323,23 ml. EUR. Krizí způsobený pokles v následujícím roce o celých 121 % až na úroveň 65 178 ml. EUR, byl ve sledovaném období vůbec nejvyšším poklesem. Již v roce 2009 však GPW opět strmě změnila svůj vývoj, když dosáhla růstu tohoto ukazatele o celých 61 % a dosáhla téměř na stejnou hodnotu, jako měla v roce 2006, tedy před krizí na celosvětových trzích. Roky 2010 až 2013 byly opět ve znamení pozitivního růstového trendu, kdy velikost akciových trhů rostla v součtu o dalších 70 %, a bylo dosaženo

nejvyšší hodnoty. V letech 2014 až 2016 docházelo pouze k menším výkyvům v řádech několika procent, což může být zkresleno tím, že údaje jsou vždy k prosinci daného roku a nikoli průměrnou hodnotou. Naopak v roce 2013 bylo dosaženo nejvyšší hodnoty, tedy burza se po ekonomické krizi dokázala zotavit velmi rychle. V následujících letech do roku 2016 si udržela velmi dobré výsledky a jen mírně klesala. V následující tabulce č. 6 jsou uvedeny jednotlivé hodnoty tržní kapitalizace na GPW ve sledovaném období, nárůst a pokles jejich hodnot v meziročním srovnání, hodnota HDP a v neposlední řadě hodnota tržní kapitalizace k HDP. Hodnota poměru tržní kapitalizace a HDP ukazuje, že akciové trhy se na HDP podílely ve sledovaném období v průměru 33 %. Nejmenší podíl byl zaznamenán v roce 2008 a naopak největší podíl je z roku 2007. Akciové trhy GPW se tedy na HDP Polska podílejí poměrně významně.

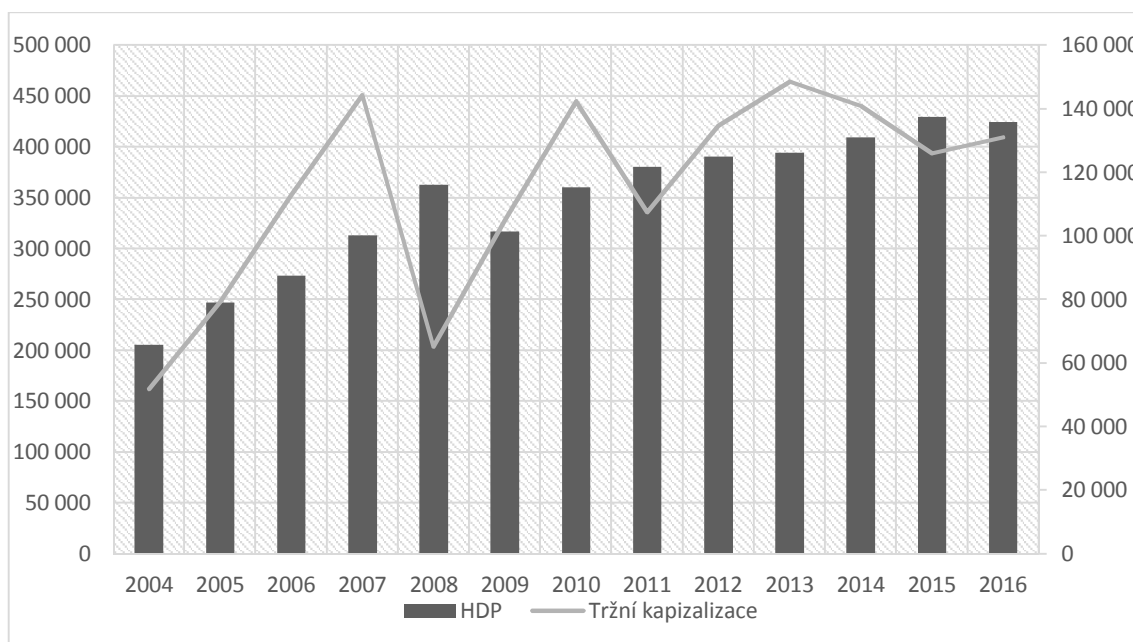
Tabulka 6 Vývoj tržní kapitalizace na GPW ve vztahu k HDP v letech 2004 - 2016 v ml. EUR

Rok	Tržní kapitalizace ml. EUR	Nárůst/pokles tržní kapitalizace	HDP ml. EUR	Tržní kapitalizace k HDP
2004	51888,26	0 %	205 727,62	25,22 %
2005	79353,46	+53 %	246 882,77	32,14 %
2006	112825,56	+42 %	273 671,77	41,23 %
2007	144323,31	+22 %	313 320,91	46,06 %
2008	65177,59	-121 %	363 139,99	17,95 %
2009	105157,15	+61 %	316 796,10	33,19 %
2010	142272,23	+35 %	360 344,27	39,48 %
2011	107482,95	-32 %	380 377,78	28,26 %
2012	134755,48	+25 %	390 846,88	34,48 %
2013	148678,04	+10 %	394 136,20	37,72 %
2014	140983,56	-5 %	409 831,51	34,40 %
2015	126016,8	-12 %	429 981,66	29,31 %
2016	130988,46	+4 %	424 652,62	30,85 %

*Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016, Word bank, vlastní výpočty*

Vývoj v následujících letech měl mírně klesající tendenci, avšak i tak se tržní kapitalizace držela vysoko nad hodnotami ostatních sledovaných burz. V roce 2016 si opět polepšila o 6 % oproti roku 2015, kdy mírně klesala o 12 %. Tento trend je patrný i z grafu č. 2.

Graf 2 Vývoj tržní kapitalizace na GPW a HDP 2004 - 2016 (ml. EUR)



*Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016, vlastní výpočty*

Kromě tržní kapitalizace je vypovídající také trend počtu obchodovaných společností a vývoj jejich počtu. Jak ukazuje tabulka 7, od vstupu Polska do Evropské unie došlo k enormnímu vzestupu počtů společností, které obchodují své akcie na WGP. V roce 2004, tedy v roce vstupu do EU bylo na GPW 211 tuzemských a pouze 5 zahraničních společností. Celkový počet pak byl 216 společností. V následujících letech se jejich počet více než zdvojnásobil a v roce 2008 jich již bylo 432 tuzemských a 26 zahraničních společností. Ani ekonomická krize na celosvětových trzích však GPW neovlivnila do té míry, že by zastavila zájem nových emitentů a investorů. Počet společností dále rostl, v roce 2009 na 470 domácích a 16 zahraničních, dále pak v roce 2011 počet společností přesáhl 700 domácích a 20 zahraničních. V posledním sledovaném roce 2016 GPW zaznamenala historických 893 obchodovaných společností, z čehož 32 bylo zahraničních subjektů. Počet tuzemských společností se mezi roky 2004 - 2016 tedy zečtyřnásobil, avšak počet zahraničních společností se dokonce více jak zešestinásobil. GPW jako jediná burza z vybraných burz regionu CEE má tento potenciál a dokáže dále přilákat nové domácí i zahraniční společnosti, což jak je vidět na datech z BCPP, ale i na dalších vybraných burzách není v postkomunistických zemích zdaleka obvyklé.

Tabulka 7 Počet společností s kotovanými akciemi na GPW 2004 - 2016

GPW	Počet společností s kotovanými akciemi		
	Rok	Tuzemské	Zahraniční
prosinec 04	211	5	216
prosinec 05	234	7	241
prosinec 06	253	12	265
prosinec 07	352	23	375
prosinec 08	432	26	458
prosinec 09	470	16	486
prosinec 10	570	15	585
prosinec 11	757	20	777
prosinec 12	844	23	867
prosinec 13	869	26	895
prosinec 14	872	30	902
prosinec 15	872	33	905
prosinec 16	861	32	893

*Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016*

Dalším ukazatelem rozvinutosti GPW jsou počty obchodů uskutečněných transakcí v rámci sledovaného období a jejich objem. S růstem počtu transakcí zpravidla roste také obrat těchto transakcí a atraktivita trhu. V roce 2004 dosahoval počet transakcí pouhých 3 632 477 a obratu 13 147,4 ml. EUR. Po harmonizaci polské legislativy s EU se však počet transakcí začal zvyšovat a v období před rokem 2008 stoupl na 15 206 827 transakcí a obratem 63 876,1 ml. EUR. Po roce 2008 došlo k poklesu počtu transakcí až na 9 839 800 s celkovým obratem 47 853,5 ml. EUR. Tímto rokem však pokles skončil a nadále se počet transakcí a obrat GPW již pouze zvyšoval. Již v roce 2011 se s celkovým počtem 14 975 012 transakcí a obratem 70 160,8 ml. EUR vyrovnal období před propadem a nadále se zvyšoval až na 18 436 372 transakcí s obratem 47 968,9 ml. EUR. Co do počtu transakcí GPW rostla, avšak jak ukazuje níže uvedená tabulka 8, obratem se ještě rekordnímu roku 2007 nevyrovnala. Celkově se tedy počet transakcí mezi rokem 2004 a 2016 zpětinásobil a velikost obratu se mezi rokem 2004 a 2016 zvětšila téměř čtyřnásobně. Při pohledu na podíl obratu a tržní kapitalizace, neboli vyjádření likvidity tohoto kapitálového trhu se tento ukazatel v čase vyvíjel obdobně, jako ostatní charakteristiky, tedy za rok 2004 byl poměr velmi nízký, pouhých 25,3 %, ale již v roce 2008 se jednalo o 73,4 %. V dalších letech se tento podíl snižoval v souladu s klesajícím

trendem vstupních hodnot, až v roce 2016 dosáhl 36,6 %, což tedy naznačuje značné snížení likvidity GPW.

Tabulka 8 Počet transakcí a obrat na GPW 2004 - 2016

<b>WGP</b>	<b>Počet transakcí</b>	<b>Obrat EUR ml.</b>	<b>Podíl obrat/tržní kapitalizace</b>
2004	3632477	13147,4	25,3 %
2005	4652116	24110,7	30,4 %
2006	10283793,1	43235,2	38,3 %
2007	15206827	63876,1	44,3 %
2008	9839800	47853,5	73,4 %
2009	13278395	41415,1	39,4 %
2010	13125851	59726,7	42,0 %
2011	14975012	70160,8	65,3 %
2012	12324727	50168,4	37,2 %
2013	13537864	61536,5	41,4 %
2014	14692986	57483,4	40,8 %
2015	17634271	56049,5	44,5 %
2016	18436372	47968,9	36,6 %

*Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016*

Co do počtu IPO si lze na základě tabulky 9 povšimnout značných rozdílů ve vývoji na kapitálovém trhu v České republice, kde se od začátku nové éry pražské burzy uskutečnilo řádově několik kusů emisí akcií, kdežto na burze polské jsou to řádově stovky kusů emisí. Z tohoto důvodu nebudou všechny společnosti jmenovány, jak je tomu u zemí s minimálními počty IPO. Tento trend je v celém východním bloku Evropy značnou výjimkou, jelikož jak ukáže další text, na úspěch polského státu již žádný ze zkoumaných trhů regionu CEE nenavázal. Varšavská burza je ve střední a východní Evropě ojedinělým příkladem co do počtu emisí nových akcií a díky své schopnosti přilákat další a další investory tak neustále narůstá počet společností, které se rozhodnou pro vstup na polský trh. Základním faktorem úspěchu každého kapitálového trhu je tedy příchod nových společností. Značná část těch, které byly v roce 2004 na GPW kotované, byly mimo jiné privatizace státních podniků z dob předchozí éry komunismu. Celkem bylo v období 2004 až 2016 uskutečněno 376 IPO. Celková hodnota emisí, tedy hodnota získaného kapitálu, byla 23 925,11 ml. EUR. Na první pohled je patrné, že periodu mezi lety 2004 - 2016 lze

rozdělit na období před hospodářskou krizí z roku 2009 a na období po krizi. Krize zavlečená z amerického hypotečního trhu do Evropy si vyžádala růst nezaměstnanosti a výrazné omezení investičních počínů ze strany podniků. V době před krizí se uskutečnilo celkem 223 IPO, kdežto v období po ní pouze 153 IPO, což je o cca 31 % méně IPO. Co se týče hodnot emisí, i zde se hospodářská krize promítla. V období před krizí včetně roku 2008 společnosti emitovaly akcie za celkem 13 350,26 ml. EUR, kdežto po krizi v hodnotě 10 574,85 ml. EUR. Jedná se tedy o 20% pokles v hodnotách emisí akcií na GPW oproti období před rokem 2008. Absolutního maxima co do počtu a hodnoty emisí dosáhla GPW v roce 2007, kdy vstoupilo na trh celkem 81 společností, které emitovaly akcie za 5096,87 ml. EUR. Naopak nejméně IPO je z roku 2016, kdy se uskutečnilo 12 emisí v hodnotě 255 ml. EUR.

Tabulka 9 Počet IPO a jejich hodnota v ml. EUR od 2004 - 2016

<b>Rok</b>	<b>Počet IPO</b>	<b>Hodnota emise (ml. EUR)</b>
2004	36	3124,05
2005	35	1808,64
2006	38	1085,30
2007	81	5096,87
2008	33	2235,40
2009	13	1701,23
2010	34	4005,76
2011	38	1931,26
2012	16	818,60
2013	13	1123,00
2014	13	306,00
2015	14	434,00
2016	12	255,00
<b>Celkem</b>	<b>376</b>	<b>23 925,11</b>

*Zdroj: GPW, PwC, ročenky FESE 2004 – 2016, vlastní výpočty*



## 4.3 BUKUREŠŤSKÁ BURZA, RUMUNSKO

### 4.3.1 Historie

Rumunská obdobně jako česká a polská burza započala svou historii již koncem 19. století v roce 1839, kdy byly zřízeny burzy obchodů s komoditami. Během celé své existence byla ovlivněna společenskými a politickými událostmi stejně jako v Polsku a České republice. K jejímu obnovení došlo až v roce 1995 v období po pádu komunistického režimu. Po téměř 50 letech se tak burza v Bukurešti mohla začít rozvíjet až do dnešních dní, kdy je hlavní burzou v Rumunsku. Vzhledem k faktu, že Rumunsko, stejně jako Polsko či Česká republika patřilo do východního bloku postkomunistických zemí, rozvoj kapitálového trhu v počátku transformace na tržní ekonomiku poznamenaly hned dvě období recesí. Počátkem 90. let 20. století rumunští vládní představitelé v čele s premiérem Petrem Romanem a posléze Theodorem Stolojanem a Nicolae Văcăroiuo prosazovali ekonomické cíle, které v květnu 1990 prvně prezentoval provizorní dokument vlády „Přehled strategií pro přechod k tržní ekonomice v Rumunsku“. Tento počín a následující kroky vlády byly spíše ojedinělým úkazem mezi transformujícími se ekonomikami té doby. Jednalo se o veřejné vyhlášení plánů rumunských představitelů (Demekas, Khan, 1991). Přesto se Rumunsko nedokázalo vypořádat s přechodem na tržní ekonomiku zcela bez problémů. Jak uvádí oficiální dokument OECD (2001), Rumunsko postihly v průběhu 90. let hned dvě zásadní vlny recese. První transformační recese byla mezi roky 1990 - 1993, kdy došlo k poklesu HDP o 26 % a objevila se 300% inflace. Následovala druhá vlna recese, která je přisuzovaná tzv. patologickému gradualismusu, tedy nesoudržným ekonomickým politikám a nestabilitě vlády. To vytvořilo kolísavé a nepředvídatelné ekonomické podmínky. Následoval tzv. „šok úrokové míry“ v letech 1993 - 1994, který po zásahu Národní banky pomohl snížit inflaci na 64 %. Následovalo období mírného ekonomického růstu, avšak inflace opět rostla, prohluboval se státní dluh a bankovní sektor musel být stabilizován záchranným balíčkem v hodnotě 400 ml. USD. Po tomto lehce optimistickém období však přišla druhá vlna recese jako důsledek další liberalizace cen a směnného kurzu a inflace dosáhla 151 %. Až rok 2000 přinesl zlepšení. Přístupové rozhovory s Evropskou unií vyvolaly potřebu politického konsensu a vytvoření „Strategie integrace v Evropské unii“. Na základě výše uvedeného existuje silný předpoklad, že úroveň kapitálového trhu bude oproti rozvinutým trhům značně

nízká a že IPO jako fenomén nebude výrazný. I přes tyto počáteční problémy se rumunská burza dokázala zotavit z porevoluční krize způsobené přechodem na tržní ekonomiku a se vstupem do Evropské unie efektivně zregulovat kapitálový trh tak, aby v něj investoři opět měli důvěru. Celosvětová finanční krize po krachu banky Lehman Brothers, která v roce 2008 vyhlásila bankrot, však rumunský trh poznamenala znovu. Dalším vývojem se zabývají tržní charakteristiky na BVB.

#### **4.3.2 Regulace a právní úprava**

Legislativní úprava regulovaného trhu se v Rumunsku také řídí lokální úpravou a úpravou Evropské unie. Směrnice 2014/65/ES byla v rumunském právu zavedena zákonem č. 297/2004, o kapitálových trzích a nařízením Národní komise pro cenné papíry (dále jen NSC) č. 1/2006 (Nařízení 2003/71/EC) o emitentovi a operacích s cennými papíry, tedy i stanovení podmínek prospektů emisí, harmonizaci požadavků na průhlednost informací týkajících se emitentů apod. Podle současných rumunských předpisů může emitovat akcie pouze akciová společnost (SA). Emisi akcií na Bukurešťské burze musí předcházet vypracování prospektu nabídky akcií v rumunském jazyce, (ESMA, 2014) který zahrnuje finanční a jiné informace o emitentovi a nabízených cenných papírech. Prospekt sám o sobě musí být schválen Národní komisí pro cenné papíry. BVB a její další regulace je ukotvena v nařízení č. 2/2006 o Regulovaných trzích a alternativních obchodních systémech. BVB, která se navíc řídí zakládajícím zákonem obchodní společnosti Bursa de Valori Bucuresti S. A. a nařízením o organizaci a fungování Bursy de Valori Bucuresti. Příslušné trhy se řídí pravidly burzy v Bukurešti pro subjekty trhu a pravidlem ATS pro provozovatele systému. Ústředním regulačním orgánem je pak Komise pro finanční dohled (ASF), která jako vládní orgán reguluje nejen kapitálový trh, ale také trhy pojišťovnictví, zdravotního a důchodového pojištění. Rozsah jejich činnosti, struktury a fungování upravuje zákon o finančním dohledu (ASF, 2017), (BVB.ro, 2017). Nařízení komise č. 2/2006, o regulovaných trzích a alternativních obchodních systémech, vyhláška vlády č. 32/2012, o změně a doplnění zákona č. 297/2004, o kapitálových trzích, nařízení komise č. 32/2006, o finančních investičních službách a vyhláška vlády č. 99/2006, o úvěrových institucích a kapitálové přiměřenosti pak dále upravuje rumunskou legislativu v souladu s právní úpravou Evropské unie.

### 4.3.3 Tržní charakteristiky BVB

Rumunská burza BVB je do co velikosti tržní kapitalizace podobná pražské BCPP. Její kapitalizace v roce 2004 dosáhla za sledované období jedné z nejnižších hodnot, a to pouhých 8426,67 ml. EUR. Takto nízké hodnoty BVB dosáhla už jen v letech 2006, kdy se dokonce ještě propadla na 6474,07 ml. EUR. Oproti roku předchozímu, tedy roku 2007, kdy BVB dosáhla po vstupu Rumunska do EU ve sledovaném období svého absolutního maxima 21523,88 ml. EUR, tedy propad o neuvěřitelných 232 %. Po období krize a stagnace mezi roky 2008 až 2012 BVB rostla řádově o několik desítek procent. Přelomový byl rok 2013, kdy se podařilo zvětšit tržní kapitalizaci o 47 % na 17833,82 ml. EUR. Hodnoty pro roky 2014 - 2016 se liší maximálně v řádech procent. Avšak při pohledu na následující tabulku 10 a graf 3 vyjadřující vývoj tržní kapitalizace BVB je patrné, že trend je pozitivní, a že burze se daří kontinuálně růst. To je vidět také na procentuálním vyjádření, kdy si BVB zvětšila svou kapitalizaci od roku 2009 do roku 2016 o 108 %.

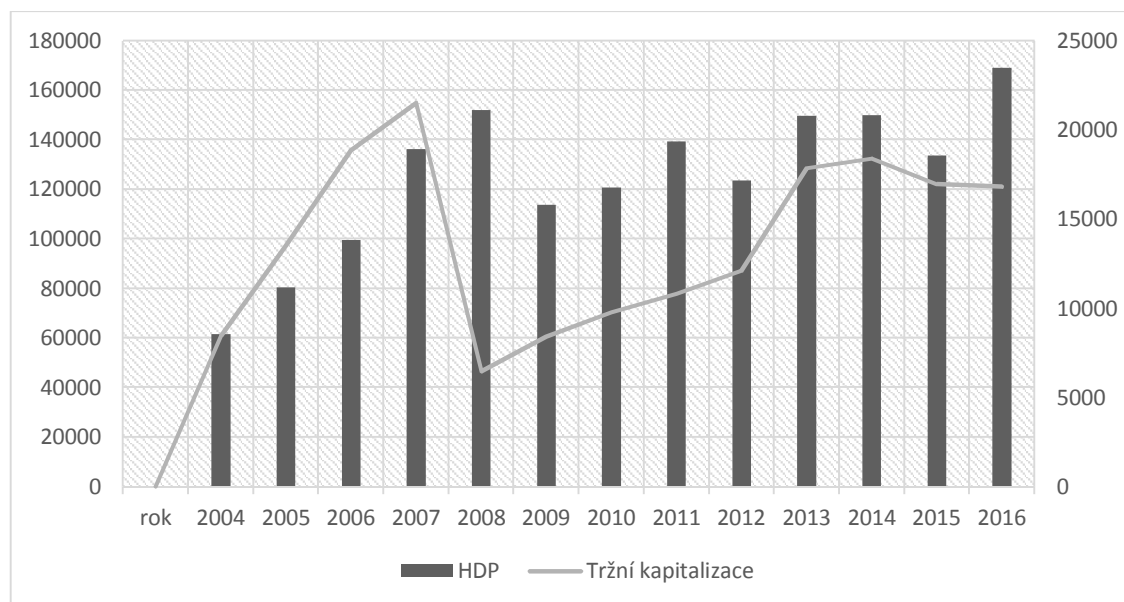
Tabulka 10 Vývoj tržní kapitalizace BVB mezi lety 2004 - 2016

Rok	Tržní kapitalizace ml. EUR	Nárůst/pokles tržní kapitalizace	HDP ml. EUR	Tržní kapitalizace k HDP
2004	8426,67	0	61464,87	13,71 %
2005	13535,38	+60 %	80401,26	16,83 %
2006	18857,94	+39 %	99623,42	18,93 %
2007	21523,88	+14 %	136140,23	15,81 %
2008	6474,07	-232 %	151957,39	4,26 %
2009	8402,47	+29 %	113893,16	7,38 %
2010	9776,32	+16 %	120861,93	8,09 %
2011	10817,67	+10 %	139370,57	7,76 %
2012	12088,11	+11,5 %	123499,74	9,79 %
2013	17833,82	+47 %	149647,68	11,92 %
2014	18384,73	+3	149995,11	12,26 %
2015	16966,65	-8 %	133767,75	12,68 %
2016	16811,49	-0,1 %	169001,84	9,95 %

Zdroj: Ročenky FESE 2014 -2016, BVB.

Tržní kapitalizace BVB v poměru k HDP Rumunska je značně malá. V průběhu celého sledovaného období dosahuje pouze několika procentních bodů, maximálně 18,93 %, což je v porovnání s BCPP a WPG neporovnatelná relativní velikost kapitálového trhu. Jeho význam pro Rumunskou ekonomiku je tak velmi malý.

Graf 3 Vývoj tržní kapitalizace BVB a HDP 2004 - 2016 (ml. EUR)



Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016, World bank, BVB.

Počet společností se během let 2004 až 2016 vyvíjel optimisticky. V roce 2004 bylo na BVB kotováno 60 domácích společností a až do roku 2008 žádná zahraniční společnost. Zahraniční společnosti vstoupily na BVB až po vstupu Rumunska do EU, tedy až v roce 2008. Mezitím se počet domácích společností mírně zvedal a v roce 2011 přišla i další zahraniční společnost. V roce 2011 se počet společností zvětšil meziročně nejvíce, a to o 9 společností. V ostatních letech se jednalo spíše o jednotkové přírůstky. I přesto, že jsou přírůstky počtu společností meziročně malé, počet se nesnižuje, což znamená vzrůstající zájem emitentů o BVB. Ve sledovaném období na BVB již nevstoupila žádná další zahraniční společnost, celkový počet je tedy dvě společnosti. Shrnutí vývoje počtu společností přináší tabulka 11.

Tabulka 11 Vývoj počtu společností s kotovanými akciemi

<b>BVB</b>	<b>Počet společností s kotovanými akciemi</b>		
<b>Rok</b>	<b>Tuzemské</b>	<b>Zahraniční</b>	<b>Celkem</b>
prosinec 04	60	0	60
prosinec 05	59	0	59
prosinec 06	53	0	53
prosinec 07	54	0	54
prosinec 08	63	1	64
prosinec 09	63	1	64
prosinec 10	68	1	69
prosinec 11	77	2	79
prosinec 12	77	2	79
prosinec 13	81	2	83
prosinec 14	81	2	83
prosinec 15	82	2	84
prosinec 16	84	2	86

*Zdroj: Ročenky FESE 2014 -2016, BVB*

V roce 2004 byl dle tabulky 12 počet transakcí na BVB 644 839 a obrat dosáhl 598,1 ml. EUR. Již v následujícím roce s prohloubením přístupových rozhovorů do EU sice počet transakcí klesl, ale obratu dosáhl téměř dvounásobného. V roce přistoupení pak znovu rostl na BVB obrat na téměř dvojnásobek počtu z roku 2004, tedy na 1990 ml. EUR. Léta 2008 až 2010 pak pro BVB znamenaly období postupného návratu na svá maxima. Obrat i počty transakcí rostly. Zejména rok 2011 byl pro BVB úspěchem co do obratu, kdy celkový obrat dosáhl 2345,9 ml. EUR. Další sledované roky zaznamenávaly stabilní vývoj s průměrným obratem cca 1900 ml. EUR a 669 500 transakcemi ročně. Likvidita BVB je dle podílu obratu na tržní kapitalizaci v letech od roku 2004 do roku 2016 mnohonásobně nižší než na GPW a BCP. V roce 2004 a 2005 dosahoval podíl obratu a tržní kapitalizace hodnotu necelých 8 %. V letech 2006 až 2010 se jednalo o hodnoty pod 20 %. V roce 2011 se likvidita BVB mírně zvyšovala, dosáhla hodnoty 21,69 % obratu z tržní kapitalizace. V letech 2012 až 2016 však opět klesla a pohybovala se v hodnotách pod 20 % hranicí. V porovnání s BCP a GPW jsou to hodnoty poloviční, respektive třetinové.

Tabulka 12 Počet transakcí a obrátů na BVB mezi roky 2004 - 2016

<b>BVB</b>	<b>Počet transakcí</b>	<b>Obrat EUR ml.</b>	<b>Podíl obrat/tržní kapitalizace</b>
2004	644839	598,1	7,10 %
2005	579530	1076	7,95 %
2006	601692	1269	6,73 %
2007	734540	1990	9,25 %
2008	800888	1050,6	16,23 %
2009	803735	640,1	7,62 %
2010	515940	457,1	4,68 %
2011	894386	2345,9	21,69 %
2012	637981	1581,2	13,08 %
2013	611793	1804,2	10,12 %
2014	764465	2190,6	11,92 %
2015	682766	1979,9	11,67 %
2016	650757	2014,3	11,98 %

*Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016, BVB*

Tabulka 13 Počet IPO a jejich hodnota v ml. EUR od 2004 - 2016

<b>Rok</b>	<b>Počet emisí</b>	<b>Hodnota emise (ml. EUR)</b>
2004	1	2,3
2005	2	9,14
2006	2	42,4
2007	1	65
2008	4	35,5
2009	0	0
2010	0	0
2011	0	0
2012	0	0
2013	2	454
2014	1	444
2015	0	0
2016	1	51
<b>Celkem</b>	<b>13</b>	<b>1103,34</b>

*Zdroj: BVB, PwC, ročenky FESE 2004 - 2016, Sava, 2013*

Co se týče vývoje počtu IPO, ani zde se velké množství IPO neuskutečnilo. Jak ukazuje tabulka 13, v roce 2004 se jednalo o emisi společnosti SSIF Broker Cluj, v roce 2005 společností Vrancart a Flamingo, v roce 2006 Alumil a Transelectrica. V roce 2007 realizovala společnost Transgaz. V roce 2008 bylo realizováno nejvíce IPO v jednom roce, a to společností Contur Group, Teraplast, STK Emergent a Casa de Bucovina. Za období od roku 2004 - 2016 se tedy uskutečnilo 14 IPO. Do konce roku 2008 se jednalo o celkem 10 IPO. Další roky přinesly na BVB pouze 4 IPO zejména energetických společností Romgaz a Nuclearelectrica v roce 2013, Electrica v roce 2014 a Med life v roce 2016 (Sava, 2013). IPO společnosti Electrica bylo vůbec největší v historii BVB. V porovnání objemů emisí je rozdíl více než významný, kdy v období před světovou krizí od roku 2004 do roku 2008 včetně, byl objem IPO 154,3 ml. EUR, kdežto po stabilizaci objem dosáhl celkem 949 ml. EUR, což je 515 % nárůst. Tento pozitivní vývoj na BVB pokračuje a nyní se BVB řadí na druhé místo v objemu emisí IPO ve východní Evropě za polskou WSE. Je zřejmé, že pokud jde o rumunský kapitálový trh, byl zaregistrován pozitivní trend týkající se vydaných akcií. Ale tento viditelný růst je bohužel více v důsledku zvýšení hodnoty kotovaných akcií než počtu nových emitentů IPO (Milos, 2008).

Dle Duhnei a kol. (2011) mohou být příčiny tohoto vývoje spatřovány např. v počátečních nestálých makroekonomických podmínkách, jako byla velmi vysoká inflace, málo investorů ochotných riskovat, vysoké náklady vstupu na kapitálový trh, jakožto i v náklady spojených s obchodováním akcií.

## **4.4 SOFIJSKÁ BURZA, BULHARSKO**

### **4.4.1 Historie**

Burza v bulharském městě Sofia tehdy „První bulharská burza“ byla jako i předcházející východoevropské burzy založena počátkem 20. století, a to konkrétně v roce 1907. Její historie má obdobný finančními krizemi a válkami poznamenaný vývoj. V předválečném období od roku 1928 do 1947 zaznamenala poměrně dobrý obrat a likviditu, kdy se zde obchodovalo s akciemi až 30 společností. Bohužel příchod komunistického režimu i v Bulharsku znamenal zrušení burzy. V novodobé historii po roce 1989 se burza začala transformovat a 9. října 1997 byla oficiálně licencována Komisí pro cenné papíry a burzy

a v současné době je jedinou funkční burzou v Bulharsku. Burza v Sofii nebyla dříve jedinou burzou a kapitálový trh byl rozdroben mezi další burzy, a to zejména Plovdivskou burzu, Burzu Černého moře, Dunavskou burzu komodit a Severní burzu. Spojením těchto burz s První burzou pak vznikla dnešní Bulharská burza v Sofii (BSE-Sofia, 2017). V období po roce 1989 se Bulharsko vydalo podobnou cestou jako tehdejší Československo a ostatní postsovětské země a započalo privatizaci státních podniků. Nestálá politická situace a střídání vládnoucích stran v čele s premiérem Dimitarem Popovem, Philipem Dimitrovem, Lyubenem Berovem a dalšími zahájila masový privatizační program. Tento program, kterým se také řídilo Československo, byl obdobný i v Bulharsku. Program byl dokončen v roce 1997 a celá jedna čtvrtina státních podniků byla zprivatizována skrze něj. Signifikantní pro Bulharsko bylo, že investiční fondy se staly důležitými činiteli v soukromém sektoru, nikoli banky, jak tomu bylo právě v případě české transformace. Po roce 1997 se k němu bulharská vláda chtěla opět vrátit, ale již se tak nestalo (Miller a Petranov, 2000). Bulharsko přistoupilo do Evropské unie až v roce 2007 společně s Rumunskem. I přes vysoký stupeň harmonizace bulharské legislativy s právním rámcem EU však bulharský trh zůstává omezený a nedostatečně rozvinutý ve srovnání se středoevropskými a východoevropskými kapitálovými trhy. Mezi hlavní problematické faktory patří vysoká úroveň korupce, nedostatečná efektivita institucionálních struktur a omezený přístup k financování. (Stefanova, 2015) Celosvětová hospodářská krize v letech 2008 - 2010 poznamenala optimistický vývoj na BSE, kdy se ceny akciových indexů propadly až o 400 % (Mileva, 2014).

#### **4.4.2 Regulace a právní úprava**

Obchodní zákon je jedním z hlavních zakládajících a regulačních faktorů bulharského kapitálového trhu. Současně s přijetím zákona v roce 1991 kapitálový trh obnovil svou existenci po letech plánované ekonomiky. Ve většině případů se zákon používá subsidiárně a pomáhá řešit sporné otázky týkající se zvláštních zákonů, které dohlížejí na finanční vztahy na kapitálovém trhu. I v případě bulharského kapitálového trhu smí emitovat pouze akciové společnosti (AD). Zákon o veřejné nabídce cenných papírů č. 114/30.12.1999, ve znění pozdějších předpisů v souladu s nařízením 2014/65/ES a 2003/71/ES upravuje mimo jiné přípravu prospektu emise, který musí být v Bulharsku v bulharštině, vydávání a ukládání zaknihovaných cenných papírů, případy veřejné



nabídky, jakož i omezení týkající se disponování cennými papíry vydanými neveřejnými nabídkami. Upravuje provozování Centrálního depozitáře a kompenzačního fondu pro investory, požadavky na veřejné společnosti a na ostatní vydavatele cenných papírů apod. Zákon o trzích finančních nástrojů č. 52/29.06.2007, v souladu s nařízením 2004/109/ES ve znění pozdějších předpisů má za cíl vytvořit podmínky pro rozvoj transparentního, otevřeného a efektivního trhu finančních nástrojů, které by zajistily ochranu investorů a podporovaly by stabilitu a důvěru veřejnosti v trh finančních nástrojů. Další relevantní je legislativa Komise pro finanční dohled, Opatření proti zneužívání trhu s finančními nástroji, pravidla a nařízení BSE-Sofia. I v případě Bulharského trhu se od roku 2007 harmonizovala lokální právní úprava s evropskou. V Bulharsku je hlavním regulatorním úřadem trhu cenných papírů Komise pro finanční dohled (dále též jen „FSC“). Jejím nejdůležitějším posláním je regulovat a kontrolovat výkony tak, aby byla zajištěna ochrana investorů a posílení vývoje a transparentnosti a efektivnosti trhu s cennými papíry. Komise je nezávislým státním orgánem pod vedením parlamentu (FSC.bg, 2018). Komise také vykonává kontrolu nad veřejnými společnostmi a emitenty, vydává a odebírá licence, dává potvrzení a schválení, kontroluje fungování bank v souvislosti s jejich činnostmi jako investičních zprostředkovatelů apod. Bulharská burza rozlišuje hlavní a vedlejší trh a stanovuje rozdílné požadavky plynoucí z lokální legislativy i burzovních regulací BSE.

#### 4.4.3 Tržní charakteristiky BSE

Tržní kapitalizace na BSE je dlouhodobě jedna z nejnižších z vybraných zemí v regionu jak ukazuje tabulka 14.

Tabulka 14 Vývoj tržní kapitalizace na BSE v letech 2004 - 2016 v ml. EUR

Rok	Tržní kapitalizace ml. EUR	Nárůst/pokles tržní kapitalizace	HDP ml. EUR	Tržní kapitalizace k HDP
2004	2062,14	+0 %	21044,05	9,80 %
2005	4312,21	+109 %	24049,73	17,93 %
2006	7829,93	+81 %	27664,88	28,30 %
2007	14820,75	+89 %	35528,36	41,72 %
2008	6371,03	-132 %	39714,70	16,04 %
2009	6030,96	-6 %	35295,57	17,09 %

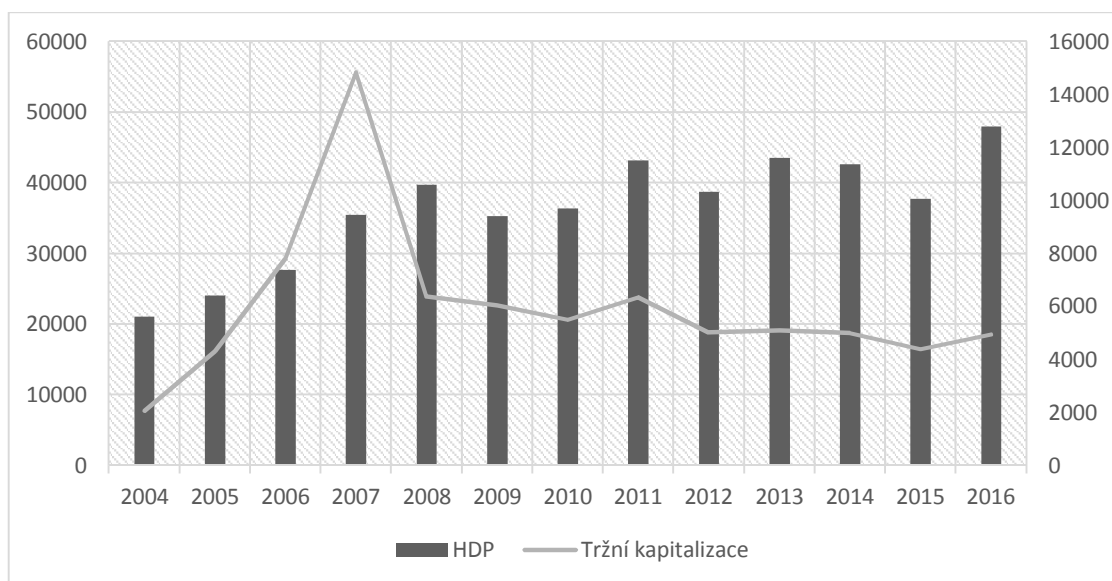
2010	5498,48	-10 %	36410,09	15,10 %
2011	6358,35	+16 %	43171,72	14,73 %
2012	5025,02	-26 %	38779,16	12,96 %
2013	5092,86	+1 %	43561,52	11,69 %
2014	4988,29	-2 %	42655,64	11,69 %
2015	4390,68	-14 %	37743,70	11,63 %
2016	4950,59	+13 %	47962,06	10,32 %

*Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016, BSE*

V roce 2004 byla hodnota tržní kapitalizace 2062,14 ml. EUR, v průběhu let 2005 až 2007 však raketově vzrostla o 279 % na 14 820,75 ml. EUR, čímž se značně přiblížila i kapitalizaci rumunské burzy. Bohužel po zlomovém roce 2008 se již nikdy na tuto výši nevrátila a udržuje si spíše sestupnou tendenci. Oživení nastalo v roce 2011, kdy se tržní kapitalizace dostala přes hranici 10 000 ml. EUR. Dále se však jednalo o další meziroční pokles její velikosti. V roce 2016 byla její velikost pouhých 4950,59 ml. EUR, což je ve srovnání s Rumunskem 3,4x nižší hodnota. V porovnání s výchozí hodnotou z roku 2004 se tedy podařilo BSE zvětšit tržní kapitalizaci pouze 2,4x. Bulharsko i Rumunsko vstoupilo do EU ve stejnou dobu, avšak rumunská burza si vede ve srovnání podstatně lépe a i další tržní charakteristiky to naznačují.

Co do podílu tržní kapitalizace na výkonu ekonomiky, tedy HDP, jsou zjištěné hodnoty velmi nízké, pohybují se v rozsahu 9,8 % v roce 2004, což je minimální hodnota a 41,72 %, což je její maximální hodnota z roku 2007. Pouze v tomto roce se přiblížila hodnotám GPW či BCPP, jinak se spíše blížila podílu tržní kapitalizace na HDP Rumunska. Významnost kapitálového trhu v bulharské ekonomice je tak nízká.

Graf 4 Vývoj tržní kapitalizace na BSE a HDP 2004 - 2016 (ml. EUR)



Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016, BSE

Počet kotovaných společností na BSE je poměrně hojný. V roce 2004 až 2016 se pohybuje mezi 332 až 354 domácích společností. Bohužel na BSE není ve sledovaném období zaznamenán vstup žádné zahraniční společnosti. Z toho plyne, že pro zahraniční společnosti není BSE příliš atraktivní trh a že ty zahraniční společnosti, které by potenciálně v Bulharsku mohly vstoupit na burzu tak nečiní a raději volí emisi na jiném kapitálovém trhu nebo jinou formu financování. Nejnižší počet společností můžeme sledovat v roce 2005, tedy 331 společností, a naopak nejvyšší počet je v roce 2008, tedy 399 společností. Velká část těchto společností jsou zprivatizované státní společnosti. Od roku 2008 se počty společností snižovaly o řádově několik společností ročně až na úroveň 354 domácích společností. Úplný výčet počtu společností na BSE shrnuje tabulka 15.

Tabulka 15 Vývoj počtu společností s kotovanými akciemi

BSE Rok	Počet společností s kotovanými akciemi		
	Tuzemské	Zahraniční	Celkem
prosinec 04	332	0	332
prosinec 05	331	0	331
prosinec 06	347	0	347
prosinec 07	369	0	369
prosinec 08	399	0	399

prosinec 09	399	0	399
prosinec 10	390	0	390
prosinec 11	393	0	393
prosinec 12	387	0	387
prosinec 13	381	0	381
prosinec 14	372	0	372
prosinec 15	365	0	365
prosinec 16	354	0	354

*Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016, BSE*

Podle tabulky 16 počty transakcí a objem obratu na BSE odpovídají velikosti této burzy. Počty transakcí jsou nižší než na předchozích vybraných burzách. Obraty od roku 2004 do roku 2016 tomu taktéž odpovídají, jsou mnohonásobně nižší než na burze v Praze i na burze v Bukurešti. V porovnání s burzou GPW se jedná o desetinásobně nižší hodnoty objemů. V případě počtu transakcí pak o násobně nižší počty. I přes malé objemy a počty transakcí si však BSE do roku 2008 udržovala rostoucí počet transakcí i zvětšující se objem obrátů. V období po krizi se nenavrátila do svých předchozích maxim počtu transakcí, ale skutečně znatelně nižších hodnot začala dosahovat až v letech 2015 a 2016, kdy se dostala dokonce pod úroveň z prvního sledovaného roku 2004. Obrat se za sledované období výrazně zvýšil pouze v roce 2007, kdy za sledované období dosáhl svého maxima a to 4640,7 ml. EUR. Naopak minimum dosáhl v roce 2004 tedy 437,8 ml. EUR. Likviditu kapitálového trhu ukazuje podíl obratu na tržní kapitalizaci. V případě BSE je tento podíl v počátku sledovaného období na úrovni 20 - 30 %, avšak postupně v čase klesal na své minimum v roce 2010, kdy dosáhl pouze 7,21 %. Po tomto zaznamenaném minimu se procentuální podíl obratu na kapitalizaci mírně zvýšil a pohyboval se do roku 2016 v průměru na 12,5 %.

Tabulka 16 Počet transakcí a obrat na BSE v roce 2004 - 2016 (ml. EUR)

<b>Rok</b>	<b>Počet transakcí</b>	<b>Obrat EUR ml.</b>	<b>Podíl obrat/tržní kapitalizace</b>
2004	69269	437,8	21,23 %
2005	205245	1021,7	23,69 %
2006	188194	1416,9	18,10 %
2007	468173	4640,7	31,31 %

2008	388821	1320,5	20,73 %
2009	193627	671,9	11,14 %
2010	105604	396,7	7,21 %
2011	104037	648,1	10,19 %
2012	61064	565,4	11,25 %
2013	83108	858,1	16,85 %
2014	109242	607,6	12,18 %
2015	58185	534	12,16 %
2016	55575	630,3	12,73 %

*Zdroj: Ročenky FESE 2004-2016, BSE*

Co do počtu IPO je bulharská burza v obdobné situaci jako burza BCPP a BVB. Jak ukazuje následující tabulka 17, od roku 2004 do roku 2016 se na hlavním trhu bulharské burzy uskutečnilo celkem 20 IPO v celkové hodnotě 233 ml. EUR.

V období před celosvětovou krizí, která silně poznamenala i bulharskou ekonomiku se na BSE uskutečnilo 15 z celkových 20 IPO na hlavním trhu, tedy 71 % všech emisí. V roce 2004 to byla společnost Investor, v roce 2006 Sofia commerce, Chimimport a Fintexco, v roce 2007 Advanced equity group, Monbat, First investment bank, Corporate commercial bank, Kaolin, Trace Group, Enemona a Eurohod. V roce 2008 CBA Asset management, Agria a Billboard. Po skončení krize se však bulharské burze dlouho nedařilo na svoje předchozí úspěchy navázat. Až v roce 2012 přišlo další IPO společnosti Speedy. Rok 2013 přinesl IPO Elany Agrocredit. Rok 2015 přinesl IPO Sirmy group, která byla největší emisí od roku 2008 a v roce 2016 realizovaly IPO společnosti Allterca a Arco real estate. Celkem tedy proběhlo 5 IPO v době po krizi v celkové hodnotě 10,1 ml. EUR. Z těchto čísel je patrné, že zotavování na bulharské burze je pozvolné. I v tomto srovnání zůstává Varšavská burza dominantní mezi burzami bývalých komunistických zemí.

Tabulka 17 Počet IPO na BSE 2004 - 2016

<b>Rok</b>	<b>Počet</b>	<b>Hodnota emise (EUR ml.)</b>
2004	1	1,52
2005	0	0
2006	3	24,11
2007	8	173,8
2008	3	23,42
2009	0	0
2010	0	0
2011	0	0
2012	1	0,51
2013	1	2,25
2014	0	0
2015	1	5,87
2016	2	1,45
<b>Celkem</b>	<b>20</b>	<b>232,93</b>

*Zdroj, IPO Watch, BSE.bg, FESE.eu, prospekty emitujících společností podle BSE.bg.*

## **4.5 BUDAPEŠŤSKÁ BURZA, MAĎARSKO**

### **4.5.1 Historie**

Maďarská burza cenných papírů byla založena již v roce 1864. V roce 1948 byla rozpuštěna jako ostatní burzy východní Evropy v důsledku změny režimu a v roce 1990 maďarská vláda József Antalla znovuobnovila její činnost. Současná Budapešťská burza dále jen BSE prošla stejným vývojem jako výše zkoumané burzy regionu CEE. Porevoluční období provázela celá řada reforem a krizí. Privatizace i zde přinesla celou řadu IPO zejména státních podniků. Privatizační program v Maďarsku probíhal s postupnou tendencí a velká část privatizovaných společností přešla do rukou zahraničních vlastníků, za což byl program kritizován (Stiglitz a Ocampo., 2008). Měnily se také podmínky, za kterých probíhal, a toto mělo za následek jeho špatnou implementaci (Bornstein, 1994). Prodej státních podniků realizovala Agentura státního vlastnictví a v prvních letech po změně na tržní hospodářství se uskutečnilo pouze několik privatizací státních podniků (Schindele a Perotti, 2002). Ekonomická situace byla v letech po přechodu na tržní hospodářství obdobná, jako v ostatních zkoumaných zemích. V letech 1990 - 1997 inflace dosáhla až 38 % (Inflation.eu, 2018). Maďarsko vstoupilo do

Evropské unie v roce 2004. Stát se potýkal s velkým zadlužením a nízkou produktivitou ekonomiky a situaci muselo v roce 2008 řešit s pomocí od Mezinárodního měnového fondu. Budapešťská burza se v roce 2010 stala součástí holdingové společnosti CEESEG, avšak koncem roku 2015 byl podíl CEESEGU prodán Maďarské národní bance, která už tou dobou vlastnila část akcií Budapešťské burzy. I další investor, kterým byla Oesterreichische Kontrollbank Aktiengesellschaft (OeKB) se rozhodl pro prodej podílu, jenž dohromady činil 68,8 % (Wienerbörse, 2015).

#### **4.5.2 Regulace a právní úprava**

Maďarská legislativa je plně harmonizována s legislativou EU. Právní normy vztahující se k problematice IPO v Maďarsku jsou obsaženy v Zákoně o kapitálových trzích. Ustanovení tohoto zákona utvářejí postup IPO v Maďarsku, který je pak dále schvalován Maďarskou národní bankou. Maďarská národní banka nově na IPO dohlíží od roku 2013, kdy tuto povinnost převzala po Maďarském finančním dozoru. Maďarská národní banka tedy dohlíží a reguluje maďarský kapitálový trh a BÉT. Právní rámec vztahující se k působení činnosti akciových společností je zákon č. 5/2003, Občanský zákoník, zákon č. 57/1996, Zákoník o hospodářské soutěži, který reguluje nekalé tržní jednání. Za jeho prosazování je zodpovědný Úřad pro hospodářskou soutěž. Jak již bylo uvedeno v případech ostatních burz i v Maďarsku musí IPO na regulovaných trzích předcházet vydání prospektu, který musí být v souladu se zákonem o kapitálových trzích a se směrnicí EU č. 809/2004. Prospekt může společnost uveřejnit v maďarském, nebo anglickém jazyce a musí být schválen Maďarskou národní bankou. Dále se emitenti musí řídit vnitřními regulacemi BÉT dle pravidel konkrétního trhu, na který chtějí umístit svou emisi akcií. I na maďarské burze je nutné, aby společnost, která chce obchodovat své akcie, měla právní formu akciové společnosti. V případě Maďarska se jedná o zkratku nyrt.

#### **4.5.3 Tržní charakteristiky BÉT**

Tržní kapitalizace Budapešťské burzy se obdobně jako tržní kapitalizace již uvedených burz vyvíjela vzestupnou tendencí až do roku 2007. V roce 2004 na počátku sledovaného období byla její hodnota 21 039,4 ml. EUR. Meziročně se pak kapitalizace zvýšila nejdříve o 15 % v roce 2005 a pak dokonce o dalších 33 % v roce 2006. Do konce roku 2008 však nastal hluboký propad v hodnotě tržní kapitalizace BÉT, kdy ztratila 136 %

své hodnoty a klesla až na 13 325,6 ml. EUR. Oproti ostatním vybraným burzám vyjma WSE však již následující rok zaznamenala rychlý 56% růst a dosáhla téměř hodnot z roku 2004, tedy z roku optimistických očekávání ze strany nových investorů po vstupu do EU, tedy 20 887,9 ml. EUR. I rok 2010 byl pro BÉT úspěšný, avšak od roku 2011 až do roku 2014 opět nastala sestupná tendence hodnot tržní kapitalizace až na 12011,85 ml. EUR. Rok 2015 přinesl oživení a opětovný návrat na hodnoty podobných těm z let 2004, 2009 a 2010. Po odprodeji podílu holdingové společnosti CEESEG si BÉT udržela rostoucí hodnotu tržní kapitalizace a opět se jí podařilo přilákat nové investorské zájmy i získat na důvěře svých stávajících investorů. Vývoj tržní kapitalizace na BÉT ukazuje podrobně tabulka 18.

Tabulka 18 Vývoj tržní kapitalizace na BÉT v letech 2004 - 2016 (ml. EUR)

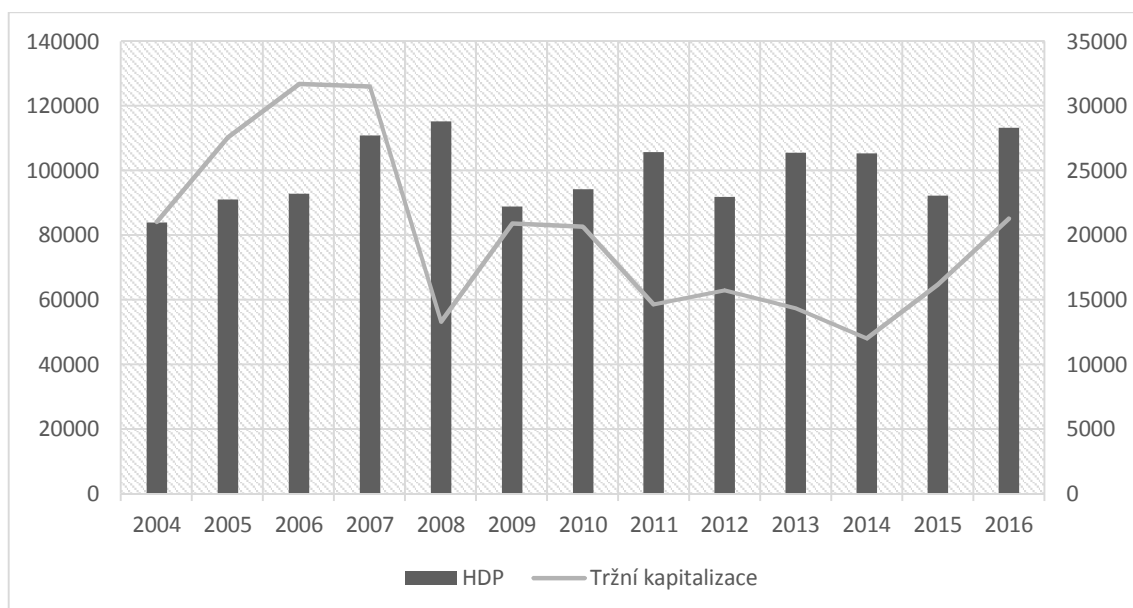
Rok	Tržní kapitalizace ml. EUR	Nárůst/pokles tržní kapitalizace	HDP ml. EUR	Tržní kapitalizace k HDP
2004	21039,47	+31 %	8392468,51 %	25,07 %
2005	27586,4	+15 %	9115754,94 %	30,26 %
2006	31687,05	+33 %	9297999,95 %	34,08 %
2007	31527,9	+0,05 %	11099269,40 %	28,41 %
2008	13325,6	-136 %	11532731,62 %	11,55 %
2009	20887,9	+56 %	8883942,90 %	23,51 %
2010	20624,4	-0,1 %	9418894,87 %	21,90 %
2011	14630,28	-41 %	10585117,64 %	13,82 %
2012	15742,43	+7 %	9198319,94 %	17,11 %
2013	14355,45	-9 %	10563726,91 %	13,59 %
2014	12011,85	-20 %	10535198,53 %	11,40 %
2015	16190,91	+31 %	9239025,71 %	17,52 %
2016	21270,44	+31 %	11334832,47 %	18,77 %

*Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016, BÉT*

Co do velikosti kapitálového trhu vyjádřeného velikostí tržní kapitalizace k HDP je BÉT srovnatelná s BCPP i GPW. V letech 2004 až 2007 se tržní kapitalizace BÉT pohybovala na 25,07 % až 34,08 %. Tato hodnota byla také nejvyšší dosaženou za celé období zkoumání. Po roce 2007 se však pohybuje v rozmezí od 11,4 % v roce 2014 do 23,51 % v roce 2009. V posledním zkoumaném roce dosáhla 18,77 %.



Graf 5 Vývoj tržní kapitalizace na BÉT a HDP, 2004 - 2016 (ml. EUR)



Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016, BÉT

Graf 5 trendu podílu tržní kapitalizace BÉT na HDP Maďarska dobře ukazuje, jak se její hodnota v průběhu těchto 12 let výrazně měnila, a že nikoli v roce 2008, jako u ostatních burz, ale v roce 2014 dosáhla svého minima.

Naopak maxima dosáhla v roce 2006 a tuto hodnotu již nezopakovala v celém sledovaném období.

Tabulka 19 Vývoj počtu společností s kotovanými akciemi

BÉT	Počet společností s kotovanými akciemi		
	Rok	Tuzemské	Zahraniční
prosinec 04	45	1	46
prosinec 05	44	0	44
prosinec 06	41	0	41
prosinec 07	39	2	41
prosinec 08	40	3	43
prosinec 09	42	4	46
prosinec 10	48	4	52
prosinec 11	52	2	54
prosinec 12	51	1	52
prosinec 13	50	0	50
prosinec 14	48	0	48

prosinec 15	45	0	45
prosinec 16	42	0	42

*Zdroj: Ročenky 2004 - 2016 FESE, BÉT*

Počty kotovaných společností na BÉT jsou již na první pohled do tabulky 19 rozdílné co do počtu tuzemských a zahraničních společností. Mezi zahraničními společnostmi se BÉT přílišnému zájmu netěší a tak spíše tuzemské podniky tvoří téměř absolutní většinu. Jejich počty se meziročně příliš nemění. V roce 2004 se jednalo o 45 tuzemských společností a pouze jednu zahraniční. Ta v dalších letech BÉT opustila a došlo k poklesu také mezi tuzemskými společnostmi. V prosinci roku 2007 se jednalo o pouze 39 společností a 2 zahraniční společnosti. V roce 2008 i přes probíhající ekonomickou krizi vstupuje na BÉT nová zahraniční společnost. V té době byl počet zahraničních společností na BÉT 3. Domácích společností také přibýlo na 40. Rok 2009 a 2010 přinesl další 2 nové zahraniční společnosti a příliv tuzemských. Na konci roku 2010 bylo na BÉT 48 tuzemských a 4 zahraniční společnosti. Ještě v roce 2011 stále rostl celkový počet společností, ale bohužel došlo k odchodu 2 zahraničních společností. Postupně až do roku 2016 se počet zahraničních společností snížil na nulu a počet tuzemských společností skončil v prosinci 2016 s celkovým počtem 42 kotovaných společností. Nejméně kotovaných společností bylo na BÉT v roce 2007 a nejvíce v roce 2011.

Tabulka 20 Počet transakcí a obrat na BÉT v roce 2004 - 2016 (ml. EUR)

Rok	Počet transakcí	Obrat EUR ml.	Podíl obrat/tržní kapitalizace
2004	728110	10763	51,16 %
2005	1104824	19417,3	70,39 %
2006	1464913	19417,3	61,28 %
2007	1629373	24625,5	78,11 %
2008	1893117	20963,5	157,32 %
2009	3350274	18723,7	89,64 %
2010	2612472	20004,9	97,00 %
2011	2333774	13709,6	93,71 %
2012	1629668	8440	53,61 %
2013	1346764	7863,4	54,78 %
2014	1187547	6077	50,59 %

2015	1320743	6931	42,81 %
2016	1346934	7603,9	35,75 %

*Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016, BÉT*

Obrat a počet transakcí na BÉT ukazuje tabulka 20. Rok 2004 zaznamenal celkově nejnižší počet uskutečněných transakcí na BÉT. Obrat však za sledované období nebyl nejnižší. V dalších letech se počty transakcí zvyšovaly a i obrat rostl. Je zajímavé si povšimnout, že ekonomická krize neměla na vývoj počtu transakcí ani na obrat příliš velký bezprostřední vliv. Rok 2007, 2008 i 2009 naopak vykazují rostoucí hodnoty obou charakteristik. V roce 2009 dokonce vůbec nejvyšší počet transakcí na BÉT za celé období od roku 2004 do roku 2016. Co do obratu je rok 2007 nejúspěšnější, jednalo se o obrat ve výši 24 625,5 ml. EUR. Klesající trend se však i zde dostavil, když od roku 2010 do roku 2016 klesl obrat z 20004,9 ml. EUR až na 7603,9 ml. EUR. Ještě menšího obratu než v roce 2016 dosáhl BÉT v roce 2014, pouhých 6077 ml. EUR. Počty transakcí tento vývoj kopírují. Maxima dosahují v roce 2009, tedy 3 350 274 transakcí, aby pozvolna v průběhu let klesaly nejdříve v roce 2011 na 2 333 774 transakcí a posléze se v letech 2012 až 2016 propadly na třetinu svého počtu z roku 2009, na pouhých 1 346 934 transakcí. Společně s poklesem tržní kapitalizace a počtu společností na BÉT se i vývoj počtu uskutečněných transakcí a celkový obrat neustále snižoval. Likvidita trhu však v porovnání s BSE a BVB dosahuje podstatně vyššího procentuálního podílu, Pohybuje se v průměru okolo 72 %, avšak tento vysoký průměr je způsoben zejména enormními hodnotami z let 2008, 2009, 2010 a 2011. Při vyloučení těchto let z výpočtu průměru se jedná spíše o 62,31% podíl obratu na tržní kapitalizaci BÉT.

Tabulka 21 Vývoj počtu IPO na BÉT v roce 2004 - 2016

Rok	Počet	Hodnota emise EUR ml.
2004	1	2,75
2005	1	5,43
2006	3	2,02*
2007	3	217,3*
2008	3	3,17
2009	2	19.80
2010	6	38*
2011	2	0,49

2012	0	0
2013	0	0
2014	1	3
2015	0	0
2016	1	9
<b>Celkem</b>	<b>23</b>	<b>300,96</b>

*Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016, BÉT, prospekty emitujících společností, vlastní výpočty*

Přehled vývoje počtu primárních emisí na hlavním trhu budapešťské burzy od roku 2004, tedy před světovou krizí, až do roku 2016 je zachycen v následující tabulce 21. Celkový počet emisí je v porovnání s ostatními trhy srovnatelný. Rok 2004 a 2005 přinesl 2 emise společností Freesoft a Állami Nyomda. V roce 2006 se uskutečnila emise společností Graphisoft, Bookline a TV network. V roce 2007 bylo dosaženo největšího objemu IPO na BÉT tedy 217,3 ml. EUR. Jednalo se např. o emise společností RFV (později ENEFI), duální listing společnosti Orco property group a dualní listing AAA Auto. V roce 2008 vstoupila na BÉT společnost Pannunion, TC Befektetési a Externet. V době před rokem 2009 bylo zaznamenáno 11 emisí podniků. V letech 2009 až 2011 se pak uskutečnilo dalších 10 IPO mezi nimi např. Nord telecom, Apenin, Keg, CIG Panonia life, Alteo, Masterplast, Plotinus a další. Poslední dvě emise v tomto sledovaném období jsou společností Norbi update a Duna house. Celkově se tedy dle dostupných zdrojů uskutečnilo na BÉT 23 IPO v celkové hodnotě 300,96 ml. EUR. Pro některé zejména již delistované společnosti nebylo možné zjistit přesnou hodnotu emise z dat dostupných na burze ani z prospektů. Příslušné roky jsou v tabulce označeny hvězdičkou. Jedná se o roky 2006, kdy nebylo možné zjistit hodnotu emise společností Bookline a TV Network a v roce 2010 společností Alteo, Örmester Vagyonvédelmi Nyrt a Hydridbox.

## 4.6 LUBLAŇSKÁ BURZA, SLOVINSKO

### 4.6.1 Historie

Burza ve slovinském hlavním městě Lublani započala svou historii stejně jako ostatní zkoumané burzy ve 20. až 30. letech 20. století. Její činnost byla pozastavena z nařízení komunistického režimu. Slovinsko stejně jako i ostatní výše jmenované země bylo bez fungující burzy téměř 40 let. Datum 26. prosince 1989 přineslo znovuoživení Lublaňské burzy a v roce 1990 se uskutečnily první obchody. Podobně jako v ostatních zemích i Slovinsko si v období po pádu komunistického režimu začalo budovat nový systém tržní ekonomiky. Přestože patřilo dříve do bývalé Jugoslávie a po roce 1991 bylo svědkem válečného konfliktu, brzy se díky krátkému průběhu tohoto konfliktu na svém území přeorientovalo směrem na západ. Jak uvádí Mencinger (2005), již v 80. letech 20. století se tamní politické elity dohodly na pokojné změně režimu s tím, že žhavá diskuze se vedla zejména o formě této změny. Existovaly dva přístupy a to Korže-Mencinger-Simoneti plán a Sachs-Peterle-Umek plán. První volal po decentralizované, postupné komerční privatizaci, kterou by vláda pouze sledovala zpozzdálí, druhý zastával masovou, rychlou a vládou spravovanou privatizaci s volnou distribucí akcií. V listopadu 1992 našli kompromis mezi decentralizací, postupností a rozmanitostí privatizačních metod a volnou distribucí akcií požadovaných podle druhého přístupu. Stabilizační měnová politika a nová měna byla zavedena na základě dokumentu P2 z roku 1991. Dokument J. Sachse „Program pro ekonomickou suverenitu a restrukturalizaci Slovinska“ navrhoval zavedení fixního směnného kurzu vůči marce. Slovinsko však posléze zavedlo pohyblivý směnný kurz (Mrak a kol. 2004). Slovinsko podobně jako třeba Česká republika má silnou tradici v získávání kapitálu skrze banky. Namísto k odprodeji bank zahraničním společnostem se zaměřilo na vytvoření dvou silných domácích bank prostřednictvím konsolidací. I přes značnou nedostatečnost bankovního systému v prvních letech po transformaci, má nyní Slovinsko dobře vyvinutou bankovní soustavu, která umožňuje obchodním společnostem získat dostatečné množství kapitálu potřebnému k rozvoji (Bonin, 2004). Jak ukáží níže analyzované tržní charakteristiky LJSE, kapitálový trh je značně nerozvinutý ve srovnání s trhy západní Evropy i ve srovnání s ostatními trhy v rámci tohoto výzkumu (Smith, Vodopivec, 1997). Slovinsko se stalo členem Evropské unie ve stejné době jako Česká republika, Polsko a Maďarsko, tedy v roce 2004. I přes následné brzké zavedení eura

v roce 2007 a harmonizaci s evropskou legislativou se LJSE nedaří oživit. Proto se v roce 2009 LJSE připojuje do holdingu CEESEG. Ani tento krok však nepřinesl výraznější změnu ve vývoji této burzy. Naděje jsou nyní vkládány do spolupráce se Záhřebskou burzou. Provozovatel burzy v Záhřebu koupil 100 % provozovatele burzy v Lublani od CEESEG v roce 2015. Následně Vídeňská burza cenných papírů poskytla Záhřebské burze cenných papírů prostřednictvím svého obchodního systému rozhraní, software a poradenství (LJSE, 2018) Burzy doufají, že se jim tímto způsobem podaří oslovit více nových investorů.

#### **4.6.2 Regulace a právní úprava**

Základní legislativní rámec pro kapitálové trhy zavádí zákon o kapitálových trzích z roku 2007, který implementuje nařízení EU č. 2014/65/EU, o trzích cenných papírů a mění nařízení 2002/92/EU a nařízení 2011/61/EU. Zákon upravuje trhy cenných papírů, činnost tržních zprostředkovatelů, zúčtování a vypořádání, veřejné nabídky a podávání zpráv veřejnými společnostmi. Tento zákon mimo jiné ukládá společnostem emitujícím akcie veřejné nabídky na LJSE, aby vypracovaly prospekt emise, a to ve slovinském jazyce (ESMA, 2014). Další relevantní právní předpisy jsou zákon o investičních fondech a správcovských společnostech, zákon o převzetí a zákon o evidenci cenných papírů. Regulátorem trhu s cennými papíry je Agentura pro trh cenných papírů ATVP (ATVP, 2018). Centrální zúčtovací společnost pro cenné papíry je jediný depozitář, který poskytuje služby zúčtování a vypořádání. Dále se emitující společnosti musí řídit vnitřními nařízeními LJSE dle pravidel konkrétního trhu, na který chtějí umístit svou emisi akcií. I na maďarské burze je nutné, aby společnost, která chce obchodovat své akcie, měla právní formu akciové společnosti. V případě Slovinska se jedná o zkratku d. d.

#### **4.6.3 Tržní charakteristiky**

I přes poměrně úspěšný přerod na tržní hospodářství a kvetoucí slovinskou ekonomiku, která je výrazně podpořená exportem zboží a služeb a turistickým ruchem, tržní kapitalizace jediné funkční slovinské burzy ukazuje spíše negativní trend, což je patrné z tabulky 22. V porovnání s ostatními zkoumanými burzami je spíše na konci spektra co do velikosti měřené tržní kapitalizací. V roce 2004 byla úroveň tržní kapitalizace nejbliže hodnotám tržní kapitalizace bulharské, rumunské a chorvatské burzy, avšak všechny

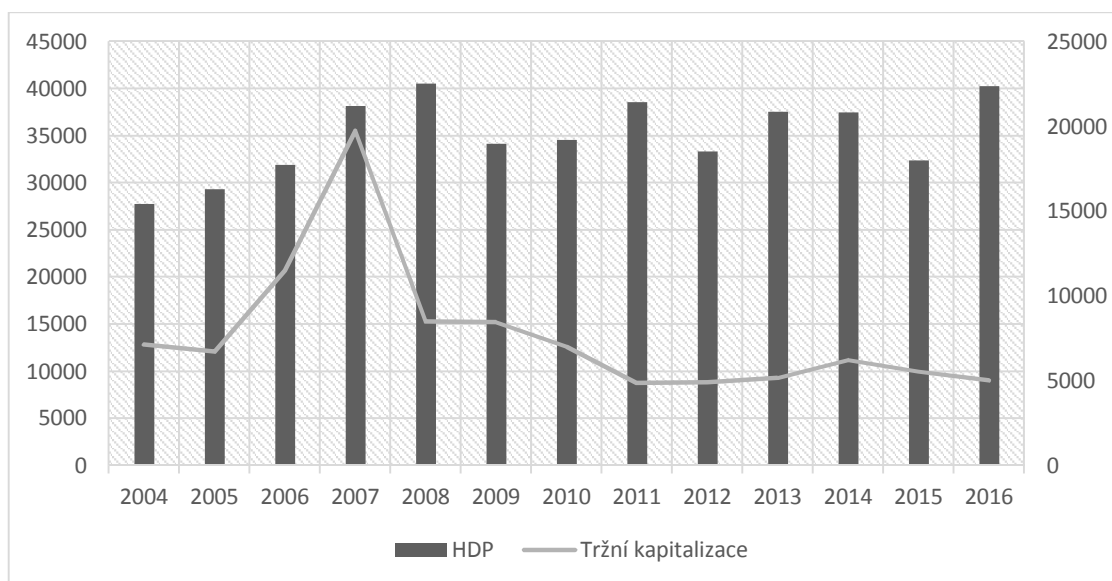
ostatní zkoumané burzy za sledované období dosáhly vyšších hodnot. Roky 2005 až 2007 vykázaly značně vyšší hodnoty, které se již více přibližovaly i hodnotám pražské a budapešťské burzy. Rok 2008, 2009 a 2010 přinesl propad v součtu o 153,5 %. Z původních 19740,12 ml. EUR v roce 2007 kapitalizace klesla na pouhých 7027,89 ml. EUR v roce 2010. Ani vstup do CEESEG v roce 2009 zlepšení situace nepřinesl. Tržní kapitalizace dále klesala a LJSE tak ztrácela investorský zájem. Propad pokračoval a stále pokračuje až do konce sledovaného období. Meziročně se tržní kapitalizace v součtu snížila o dalších 47 % mezi roky 2011 až 2016. S odkupem 100 % LJSE Záhřebskou burzou tržní kapitalizace bezprostředně také nerostla, avšak data za necelé dva roky spolupráce nejsou dostatečná k vyvozování jakýchkoliv závěrů.

Tabulka 22 Vývoj tržní kapitalizace na LJSE v letech 2004 - 2016

Rok	Tržní kapitalizace ml. EUR	Nárůst/pokles tržní kapitalizace	HDP ml. EUR	Tržní kapitalizace k HDP
2004	7115,24	0 %	27798,57053	25,60 %
2005	6696,6	-6 %	29312,07581	22,85 %
2006	11513,08	72 %	31925,59035	36,06 %
2007	19740,12	71 %	38186,26048	51,69 %
2008	8468,42	-133 %	40576,53221	20,87 %
2009	8462,22	-0,07 %	34180,13186	24,76 %
2010	7027,89	-20,40 %	34542,16313	20,35 %
2011	4872,81	-44 %	38564,50528	12,64 %
2012	4911,17	0,80 %	33347,34012	14,73 %
2013	5173,1	5 %	37590,82572	13,76 %
2014	6214	20,50 %	37522,50251	16,56 %
2015	5523,22	-12,50 %	32385,27445	17,05 %
2016	5000	-10,50 %	40278,0168	12,41 %

Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016, LJSE

Graf 6 Vývoj tržní kapitalizace na LJSE a HDP 2004 - 2016 (ml. EUR)



Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016, LJSE

Na grafu 6 vývoje tržní kapitalizace si lze povšimnout neustálého průběžného poklesu hodnot v meziročním srovnání. Vůbec nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v roce 2007, kdy se tržní kapitalizace k HDP pohybovala na 51,69 % a nejnižší hodnotu tržní kapitalizace LJSE zaznamenala v roce 2016, s hodnotou 12,41 %, tedy paradoxně až několik let po zlomovém momentu z roku 2008, kdy většina sledovaných burz zaznamenala nejnižší hodnoty tohoto ukazatele. To dokazuje, že LJSE se příliš nedaří navázat na jinak úspěšnou ekonomiku Slovinska a že významnost LJSE je nízká.

Počet společností na LJSE byl v začátku sledovaného období vysoký, což ukazuje tabulka 23. Na LJSE byl třetí nejvyšší počet společností s kotovanými akciemi ze všech zkoumaných burz. Vyšší hodnoty dosáhla pouze GPW a BSE. I přes poměrně vysoký počet společností však ani jedna nebyla společností zahraniční. Počty subjektů na LJSE zvolna klesají po celé období od roku 2004 až 2016, ale tempo poklesu se výrazně zvýšilo po roce 2007. Zatímco ještě v roce 2007 se jednalo o 87 společností, v roce 2011 to bylo už jen 66 společností. V dalších letech se jejich počty dále výrazně snižovaly postupně až na 38 společností v roce 2016, což je ve sledovaném období druhý nejnižší počet vůbec. Méně společností bylo v roce 2016 pouze na BCPP.



Tabulka 23 Počet společností s kotovanými akciemi v letech 2004 - 2016 na LJSE

LJSE	Počet společností s kotovanými akciemi			
	Rok	Tuzemské	Zahraniční	Celkem
	prosinec 04	140	0	140
	prosinec 05	116	0	116
	prosinec 06	100	0	100
	prosinec 07	87	0	87
	prosinec 08	84	0	84
	prosinec 09	76	0	76
	prosinec 10	72	0	72
	prosinec 11	66	0	66
	prosinec 12	61	0	61
	prosinec 13	55	0	55
	prosinec 14	51	0	51
	prosinec 15	46	0	46
	prosinec 16	38	0	38

*Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016, LJSE*

Počty transakcí a obrat na LJSE patří k nejnižším z uvedených burz. Na počátku sledovaného období je jejich počet a obrat poměrně adekvátní rozvinutosti trhu, avšak v průběhu let velmi výrazně klesá. Z celkových 164 784 transakcí a obratu 933,8 ml. EUR se obě hodnoty dostávají na svá maxima v roce 2007, kdy počet transakcí dosáhl 230 727 a obrat činil 3382,3 ml. EUR. Po tomto rekordním roce se však počty i obrat v následujících letech do roku 2011 snížily až na 83 363 transakcí a 455,8 ml. EUR obratu. Rok 2012 přinesl další snížení počtu transakcí i obratu, avšak absolutně nejnižších hodnot dosáhl rok 2013, kdy se uskutečnilo pouze 48 904 transakcí, přičemž obrat činil 348,5 ml. EUR. Rok 2016 přinesl návrat na podobnou hodnotu jako z roku 2011, tedy 81594 transakcí, ale pouze 312,9 ml. EUR obratu. Likvidita LJSE je dle podílu obratu na tržní kapitalizaci velmi nízká, po celé sledované období se pohybuje pod úrovní 20 % a připomíná tak např. burzu v rumunské Bukurešti. Je velmi málo likvidní, což se projevuje jak malým počtem transakcí, tak nízkým obratem, podrobně vývoj počtu transakcí ilustruje tabulka 24.

Tabulka 24 Počet transakcí a hodnota obratu na LJSE mezi roky 2004 - 2016

Rok	Počet transakcí	Obrat EUR ml.	Podíl obrat/tržní kapitalizace
2004	164784	933,8	13,12 %
2005	179283	940,6	14,05 %
2006	167139	1451,5	12,61 %
2007	230727	3382,3	17,13 %
2008	220160	1604,6	18,95 %
2009	136122	1089,4	12,87 %
2010	102130	457,1	6,50 %
2011	83363	455,8	9,35 %
2012	53141	340,2	6,93 %
2013	49693	310,4	6,00 %
2014	73661	769,1	12,38 %
2015	48904	348,5	6,31 %
2016	81594	312,9	6,26 %

*Zdroj: Ročenky FESE 2004 - 2016, LJSE*

Počty IPO na LJSE nejsou ničím překvapivým. Celkově se od roku 2004 do roku 2016 podařilo dohledat 13 uskutečněných emisí akcií tuzemských společností. V roce 2004 se jednalo o společnosti M1, Nama a Hram holding. Rok 2005 přinesl emisi KD Holdingu. Následovala emise Telecomu v roce 2006 a v roce 2007 se uskutečnily emise NKBM banky a KS Naložbe. Rok 2008 co do počtu IPO přinesl 4 emise, tj. Datalab, Pozavarovalnica Sava, Sivent a Zavarovalnica Triglav. Po roce 2008 následovaly dva roky bez jediného IPO. Až v roce 2011 uskutečnila emisi společnost Unior standard a Zdravilišče Rogaška. Pak už se uskutečnila pouze jedna emise v roce 2013 společnosti Prva Grupa. Přehled slovinských emisí je v tabulce 25.

Tabulka 25 Počet IPO na LJSE od roku 2004 - 2016

Rok	Počet	Hodnota emise EUR ml.
2004	3	N/A
2005	1	2
2006	1	0,27
2007	2	325,3
2008	4	203
2009	0	0

2010	0	0
2011	2	N/A
2012	0	0
2013	1	N/A
2014	0	0
2015	0	0
2016	0	0
<b>Celkem</b>	<b>13</b>	<b>530,57</b>

*Zdroj: LJSE, Prospekty emitujících společností, Ročenky FESE 2004 - 2016*

## **4.7 ZÁHŘEBSKÁ BURZA, CHORVATSKO**

### **4.7.1 Historie**

Záhřebská burza byla poprvé založena v roce 1907 jako divize komodit a cenných papírů a byla aktivní až do roku 1911. Po skončení první světové války se znovu otevřela až v roce 1919. S příchodem socialistického režimu do moci byla činnost záhřebské burzy pozastavena a oživení se dočkala až v roce 1991. Její činnost však měla být opět znovu utlumena.

Po smrti jugoslávského vůdce Tita v roce 1981 Jugoslávie čelila velkému zadlužení, vysoké nezaměstnanosti a devalvaci měny. To mělo za následek četné nepokoje a po pádu režimu se vyostřily i diplomatické vztahy mezi jednotlivými národy jako důsledek společenské ideové i náboženské nesourodosti (Moskovič, 2017). Nacionálně laděný prezident Tudjman tlačil na vytvoření nezávislého Chorvatska a prezidentský systém a usiloval o navrácení Chorvatska Chorvatům (Ramet, 2014). Zejména Srbové, kteří žili na území Chorvatska, čelili velkému nátlaku, který se nakonec v roce 1991 změnil v etnickou válku. I další spory mezi státy bývalé Jugoslávie tak vyústily v sérii ozbrojených konfliktů, které trvaly od roku 1991 až do roku 2001 (Dyker a Vejvoda, 1996). Ekonomický vývoj byl tedy velmi poznamenán a opožděn. Ve válečných letech se zahraniční kapitál jen těžko do Chorvatska dostával skrze politickou nestabilitu. Ekonomická situace byla tristní. HDP poklesl o 1/3, hyperinflace byla v řádech stovek procent, valná část výrobních kapacit byla zničená, infrastruktura potřebovala nutně opravit. Chorvatsko adoptovalo záchranné opatření, které v roce 1993 umožnilo stabilizovat inflaci a makroekonomické prostředí (Franičević a Kraft, 1996). Obnova

země měla však být zdlouhavá a nákladná. Bankovnímu sektoru dominovaly dvě velké národní banky a 4 regionální banky. Po stabilizaci ekonomiky se však čtyři z nich staly insolventními. Vláda je převzala a sanovala. Bankovní krize v Chorvatsku však pokračovala až do roku 2000. S příchodem nového milénia se situace zlepšila. Tamní vláda prodala část bank zahraničním investorům a zahraniční investice se začaly vracet (Kraft a Jankov, 2005).

Také přístupové rozhovory do EU nasměrovaly Chorvatsko k pozitivnímu vývoji, který byl zakončen vstupem Chorvatska do Evropské unie v roce 2013 (Karasavvoglou a Polychronidou, 2012). Pozitivní vývoj měl v devadesátých letech vliv také na záhřebskou burzu, která zaznamenala díky bankovnímu sektoru značný růst a stala se ústředním místem pro obchodování cenných papírů v Chorvatsku (ZSE, 2018).

#### **4.7.2 Regulace a právní úprava**

V Chorvatsku je základní legislativou kapitálových trhů Zákon o kapitálových trzích z roku 2008, Zákon o investičních fondech a Zákon o chorvatské dozorčí agentuře nad finančními službami, oba z roku 2005 ve všech pozdějších zněních. Zákon o kapitálovém trhu se zaměřuje na zřízení, činnost, dohled a ukončení investičních společností, trh provozovatelů plateb a systémy vypořádání. Prověřuje nabídky investičních služeb, provádění investičních činností a uvedení a obchodování s cennými papíry na organizovaném trhu. Dále pak stanovuje požadavky na podávání zpráv v souvislosti s cennými papíry, zneužívání trhu, vklady, finanční nástroje, vypořádání plateb a transakcí s finančními nástroji. Dohled nad chorvatským kapitálovým trhem je prováděn Chorvatskou národní bankou, která dohlíží na úvěrové instituce a Chorvatskou agenturou pro dohled nad finančními službami Hanfa, která dohlíží na trh cenných papírů, důchodové fondy a pojišťovny. Základním cílem agentury je podpora stability ve finančním systému a zachování transparentnosti a zákonnosti na trzích cenných papírů. (Hanfa, 2018) Společnosti emitující na regulovaných trzích záhřebské burzy jsou povinny splnit burzovní podmínky jednotlivých trhů a uveřejnit prospekt emise cenných papírů v chorvatském jazyce (ESMA, 2014). Vzhledem k tomu, že Chorvatsko vstoupilo do EU v roce 2015, musí se na regulovaných trzích řídit nařízením EU až od tohoto data. Z dat ZSE týkajících se emisí před vstupem do EU však jasně plyne, že vyhotovit prospekt emise musely společnosti i před vstupem do EU.

### 4.7.3 Tržní charakteristiky

Tržní kapitalizace ZSE pro rok 2004 byla poměrně nízká, pouhých 8456,77 ml. EUR, avšak již v následujícím roce se zvýšila o 30 %, aby v roce 2006 rostla o 177 %. Rok 2007 potom ZSE zaznamenala další růst o 177 % až na 48054,34 ml. EUR. Bohužel již v roce 2008 o téměř 150 % propadla na 19407,66 ml. EUR a tento pokles pokračoval i v roce 2009, i když mírnějším tempem. Rok 2010 uzavírala ZSE v opětovném mírném růstu, který ovšem v dalších letech nepokračoval a burza ztratila o 22 % do konce roku 2013. V roce 2014 se opět začalo ZSE mírně dařit, zřejmě v důsledku investorských očekávání spojených se vstupem Chorvatska do EU v roce 2013. V letech 2014 a 2015 si ZSE opět svou kapitalizaci zvýšila v řádech několika málo procent. Rok 2016 znamenal pro ZSE přiblížení se k hodnotám z roku 2008 a 2010. I přes to, že Chorvatsko nebylo v době světové krize v EU, se i na ZSE krize projevila. Na konci roku 2015 získala ZSE 100 % akcií LJSE od skupiny CEE Stock Exchange. Vzhledem k tomu, že Záhřebská a Lublaňská burza sdílí podobný vývojový plán a rámec finančního systému, přičemž kapitálový trh Slovinska je velmi podobný jako v případě Chorvatska podle stupně jeho vývoje, struktury a potenciálu, očekává se, že akvizice přinese pozitivní účinky na obou burzách. (ZSE, 2018)

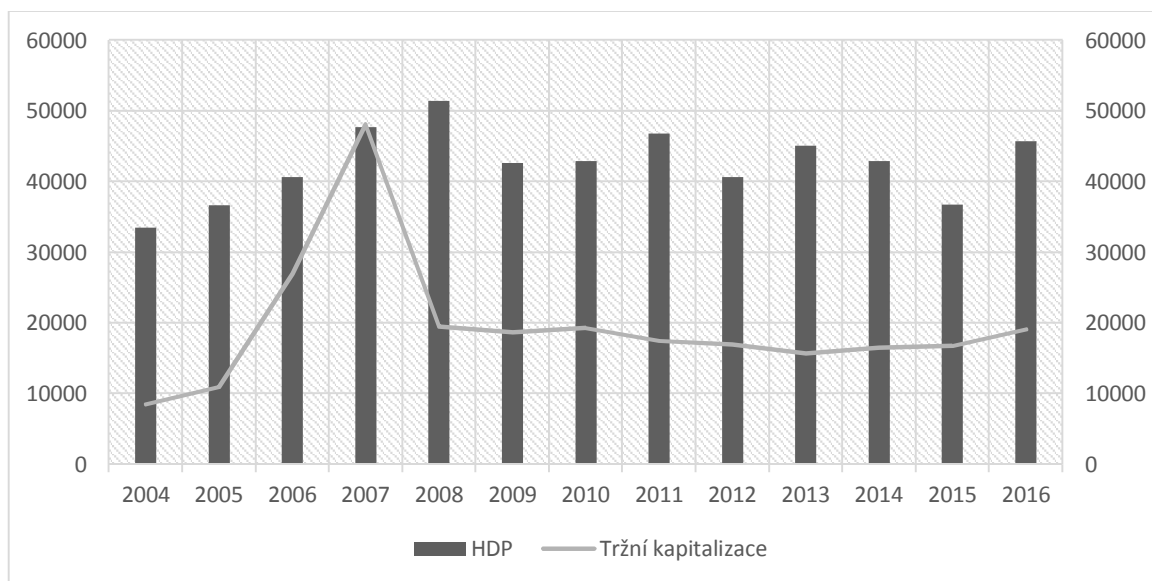
Tabulka 26 Vývoj tržní kapitalizace na ZSE v letech 2004 - 2016

Rok	Tržní kapitalizace ml. EUR	Nárůst/pokles tržní kapitalizace	HDP ml. EUR	Tržní kapitalizace k HDP
2004	8456,77	0 %	33527,85	25,22 %
2005	10968	30	36626,10	29,95 %
2006	27010,11	177 %	40688,37	66,38 %
2007	48054,34	177 %	47692,98	100,76 %
2008	19407,66	-147 %	51446,32	37,72 %
2009	18620,11	-4 %	42655,17	43,65 %
2010	19294,58	3 %	42924,77	44,95 %
2011	17417,43	-11 %	46794,55	37,22 %
2012	16926,57	-3 %	40636,91	41,65 %
2013	15655,3	-8 %	45132,71	34,69 %
2014	16477,32	5 %	42917,57	38,39 %
2015	16771,87	2 %	36783,37	45,60 %
2016	19091,85	14 %	45689,15	41,79 %

Zdroj: ZSE, Ročenky FEAS 2004 - 2016.

Vývoj podílu tržní kapitalizace ZSE ukazuje, že chorvatský kapitálový trh má poměrně vysoký podíl na HDP. Svými podíly převyšuje ve sledovaném období všechny zkoumané burzy. V roce 2007 dokonce dosáhl 100 % hodnoty, což je např. hodnota vyspělých trhů západní Evropy a USA. Po roce 2007 si drží v průměru 40% podíl tržní kapitalizace na HDP Chorvatska. Trend vývoje tržní kapitalizace ZSE ukazuje tabulka 26.

Graf 7 Vývoj tržní kapitalizace na ZSE a HDP, 2004 - 2016 (ml. EUR)



Zdroj: ZSE, Ročenky FEAS 2004 - 2016.

Z výše uvedeného grafu 7 je patrné, že první rok 2004 byl zároveň i rokem s nejnižší hodnotou tržní kapitalizace ve sledovaném období. Rok 2007 byl naopak rokem s nejvyšší tržní kapitalizací. Potom již hodnoty kapitalizace nedosahují žádných extrémů. Drží si mírnou vzestupnou tendenci.

Počty obchodovaných společností na ZSE jsou za sledované období víceméně stabilní. V roce 2004 se jednalo o 45 tuzemských společností a jednu zahraniční společnost. Rok 2005 a 2006 zaznamenala ZSE odchod celkem 4 společností. Delistování tuzemských společností pokračovalo i v roce 2007, avšak s tím rozdílem, že na ZSE vstoupily 2 zahraniční společnosti. V roce 2008 se jejich počet zvýšil a zvýšil se také počet

zahraničních subjektů na tři. Mírným tempem a v průměru o 2 až 3 tuzemské i zahraniční společnosti se ZSE dařilo až do roku 2010 růst, až zaznamenala 48 lokálních a 4 zahraniční společnosti. V dalších letech počínaje rokem 2012 však i tyto cizí subjekty ZSE opustily a zůstalo pouze 50 místních společností. V roce 2013 a 2014 byly počty společností na ZSE relativně vyšší vzhledem ke sledovanému období, avšak počet z roku 2016 byl čtvrtý nejnižší za celých 12 let. Z tabulky 27 tedy plyne, že ZSE ztrácí značně na zájmu emitujících společností i investorů.

Tabulka 27 Počet společností s kotovanými akciemi v letech 2004 - 2016

<b>ZSE</b>	<b>Počet společností s kotovanými akciemi</b>		
<b>Rok</b>	<b>Tuzemské</b>	<b>Zahraniční</b>	<b>Celkem</b>
prosinec 04	45	1	46
prosinec 05	44	0	44
prosinec 06	41	0	41
prosinec 07	39	2	41
prosinec 08	40	3	43
prosinec 09	42	4	46
prosinec 10	48	4	52
prosinec 11	52	2	54
prosinec 12	51	1	52
prosinec 13	50	0	50
prosinec 14	48	0	48
prosinec 15	45	0	45
prosinec 16	42	0	42

*Zdroj: ZSE, Ročenky FEAS 2004 - 2016*

Počty transakcí a velikost obrátu ZSE jsou v porovnání s ostatními výše jmenovanými burzami značně malé. Potvrzuje to fakt, že tento trh je málo rozvinutý a na obdobné úrovni jako trh slovinský. V roce 2004 se na ZSE uskutečnilo 52 794 transakcí s celkovým obrátem pouhých 358,8 ml. EUR. V následujícím roce se tento počet téměř zdvojnásobil a i obrát rostl stejným tempem na 642,6 ml. EUR. Rok 2006 byl ve vývoji úspěšný, když se počet transakcí dále zvýšil na 142 194 transakcí s celkovým obrátem 1428,8 ml. EUR. Roky 2007 a 2008 byly pro LJSE roky abnormálního růstu. V roce 2007 byl počet transakcí 519 240 s obrátem 3069,1 ml. EUR. V roce 2008 se sice počet transakcí ještě zvýšil na 758 164, ale obrát již úměrně tomu nerostl, naopak poklesl o 639,3 ml. EUR.

Dále se již víceméně počty transakcí pouze průběžně snižovaly, stejně jako obrat. Rok 2009 ještě zaznamenal 487 252 transakcí s obratem 1022,3 ml. EUR, ale již v následujícím období se jednalo o 286 875 transakcí a obrat 791,4 ml. EUR. Jak ukazuje další tabulka 28, od roku 2011 do roku 2016 počet transakcí klesl až na 133 177 a obrat se snížil na 415,9 ml. EUR. Nejlepších výsledků tedy ZSE dosáhla v roce 2008. Nejméně transakcí se uskutečnilo v roce 2016, ale nejnižší obrat byl zaznamenán o rok dříve. Podíl obratu na tržní kapitalizaci je však nízký. Ze zkoumaných burz vůbec nejnižší, s čímž koresponduje i velikost obratu a počty transakcí. Likvidita trhu je tedy malá.

Tabulka 28 Počet transakcí a obrat na ZSE

<b>Rok</b>	<b>Počet transakcí</b>	<b>Obrat EUR ml.</b>	<b>Podíl obrat/tržní kapitalizace</b>
2004	52794	358,8	4,24 %
2005	101018	642,6	5,86 %
2006	142194	1428,8	5,29 %
2007	519240	3069,1	6,39 %
2008	758164	2429,8	12,52 %
2009	487252	1022,6	5,49 %
2010	286875	791,4	4,10 %
2011	351498	715,8	4,11 %
2012	280990	411,6	2,43 %
2013	255046	402,8	2,57 %
2014	221933	403,0	2,45 %
2015	189706	386,0	2,30 %
2016	133177	415,9	2,18 %

*Zdroj: Ročenky ZSE 2004 - 2016*

Počty IPO na ZSE se početně nevymykají zkoumaným burzám regionu CEE. Celkově se za sledované období uskutečnilo 16 IPO. V roce 2004 byl počet IPO roven nule, ale již v roce 2005 se jednalo o dvě emise společností Terra fima a ZIF Breza Invest. Rok 2006 přinesl další tři IPO společností Jadran Kapital, Viro tvornica šečera a INA. Rok 2007 byl úspěšným i na ZSE, když se uskutečnilo 7 IPO společností Atlantica Grupa, Firma Proprius, HT, Ingra, Magma, Optima telekom a Veterina. Ještě v roce 2008 se přidaly dvě společnosti, a to HPB Real a Quaestus nekretnine. Následovala dlouhá odmlka a další IPO přišlo až v roce 2015. Byly to emise společností Tankerská next generation a



Granolio. V roce 2016 se již žádná společnost pro IPO na ZSE nerozhodla. Výčet všech chorvatských IPO je v tabulce 29.

Tabulka 29 Počty IPO na ZSE od roku 2004 - 2016

<b>Rok</b>	<b>Počet</b>	<b>Hodnota emise ml. EUR</b>
2004	0	0,00
2005	2	11,00
2006	3	372,56
2007	7	1231,34
2008	2	35,41
2009	0	0,00
2010	0	0,00
2011	0	0,00
2012	0	0,00
2013	0	0,00
2014	0	0,00
2015	2	39,67
2016	0	0,00
<b>Celkem</b>	<b>16</b>	<b>1689,98</b>

*Zdroj: ZSE, vlastní zpracování*

#### **4.8 VÝVOJ POČTU EMISÍ VE VYBRANÝCH ZEMÍCH REGIONU CEE**

IPO ve vybraných zemích regionu střední a východní Evropy je evidentně stále ne příliš častou formou financování. Kapitálové trhy zejména pak ty akciové jsou v porovnání s jejich západními protějšky velmi málo rozvinuté. I přes stejné legislativní a i více méně srovnatelné ekonomické prostředí se počty IPO v České republice, Slovinsku, Maďarsku, Bulharsku, Rumunsku a Chorvatsku nemohou vyrovnat počtům IPO v Polsku. Varšavská burza se zejména ve dvou posledních dekadách stala významným kapitálovým trhem, kde se uskutečnilo 376 IPO v celkové hodnotě 23 925,11 ml. EUR. Naopak na ostatních vybraných trzích se jedná o jednotky až desítky. Polsko není ekonomicky nejvyspělejší zemí ze všech sledovaných a výkon jeho ekonomiky je v přepočtu na HDP per capita srovnatelný např. s Českou republikou, kde se však pro IPO rozhoduje nejméně společností. Za dobu obnovené historie BCPP bylo uskutečněno pouze 11 IPO v hodnotě 2639,33 ml. EUR. Z literární rešerše mimo jiné bylo zjištěno, že Polsko si v období po

revoluci v roce 1989 ponechalo přísnější pravidla pro transformaci kapitálového trhu a že tím pádem nedošlo k tak masovému prodeji státních podniků, jak tomu bylo např. v České republice či Bulharsku a nevytvořil se tudíž tak velký prostor pro spekulativní chování některých akcie ve velkém skupujících investorů, což mělo za následek ztrátu důvěry obyvatel v kapitálové trhy a éru tzv. tunelování státních podniků. Míra korupce a nedůvěra v kapitálový trh je v Polsku evidentně mírnější, než jak je tomu v ostatních sledovaných zemích. Slovinská a chorvatská burza jsou velmi malé burzy, avšak také ekonomiky jejich zemí jsou oproti ostatním velmi malé, takže i počty IPO nedosahují vysokých hodnot. Slovinská burza zaznamenala 14 emisí v hodnotě 530,57 ml. EUR, chorvatská burza pak 16 emisí v hodnotě 1689,98 ml. EUR. Bulharská a rumunská burza jsou srovnatelné co do úrovně jejich rozvoje a IPO aktivita je zde také velmi nízká. Bulharská burza zaznamenala 20 IPO v hodnotě 232,93 ml. EUR, rumunská burza pak 13 IPO v hodnotě 1103,34 ml. EUR. Maďarská burza zaznamenala v poslední době několik významných IPO, avšak co do počtu se jedná opět o ojedinělé případy. Bylo uskutečněno 23 IPO v hodnotě 300,96 ml. EUR. Dle tabulky 30 bylo celkově ve vybraných zemích regionu CEE uskutečněno 474 IPO na hlavních a vedlejších trzích vybraných burz. Celková hodnota těchto emisí 30 422,22 ml. EUR.

Tabulka 30 Celkový počet a hodnota IPO ve vybraných zemích regionu CEE od 2004 - 2016

	WPG		BCPP		BÉT		LJSE		ZSE		BVB		BSE	
	Počet	Hodnota ml. EUR	Počet	Hodnota ml. EUR	Počet	Hodnota ml. EUR	Počet	Hodnota ml. EUR	Počet	Hodnota ml. EUR	Počet	Hodnota ml. EUR	Počet	Hodnota ml. EUR
2004	36	3124,05	1	17,48	1	2,75	3	N/A	0	0	1	2,3	1	1,52
2005	35	1808,64	0	0	1	5,43	1	2	2	11	2	9,14	0	0
2006	38	1085,3	2	217	3	2,02	1	0,27	3	372,56	2	42,4	3	24,11
2007	81	5096,87	2	91	3	217,3	2	325,3	7	1231,34	1	65	8	173,8
2008	33	2235,4	1	1581	3	3,17	4	203	2	35,41	4	35,5	3	23,42
2009	13	1701,23	0	0	2	19,80	0	0	0	0	0	0	0	0
2010	34	4005,76	1	78,26	6	38	0	0	0	0	0	0	0	0
2011	38	1931,26	1	10	2	0,49	2	N/A	0	0	0	0	0	0
2012	16	818,6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0,51
2013	13	1123	0	0	0	0	1	N/A	0	0	2	454	1	2,25
2014	13	306	1	15	1	3	0	0	0	0	1	444	0	0
2015	14	434	1	28,04	0	0	0	0	2	39,67	0	0	1	5,87
2016	12	255	1	655,55	1	9	0	0	0	0	1	51	2	1,45
<b>Celkem</b>	<b>376</b>	<b>23925</b>	<b>11</b>	<b>2639,33</b>	<b>23</b>	<b>300,96</b>	<b>14</b>	<b>530,57</b>	<b>16</b>	<b>1689,98</b>	<b>14</b>	<b>1103,34</b>	<b>20</b>	<b>232,93</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle měsíčních reportů FESE, oficiálních stránek burz a oficiálních stránek emitentů.

## 5 VÝSLEDKY VÝZKUMU

Z celkového počtu 100 oslovených společností, které implementovaly IPO na hlavních a vedlejších trzích příslušných burz v letech 2010 - 2016, se vrátilo celkem 18 kompletně vyplněných dotazníků. Jedná se tedy o 18% návratnost všech rozeslaných dotazníků. Dotazník s průvodním dopisem byl zaslán e-mailem všem vybraným společnostem v dubnu roku 2018. Během prvního měsíce se navrátily pouze 2 dotazníky. Vzhledem k velmi nízké návratnosti byly nalezeny telefonní kontakty na vybrané společnosti a bylo provedeno telefonické zjišťování zájmu o zúčastnění se výzkumu a opětovné zaslání dotazníků těm respondentům, kteří přislíbili účast. Na základě této urgency se během měsíce května vrátilo dalších 16 dotazníků.

Tyto dotazníky byly vyplněny ze strany finančních manažerů nebo majitelů společností. Získaná data byla zanalyzována s využitím matematicko-statistických metod reflektujících jejich kvalitu i kvantitu. Nejprve byl popsán výzkumný vzorek respondentů s využitím metod popisné statistiky (modus, medián, směrodatná odchylka).

V rámci dotazování byly emitentům položeny tři kategorie dotazů.

První kategorie zjišťovala „relativní význam faktorů, které motivovaly počáteční veřejnou nabídku (IPO) na domácí a případně i zahraniční burze cenných papírů (v případě duální kotace)“. Tato otázka obsahovala 20 tvrzení, pomocí nichž byla vyhodnocována míra významnosti vybraných motivů IPO. Jelikož řada společností uskutečnila duální úpisy, tedy současnou emisi na více burzách, respondenti měli možnost vyznačit také motivy pro vstup na zahraniční burzu.

Druhá část otázek se zaměřila na „zjištění míry souhlasu s tvrzeními ohledně nevýhod, respektive bariér vztahujících se k uskutečnění IPO. V této části dotazníků bylo respondentům předloženo 13 tvrzení, které byly zaměřeny na zjištění míry vlivu negativních aspektů provázejících IPO.

Ve třetí skupině otázek bylo respondentům předloženo 17 tvrzení, jejichž cílem bylo zmapovat význam vývoje vnějšího, zejména pak makroekonomického, okolí podniku z pohledu IPO.

## 5.1 POPIS VÝZKUMNÉHO SOUBORU RESPONDENTŮ

Tabulka 31 ukazuje popisnou statistiku pro celý vzorek vybraných společností. Společnosti byly rozděleny podle počtu zaměstnanců, velikosti aktiv a velikosti tržeb na tzv. SME tedy malé a střední společnosti a na velké společnosti. Dle nařízení Evropské komise č. 800/2008 ze dne 6. srpna 2008 jsou společnosti velké, když zaměstnávají více jak 250 zaměstnanců, jejich majetek převyšuje 50 ml. EUR a prodeje jsou více jak 43 ml. EUR. Dle tohoto dělení tedy celkem 50 % společností spadá do kategorie SME a 50 % do kategorie velkých společností podle počtu zaměstnanců. Dle velikosti majetku se opět jedná o 50 % SME a 50 % velkých společností. Podle velikosti prodeje bylo malých společností 44,44 % tedy 8 a velkých 10 tedy 55,56 %. Co do ovládnutí těchto společností se v 50 % jednalo o široce ovládané společnosti, 33,33 % bylo ovládáno rodinou a 16,67 % byla ovládána soukromými investory (zejména fondy PE/VC kapitálu). Společnosti s majetkovou účastí státu nebyly osloveny, jelikož sféra jejich zájmu může být např. v oblasti privatizačních IPO, tzn., že jejich motivy pro IPO se mohly značně lišit od motivů soukromoprávních podniků. Podíl společností, ve kterých dominují domácí investoři nad zahraničními, byl 88,89 %, kdežto zahraniční dominoval pouze u 11,11 % všech společností. Ve 44,44 % případů byl největší akcionář jednatel, ve 22,22 % procentech korporace, v 16,67 % se jednalo o rodinnou společnost a v 16,67 % se jednalo o private equity. Co se týče rozdělení odpovědí pomocí sektoru, ve kterém společnosti působí, jednalo se ve 22,22 % o společnosti z výrobního sektoru, 11,11 % bylo z finančního sektoru, 16,67 % z technologického sektoru, 11,11 % ze služeb, 5,56 % z farmaceutického sektoru a 33,33 % z jiných sektorů např. sektoru s nemovitostmi, ropného průmyslu, zábavy, přepravy a potravinářského sektoru. Průměrný věk společností činil 16 let. Za „zralé“ jsou považovány společnosti starší 16 let a za „mladé“ společnosti mladší 16 let. Zralých společností bylo 61,11 % a mladých 39,89 %. V průměru IPO společnosti realizovaly po 11 letech od založení společnosti. Z čehož 94 % společností realizovalo IPO na domácí burze, zbytek pak tvoří duální kotace. Společnosti pocházely z celkem 6 vybraných evropských zemí. 5,56 % společností se zúčastnilo z Bulharska, 27,78 % společností bylo z České republiky, 38,89 % z Polska, 16,67 % z Maďarska, 5,56 % z Rumunska a 5,56 % z Chorvatska. Ze Slovinska se nepodařilo získat žádný dotazník. Co se týče získání kapitálu prostřednictvím IPO, celých 88,89 % emitentů bylo v této problematice úspěšných.

Tabulka 31 Charakteristika výzkumného souboru respondentů

Počet společností	18				
Kritéria	Frekvence	v %	Kritéria	Frekvence	v %
Malé a střední (počet zaměstnanců < 250)	9	50,00	Technologický sektor	3	16,67
Velké (počet zaměstnanců >250)	9	50,00	Služby	2	11,11
Malé a střední (hodnota aktiv <50 ml. EUR)	9	50,00	Farmaceutický sektor	1	5,56
Velké (hodnota aktiv >50ml. EUR)	9	50,00	Finanční sektor	2	11,11
Malé (tržby <43 ml. EUR)	8	44,44	Jiný sektor	6	33,33
Velké (tržby > 43ml. EUR)	10	55,56	Mladá (<16 let)	7	38,89
Velký počet akcionářů (široce ovládaná společnost)	9	50,00	Stará (> 16 let)	11	61,11
Ovládané rodinou	6	33,33	Počet let do IPO (medián)	11	
Majoritní vlastník stát	0	0,00	Bulharsko	1	5,56
Jiný vlastník	3	16,67	Česká republika	5	27,78
Majoritní domácí akcionář	16	88,89	Chorvatsko	1	5,56
Majoritní zahraniční akcionář	2	11,11	Maďarsko	3	16,67
Jednotlivec	8	44,44	Polsko	7	38,89
Korporace	4	22,22	Rumunsko	1	5,56
Banka	0	0,00	Duální kotace	7	
Podílový fond	0	0,00	Zvýšení kapitálu - ANO	16	88,89
Rodina	3	16,67	Zvýšení kapitálu - NE	1	5,56
Ostatní (venture capital, private equity)	3	16,67	% nových akcií (medián)	15,00 %	
Výrobní sektor	4	22,22	% nových akcií (průměr)	10,44 %	

Zdroj: Vlastní zpracování

## 5.2 FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ ROZHODOVÁNÍ O VSTUPU PODNIKU NA KAPITÁLOVÝ TRH FORMOU IPO

### 5.2.1 Motivy IPO na domácí burze z pohledu finančních manažerů

Respondenti byli požádáni, aby na škále od 1 do 5, kde 1 značí nedůležitý, 2 spíše nedůležitý, 3 neutrální, 4 důležitý a 5 velmi důležitý, označili relativní význam jednotlivých faktorů, které rozhodující z hlediska uskutečnění IPO na domácí burze. Níže uvedená tabulka 32 prezentuje výzkumné výsledky. Odpovědi byly dále analyzovány podle věku společností, které byly rozděleny na „mladé“ a „zralé“ (<16 let, >16 let od založení), podle počtu zaměstnanců (malé<250, velké>25) a podle typu vlastnictví (velký počet akcionářů, ovládaný rodinou a ovládaný soukromým rizikovým kapitálem).

A. **„Získání kapitálu pro financování investičních příležitostí“**. Jako první byl společností položen dotaz na důležitost motivu získání kapitálu za účelem financování investičních příležitostí. Podle výsledků je možnost získat od investorů finanční prostředky vnímána za jeden z nejdůležitějších motivů IPO (88,89 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,39). U mladých společností byla možnost získat kapitál významnějším motivem než u zralých společností (90 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,78; 75 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4). Malé společnosti mají potřebu kapitálu větší, než zralé (100 % malých společností označilo hodnotu 4 a 5, průměr 4,75; 80 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,10). Soukromoprávní subjekty s širokou základnou investorů byly získáním kapitálu více motivovány k IPO než podniky s majoritním podílem rodiny (100 % široce ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,88; 66,67 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,5; 100 % soukromě ovládaných označilo hodnotu 4 a 5, průměr 4,75).

B. **„Snížení zadluženosti společností“** je jeden z ústředních motivů pro IPO. V situaci, kdy je společnost již příliš zadlužená, aby mohla získat úvěr např. od komerční banky, se IPO jeví jako vhodný nástroj oddlužení. Je tedy pravděpodobné, že nejméně polovina dotázaných čelila značné zadluženosti ve své společnosti a IPO byl způsob řešení této situace (55,56 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3). Jak mladé tak zralé společnosti oddlužení vnímaly podobně (50 % mladých společností označilo hodnotou 4

a 5, průměr 3; 50 % starých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,88). Malé společnosti častěji než zralé preferovaly oddlužení formou IPO (62,5 % malých společností označilo hodnotu 4 a 5, průměr 3,13; 50 % starých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,9). Široce ovládané společnosti oddlužení formou IPO preferovaly nejsilněji, rodinné a soukromě ovládané společnosti se v míře síly tohoto motivu shodovaly (62,5 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,25; 50 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,67; 50 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,0).

C. **„Zvýšení finanční flexibility (vytváření nových finančních alternativ)“** je také důležitý motiv pro vstup na kapitálový trh formou primární nabídky akcií. IPO je vnímáno jako dobrá alternativa k financování prostřednictvím např. prostřednictvím bankovních úvěrů či za pomoci soukromých investorů (44,44 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,33). Mladé společnosti vnímaly zvýšenou finanční flexibilitu jako méně motivující než zralé společnosti (40 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,44; 50 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,25). Malé společnosti více než velké upřednostňují možnost získání různých forem a zdrojů kapitálu (62,5 % malých společností označilo hodnotu 4 a 5, průměr 4; 30 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,80). Společnosti se širokou základnou akcionářů označily tento motiv za mnohem více určující než ty ovládané rodinami (50 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,5; 33,33 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,17; 50 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,25).

D. **„Posílení vyjednávací síly vůči bankám a dalším finančním zprostředkovatelům“** může zejména u již zadlužených společností vést k lepším úrokovým sazbám a širším možnostem vyjednávání v rámci získávání kapitálu i dalších služeb nejen se stávajícími věřiteli, ale i s potenciálními novými věřiteli (50 % dotázaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3). Mladé společnosti evidentně mnohem více než zralé potřebují tuto vyjednávací sílu s finančními institucemi a věřiteli posilovat (60 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,67; 37,50 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,38). Malé společnosti na rozdíl od velkých společností tento motiv vnímaly také jako podstatně důležitější (62,50 % malých společností označilo



hodnotou 4 a 5, průměr 3,38; 40 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,7). Z hlediska vlastnictví byla vyjednávací síla nejdůležitější pro široce ovládané společnosti, méně pak pro rodinné a soukromě ovládané (75 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,75; 33,33 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,33; 25 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5).

E. **„Snížení nákladů na dluh a vlastní kapitál“** je ústředním tématem fungování společností již několik desetiletí. Optimalizace nákladů kapitálů je jedním s efektivních nástrojů managementu, jak si získat konkurenční výhodu a zvýšit zisky společnosti. I v tomto dotazování se ukázalo, že zaměření se na náklady byl nemálo podstatný motiv pro IPO (44,44 % společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,83, nejčastější hodnota 4) Je zajímavé, že polovina mladých společností považovala optimalizaci nákladů na kapitál za důležitou, avšak pouhá čtvrtina zralých společností s tímto našla shodu (50 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,11; 25 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,38). Malé společnosti spíše než velké, vnímaly IPO jako nástroj snížení nákladů na dluh a vlastní kapitál (62,50 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,38; 30 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,4). Široce ovládané společnosti chtěly pomocí IPO snížit své náklady na dluh mnohem více než rodinné a soukromě ovládané společnosti (62,5 % široce ovládaných společností označilo hodnotu 4 a 5, průměr 3,25; 16,67 % rodinných označilo hodnotu 4 a 5, průměr 2,33; 50 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,75).

F. **„Umožnit jednomu nebo více představitelům, manažerům, majitelům společnosti diverzifikaci osobního portfolia“** je častým motivem pro IPO. V určité fázi života společnosti může být logické pro stávající majitele společnost opustit a tím získat zpět vložené a často velmi dobře zhodnocené finanční prostředky za účelem diverzifikace vlastního portfolia bohatství. Často majitelé společností stráví jejich budováním několik let svého života, a proto se IPO jeví jako vhodný způsob jejich úplného či jen částečného odchodu ze společnosti. Výzkumné výsledky naznačují, že „exit investora“ byl klíčový pro 38,89 % respondentů (označili hodnotou 4 a 5, průměr 2,78). Mladé i zralé společnosti měly určitou míru motivace k uskutečnění IPO za účelem diverzifikace portfolií (40 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,11; 37,50 % zralých společností

označilo hodnotu 4 a 5, průměr 2,63). Malé společnosti akcentovaly silný motiv IPO v podobě diverzifikace, avšak toto téměř zcela neplatilo u velkých společností (62,50 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,75; 20 % velkých společností označilo hodnotu 4 a 5, průměr 2). Z hlediska vlastnické struktury sehrál diverzifikační motiv svou roli u široce ovládaných společností, poněkud menší důležitost mu byl připsán rodinnými společnostmi a společnosti ovládané soukromými vlastníky v ní nespátřily žádný motiv pro IPO (62,50 % široce ovládaných společností označilo hodnotu 4 a 5, průměr 3,63; 33,33 % rodinných označilo hodnotu 4 a 5, průměr 2,50; 0 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,50).

G. „**Možnost exitu ze strany rizikových investorů**“ je dalším motivem IPO, který se jeví jako logický. V případě, že je do společnosti vložen rizikový kapitál a po určité době dojde ke zhodnocení těchto prostředků, chce rizikový investor svůj podíl ve společnosti odprodat a na celé transakci vydělat. Pokud společnost nechce snížit svůj zisk o vyplacení tohoto podílu, je IPO vhodným způsobem, jak rizikový kapitál vyplatit. V případě těchto výzkumných výsledků 27,78 % respondentů označilo hodnotou 4 a 5 (průměr 2,1). U mladých společností nehrál odchod rizikových kapitalistů významnou roli při rozhodování o IPO, v případě zralých byl jeho vliv mírně vyšší (20 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,89; 37,5 % zralých společností označilo hodnotu 4 a 5, průměr 2,63). Malé společnosti nevnímaly tento motiv jako určující pro IPO, velké zřejmě více (12,5 % malých označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,38; 40 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,8). Avšak co se týče motivů dle typu vlastnictví, soukromě ovládané společnosti měly z pochopitelných důvodů mnohem větší zájem prostřednictvím IPO umožnit odchod těchto kapitalistů, než tomu je u široce ovládaných a rodinou ovládaných společností (25 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,13; 16,67 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,83; 50 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,75).

H. „**Vyřešit problém nástupnictví implementací IPO**“ se nejvíce dle dotázaných jako důležitý motiv. V případě však, že jedna generace majitelů chce předat společnost svým nástupcům, je IPO způsob, jak generační obměnu uskutečnit (22,22 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,89). Tento motiv nebyl důležitý ani z hlediska věku společností (20 %

mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2; 25 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,88). Dále pak dle velikosti se společnosti opět shodly, že IPO nebylo motivováno potřebou vyřešit nástupnictví (12 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,5; 30 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,2). A nakonec se síla motivu neprojevila ani podle vlastnické struktury, když i rodinné společnosti nepovažovaly příliš za nutné, problém nástupnictví řešit pomocí implementace IPO (25 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2; 33,33 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,17; 0 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,25).

I. **„Vytvořit veřejně obchodovatelné akcie pro použití v budoucích akvizicích“.** V dnešním globalizovaném světě se často stává, že poté, co se stane společnost ve svém odvětví úspěšnou, dojde ke změně v její vlastnické struktuře a uskuteční akvizici jiné společnosti, či se součástí akvizice sama stane. V mnoha případech se splynutím více společností vytvoří nadnárodní společnost a v takovém případě se IPO jeví jako způsob, jak tuto akvizici provést (33,33 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,61). Mladé společnosti možnost akvizice jako důvod uskutečnění IPO však příliš nepreferovaly a ani u těch zralých se vytváření veřejných akcií neuskutečňovalo jenom kvůli budoucím akvizicím (30 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,89; 37,5 % zralých označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5). Malé společnosti IPO jako příležitost pro akvizice vnímaly lépe než velké (37,5 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,88; 30 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,4). Soukromě ovládané společnosti se pro IPO jako nástroj pro budoucí akvizice rozhodlo s největší pravděpodobností, široce ovládané společnosti spíše nepovažovaly akvizice za dostatečný motiv a rodinné společnosti by kvůli akvizicím IPO spíše neuskutečnily (37,5 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,75; 16,67 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,33; 50 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,75).

J. **„Zlepšení publicity a image společnosti prostřednictvím IPO“** je jedním z hlavních nefinančních motivů pro IPO, společně se získáním dodatečného kapitálu, což je naopak motiv čistě finanční. Již v průběhu příprav a dále v celém procesu IPO se

společnosti dostává značné publicity ve sdělovacích prostředcích. Zejména v burzovním zpravodajství je každá IPO událostí roku. Image společnosti v případě úspěšného IPO také posílí, protože být společnost obchodovanou na burze ukazuje na její vysoký potenciál, výkonnost a ziskovost, což je pro všechny zúčastněné strany přínosem (72,22 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,83). Jak mladé tak zralé společnosti si uvědomují, že implementace IPO má zásadní vliv na posílení publicity a image společnosti (70 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,11; 62,5 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,5). Ani velikost společností příliš nezměnila jejich postoj k tomuto motivu pro IPO. Pro malé i velké je zlepšení publicity a image velmi důležité, pro malé je to dokonce druhý nejsilnější motiv (87,5 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,25; 60 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,5). Pro široce držené společnosti i rodinou ovládané společnosti je publicita a zlepšená image velmi důležitá, pro soukromě ovládané společnosti se ukázala být spíše důležitá (75 % široce držených společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,88; 83,33 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4; 50 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,5).

K. **„Přilákat zaměstnance s vysokým potenciálem“** je zejména v dnešní době, kdy znalostní kapitál je nejdůležitější formou kapitálu, zásadní. IPO také může posloužit jako způsob, jak tyto zaměstnance získat skrze zviditelnění se na pracovním trhu. V případě, kdy je společnost úspěšnou, přiláká k sobě úspěšné pracovníky, kteří budou pyšní na to, že mohou pro tuto společnost pracovat a kariérně se tím pádem posouvat. Při hledání prestižního zaměstnání i potenciálních zaměstnanců je IPO nezanedbatelným motivem. (38,89 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,83). Pakliže se jedná o různé přístupy společností podle věku. Mladé společnosti i zralé společnosti mají na tento motiv podobný názor (40 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,89; 37,5 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5). Velikost společností na důležitost tohoto motivu měla značný vliv. Zatímco malé společnosti chtějí pomocí IPO zaměstnance s vysokým potenciálem přilákat, velké mají zřejmě jiné způsoby, jak si takové zaměstnance najít (62,5 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,25; 20 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,2). I při rozdělení společností podle vlastnictví se ukázaly různé názory na tento motiv. Široce ovládané

společnosti jej považovaly za důležitější než ty rodinné a soukromě ovládané (50 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,88; 33,33 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,67; 25 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,25).

L. **„Rozšíření spoluvlastnické struktury“** je rovněž často uváděným důvodem IPO. Jedná se o nástroj, jak zmenšit vliv jednotlivých akcionářů. V případě, že jeden či několik málo akcionářů ovládá společnost těsnou většinou, mohou nastat neshody ve strategickém rozhodování. V případě rozšíření základny akcionářů tak tento vliv může odeznít a bude snadnější dosahovat konsenzu. Jak však naznačují výsledky dotazování, může menší množství rozhodujících subjektů efektivněji společnost řídit a dosahovat vytyčených cílů bez nutnosti široké shody. Společnosti nejsou rozšiřováním základny vlastnictví příliš motivovány (27,78 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,83). Mladé společnosti nejsou změnami ve vlastnictví motivovány téměř vůbec, zralé toto vnímají pozitivněji, avšak stále tento motiv není rozhodujícím (20 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,78; 37,5 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,13). Co do velikosti, malé společnosti dle výsledků raději rozšíří počet investorů než ty velké (37,5 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,13; 20 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,6). Jak široce ovládané společnosti, tak rodinné i soukromě ovládané určitou míru motivace pro IPO v rozšiřování vidí, avšak mezi hlavní motivy je neřadí (37,5 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,88; 16,67 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3; 25 % soukromě drženyých označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5).

M. **„Přilákat pozornost finančních analytiků“** může pomoci k dobré informovanosti o IPO a dopomoci k úspěchu emise a tím pádem přinést vysoké výnosy pro investory. Tento motiv pro IPO se však ukazuje pro všechny dotázané společnosti jako méně důležitý (33,33 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,33) Pouze malá část mladých i zralých společností zamýšlela uskutečněním IPO přilákat analytiku (30 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,44; 37,5 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,38). Malé společnosti byly při uskutečňování IPO velmi motivovány pozorností analytiků, velké společnosti právě naopak (62,5 % malých

společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,13; 10 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,7). V případě široce ovládaných společností je zájem analytiků důležitější než u rodinných a soukromě ovládaných společností (37,5 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,25; 33,33 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,33; 25 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5).

N. **„Zvýšení likvidity cenných papírů“** považují dotázané společnosti za důležitý motiv pro IPO (61,11 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,56). Čím likvidnější jsou cenné papíry držené v rukou akcionářů, tím větší přínos pro ně. Potenciálním investorům to pak dává najevo, že se vyplatí nákup těchto akcií a že jejich potenciál k dalším výnosům je značný. Obecně likvidita jednotlivých cenných papírů obchodovaných na burze je signálem pro realizaci IPO. Mladé společnosti byly motivovány hojně, načež ze zralých společností polovina dotázaných (70 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,89; 50 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,25). Pro malé i velké společnosti byla likvidita cenných papírů důležitým motivem pro IPO (62,5 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,63; 60 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,5). Široce držené společnosti zvýšení likvidity pomocí IPO preferovaly nejvíce (75 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4; 50 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,33; 50 % soukromě ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3).

O. **„Následovat konkurenty/obdobné společnosti kotované na burze“** by se mohlo jevit jako jasný signál pro IPO. Dle dotázaných tomu tak ovšem nemusí zcela být. Společnosti vstupují na burzu cenných papírů ze svých vlastních pohnutek, a tak pouze fakt, že IPO realizuje konkurence, jim nestačí. Každá společnost se rozvíjí svým vlastním tempem a dospět do fáze, kdy potřebuje dodatečný kapitál na rozvoj investic, může jedné či druhé trvat různě dlouhou dobu. Implementace IPO je zásadním krokem v životě společnosti, a tak jí předchází pečlivé přípravy a zhodnocení situace. To může vysvětlit nízký vliv tohoto motivu (22,22 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,72). Mladé i zralé společnosti byly kotací konkurence jen velmi málo ovlivněny (20 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,67; 25 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5,

průměr 1,88). Velké společnosti byly motivovány konkurenčními vstupy na burzu více než malé, které tento motiv označily za spíše bezvýznamný (12,5 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,5; 30 % společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,9). Ani široce, ani rodinou a dokonce ani soukromě ovládané společnosti spíše nejsou nakloněny IPO v době, kdy jejich konkurenti (37,5 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,25; 0 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1; 25 % soukromě držných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,75).

P. **„Být uznán příslušnou finanční komunitou jako významná společnost“** se ovšem ukazuje jako velmi vlivný motiv pro IPO. Ať už banky, kapitálové fondy, business angels, rizikovní investoři i drobní akcionáři, ti všichni přinášejí skrze kapitálový trh společností kapitál. Mít postavení respektovaného subjektu je tedy velmi důležité. Bez důvěry finanční komunity v danou společnost by byla emise odsouzena k neúspěchu a značným nákladům na straně emitenta. Společnosti tedy usilovně pracují na posilování svého renomé a toto se zdá být určující pro vývoj IPO (72,22 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,61). Velká většina mladých a velká část zralých společností chce být díky IPO významnou společností (80 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4; 62,5 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,25). Všechny malé společnosti tento motiv označily jako velmi důležitý a celá polovina velkých jako důležitý (100 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,38; 50 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3). Všechny široce ovládané a polovina rodinných a soukromě vlastněných společností potvrzuje, že uznání finanční komunity je stěžejní důvod pro IPO (100 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,25; 50 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,17; 50 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3).

Q. **„Kompenzace zaměstnanců a manažerů“**, kteří jsou nedílnou součástí společnosti, může být řešena implementací IPO. Možnost jejich kompenzace je nezanedbatelným motivem (44,44 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3). Manažeři jsou často vlivnými akcionáři společnosti a v případě, že své posty opustí, mohou skrze držení akcií společnosti i nadále profitovat. V případech, kdy manažeři byli i zakladateli a majiteli společností je to velmi výhodná strategie. Již sice nemají přímý vliv na chod

společnosti, ale mohou z jejich úspěchů, o které se zasadili, stále těžit. Mladé společnosti více než zralé kompenzaci preferují (50 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,33; 37,5 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,63). Malé společnosti v naprosté většině případů tuto možnost vidí jako motiv pro IPO a z velkých společností má obdobný názor polovina dotázaných (100 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,38; 50 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3). Široce ovládané společnosti chtějí skrze IPO kompenzovat zaměstnance a spatřují v tom značnou výhodu, rodinné a soukromé společnosti spíše nikoli (62,5 % široce vlastněných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,63; 33,33 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5; 25 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5).

R. **„Být kotován tam, kde se nacházejí finanční analytici (a další hlavní finanční aktéři)“** byl dle odpovědí společností jeden z méně důležitých motivů pro IPO (33,33 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,39) Je tedy pravděpodobné, že společností tolik nezáleží při rozhodování se o IPO, jestli na dané burze jsou tyto subjekty přítomny. Mladé společnosti chtějí být kotovány na burze, kde jsou významní finanční aktéři mnohem více než společnosti zralé, které jsou známé a etablované (40 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3; 25 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,88). Polovina malých a necelá polovina velkých společností považuje tento motiv za důležitý (50 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3; 40 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3). Široce ovládané společnosti z poloviny přisuzují tomuto motivu důležitost, kdežto rodinné a soukromě držené ho vnímají jako spíše nedůležitý (50 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,13; 16,67 % rodinných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,83; 25 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,75).

S. **„Být sledován outsidersy (analytici, investoři atd.), za účelem zvýšení hodnoty společnosti“** je to, na čemž ovšem společností dle výsledků záleží (55,56 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,28). Určení hodnoty společnosti před IPO je důležitou součástí určení emisního kurzu akcie a jeho přílišné nadhodnocení či podhodnocení může společnosti spíše uškodit. Jak analytici a investoři vnímají IPO, je zásadní pro konečný



úspěch emise. Investorský sentiment je snadno ovlivnitelný a pro IPO určující. Polovina mladých i zralých společností chce být sledována outsidersy velmi pozorně (50 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,56; 50 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,88). Malé a velké společnosti vnímají tento motiv obdobně pozitivně (50 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,25; 60 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,3). Široce ovládané společnosti a soukromě ovládané společnosti byly motivovány touto pozorností podstatně více než společnosti ovládané rodinnou (62,5 % široce ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,75; 33,33 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5, 75 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,5).

T. **„Odhad tržní hodnoty společnosti„**, je pro emitenta nákladný a dlouhý proces. Společnost je povinna zveřejnit veškeré informace o své činnosti včetně finančních výsledků, na základě kterých se mimo jiné stanoví emisní kurz akcie, za který se akcie upisují. Na hodnotu společnosti má vliv také kvalita zprostředkovatele emise, trh, na kterém se emise uskuteční, a celá řada dalších faktorů. Tento faktor považuje téměř většina všech dotázaných za důležitý (44,44 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,33). Podle věku mladé i zralé společnosti chtějí hodnotu společnosti odhadnout co nejlépe, avšak pro samotný odhad, chce IPO uskutečnit jen necelá polovina z nich (40 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,5; 37,5 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,13). Mále společnosti IPO skrze odhad hodnoty uskuteční v polovině případů, kdežto velké nikoli (50 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,71; 30 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,71). Široce ovládané společnosti spíše mají zájem o IPO za účelem odhadu hodnoty společnosti než rodinné a soukromé (62,5 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,75; 33,33 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,17; soukromě ovládané označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,75).

Tabulka 32 Výsledky dotazování – Motivy pro IPO

Označení odpovědi	Motiv ovlivňující rozhodnutí uskutečnit IPO	Průměr	Medián	Modus	Modus – frekvence	Směrodatná odchylka	Četnost odpovědí % 4 - 5
A	Získat kapitál pro financování investičních příležitostí	4,39	5,00	5,00	12	1,11	88,89
B	Snížit zadluženost společnosti	3,00	4,00	4,00	1	1,29	55,56
C	Zvýšení finanční flexibility (vytváření nových finančních alternativ)	3,33	3,00	5,00	5	1,29	44,44
D	Posílit vyjednávací sílu vůči bankéřům a jiným finančním zprostředkovatelům	3,00	3,00	5,00	5	1,63	50,00
E	Snížit náklady na dluh a vlastní kapitál	2,83	3,00	4,00	1	1,30	44,44
F	Umožnit jednomu nebo více vlastníkům společnosti diverzifikovat majetkové portfolium	2,78	3,00	4,00	2	1,40	38,89
G	Umožnit rizikovým investorům exit	2,17	1,00	1,00	3	1,61	27,78
H	Řešit problém nástupnictví	1,89	1,00	1,00	2	1,45	22,22
I	Vytvořit veřejně obchodovatelné akcie pro použití v budoucích akvizicích	2,61	2,00	2,00	3	1,46	33,33
J	Zlepšit publicitu a image společnosti	3,83	4,00	4,00	4	0,96	72,22
K	Přilákat zaměstnance s vysokým potenciálem	2,67	2,50	4,00	0	1,20	38,89
L	Rozšířit spoluvlastnickou strukturu	2,83	3,00	2,00	2	1,17	27,78
M	Přilákat pozornost analytiků	2,33	2,00	1,00	0	1,29	33,33
N	Zvýšit likviditu cenných papírů společnosti	3,56	4,00	4,00	4	1,17	61,11
O	Následovat konkurenty/obdobné společnosti kotované na burze	1,72	1,00	1,00	1	1,37	22,22
P	Být uznán příslušnou finanční komunitou jako významná společnost	3,61	4,00	4,00	3	1,16	72,22

Q	Kompenzace zaměstnanců a manažerů	3,00	3,00	4,00	2	1,29	44,44
R	Být kotován tam, kde se nacházejí finanční analytici (a další hlavní finanční aktéři)	2,39	2,00	1,00	0	1,30	33,33
S	Být sledován outsidersy (analytiky, investory atd.) za účelem zvýšení hodnoty společnosti	3,28	4,00	4,00	2	1,15	55,56
T	Odhad tržní hodnoty společnosti	3,33	3,00	3,00	4	1,25	44,44

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Dále bylo provedeno testování statisticky významných vztahů mezi jednotlivými odpověďmi na otázky týkajících se motivů pro uskutečnění IPO, které jsou zajímavé z pohledu hlubšího pochopení a interpretace získaných dat. Pro tento účel byl využit statistický test M-L Chí kvadrát test na hladině významnosti  $\alpha=0,05$ . Jednalo se o následující předpokládané vztahy:

1. „Získání kapitálu pro financování investičních příležitostí“ a „Vytvoření veřejně obchodovatelných akcií pro použití v budoucích akvizicích“.
2. „Snížení zadluženosti společnosti“ a „Zvýšení finanční flexibility (vytváření nových finančních alternativ)“, „Posílení vyjednávací síly vůči bankéřům a jiným finančním zprostředkovatelům“.
3. „Posílení vyjednávací síly vůči bankéřům a jiným finančním zprostředkovatelům“ a „Snížení nákladů na dluh a vlastní kapitál“.
4. „Odhad tržní hodnoty společnosti“ a „Umožnění jednomu nebo více vlastníkům společnosti diverzifikovat majetkové portfolium“, „Umožnění rizikovým investorům exit“ a „Řešit problém nástupnictví“.
5. „Zlepšit publicitu a image společnosti“ a „Přilákat zaměstnance s vysokým potenciálem“ a „Přilákat pozornost analytiků“, „Být uznán příslušnou finanční komunitou jako významná společnost“, „Být kotován tam, kde se nacházejí finanční analytici (a další hlavní finanční aktéři)“, „Být sledován outsidersy (analytiky, investory atd.), za účelem zvýšení hodnoty společnosti“.

6. „Přilákat zaměstnance s vysokým potenciálem“ a „Kompenzace zaměstnanců a manažerů“.

Z výsledků uvedených v tabulce 33 vyplývá, že statisticky významný vztah v oblasti motivů IPO existuje pouze mezi odpověďmi na otázku „přilákání zaměstnanců s vysokým potenciálem“ a „kompenzací zaměstnanců a manažerů“. Pro ostatní předpokládané spojitosti nebyl žádný statistický významný vztah prokázán.

Tabulka 33 Výsledky M-L Chí kvadrát testu – vybrané motivy IPO

	Získat kapitál pro financování investičních příležitostí	Snížit zadluženost společnosti	Posílit vyjednávací sílu vůči bankéřům a jiným finančním zprostředkovatelům	Umožnit jednomu nebo více vlastníkům společnosti diverzifikovat majetkové portfolium	Umožnit rizikovým investorům exit	Řešit problém nástupnictví	Zlepšit publicitu, image společnosti	Přilákat zaměstnance s vysokým potenciálem
Vytvořit veřejně obchodovatelné akcie pro použití v budoucích akvizicích	0,3452							
Zvýšení finanční flexibility		0,7957						
Posílit vyjednávací sílu vůči bankéřům a jiným finančním zprostředkovatelům		0,3406						
Snížit náklady na dluh a vlastní kapitál			0,6033					
Odhad tržní hodnoty společnosti				0,1442	0,5559	0,7147		
Přilákat zaměstnance s vysokým potenciálem							0,0635	
Přilákat pozornost analytiků							0,7493	
Být uznán příslušnou finanční komunitou jako významná společnost							0,2279	
Být kotován tam, kde se nacházejí finanční analytici							0,2359	
Být sledován outsidersy za účelem zvýšení hodnoty společnosti							0,544	

Kompenzace zaměstnanců a manažerů									0,0105
-----------------------------------	--	--	--	--	--	--	--	--	--------

*Zdroj: Vlastní zpracování*

### 5.2.2 Motivy IPO na zahraniční burze z pohledu finančních manažerů

Společnosti mají možnost výběru, na jaké burze upíší své akcie. Řada z nich se však rozhodne pro více než jednu burzu a uskuteční duální úpis nebo postupně vstoupí na další světové burzy. To je případ i společností z tohoto výzkumu. Níže jsou uvedeny výsledky odpovědí respondentů na relativní význam faktorů, které motivovaly počáteční veřejnou nabídku na zahraniční burze. V tabulce 34 je shrnuta popisná statistika těchto odpovědí. Celkem 38,88 % respondentů uskutečnilo emisi na více burzách (tj. v absolutním čísle 7).

A. **„Získat kapitál pro financování investičních příležitostí“** na zahraniční burze je stejně jako na domácí burze nejsilnějším motivem pro IPO (100 % označilo hodnotu 4 a 5, průměr 4,5). V případě dvojitých úpisů nebo vstupů na zahraniční burzu je tento motiv ještě více vysvětlující než na burze domácí, protože dvojitým úpisem společnosti zřejmě záměrně rozšiřují počet svých potenciálních investorů právě za účelem získání ještě většího kapitálu, než by tomu bylo na jedné burze. Například v případě českých společností emitujících na pražské burze cenných papírů je tento motiv poněkud jasný. Malý okruh investorů nepřinese žádaný kapitál, a tak společnosti volí zahraniční burzu.

B. **„Snižít zadluženost společnosti“** prostřednictvím emise na zahraniční burze je pro společnosti stejně motivující k uskutečnění IPO jako prostřednictvím emise na domácí burze (50 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3). V případě, že zadluženost společnosti je velmi vysoká, je zvýšení šancí na získání dalšího kapitálu na zahraničním kapitálovém trhu značnou příležitostí. Dvojitý úpis akcií společnosti volily např. na české a polské burze, ale také na burzách západní Evropy. Společnosti, které působí nadnárodně a mají své pobočky v zemích, kde se nachází zahraniční burza tak mohou výnos z emise použít pro tamní pobočky, pokud to tyto vyžadují.

C. **„Zvýšení finanční flexibility (vytváření nových finančních alternativ)“** bylo na domácí burze mírně silnějším motivem, než je tomu na burze zahraniční. (44,44 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,33). Otázka vyvstává, zda za tímto výsledkem stojí

nižší počet těch, kteří na tuto otázku odpovídali nebo zda má pro ně úpis na další burze spíše sekundární důležitost. Na dvou burzách současně emitovalo 38,8 % společností a tyto se vyjádřily, že finanční flexibilita je pro ně motivující, avšak ne tolik, jako například získání dalšího kapitálu či snížení zadluženosti (33,33 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,83).

D. **„Posílení vyjednávací síly vůči bankám a dalším finančním zprostředkovatelům“** v zahraničí, bylo pro společnosti málo významné (33,33 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,33). Na domácí burze však tomuto přikládaly podstatně větší důležitost (50 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3). Pokud má společnost dobré vztahy s těmito subjekty na domácím trhu a své finanční záležitosti směřuje do domovské země, nemusí mít tak silnou potřebu tyto aktivity rozvíjet v zahraničí.

E. **„Snižít náklady na dluh a vlastní kapitál“** se na zahraničním poli působnosti společností taktéž ukazuje méně významným motivem (33,33 % respondentů označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,33). I zde by se dalo říci, že společnosti mají své věřitele v mateřských zemích a tím pádem nemusí snižování dluhu na kapitál při dvojitým úpisu IPO řešit.

F. **„Umožnění jednomu nebo více představitelům společnosti diverzifikaci osobního portfolia“** byl jeden z nejslabších motivů pro IPO mezi společnostmi emitujícími na zahraniční burze (16,67 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,67). Lze usoudit, že IPO na domácí burze spíše slouží pro diverzifikaci portfolia investorů (38,89 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,78), než IPO na zahraniční burze. Relativní význam tohoto motivu může však být ovlivněn množstvím společností a jejich subjektivními důvody.

G. **„Možnost exitu ze strany rizikových investorů“** formou emise na zahraniční burze bylo více rozhodujícím motivem než u domácí burzy (na domácí burze označilo hodnotu 4 a 5 27,78 % společností, průměr 2,17). Co se týče stejného motivu na druhé zvolené burze, je možné, že tyto společnosti měly mezi svými investory právě zahraniční

subjekty, kteří pomocí IPO vyřešili svoji účast ve společnosti (33,33 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5).

H. **„Řešit problém nástupnictví“** na domácí burze nebyl významný motiv pro IPO (22,22 % označilo hodnotu 4 a 5, průměr 1,89) a ani na zahraniční burze tomu tak nebylo (33,33 %, průměr 2,33). Ze všech dotázaných společností byly pouze tři ovládány rodinou, což může být rozhodující pro významnost tohoto motivu pro IPO v tomto výzkumu.

I. **„Vytvořit veřejné akcie pro použití v budoucích akvizicích“** bylo na domácí burze poměrně méně důležitým motivem pro IPO (33,33 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,61), avšak na zahraniční burze byl tento motiv vedle jiných vůbec tím nejméně určujícím ze všech motivů na obou burzách (0 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,33).

J. **„Zlepšit publicitu a image společnosti“** však považuje za velmi důležité valná většina dotázaných jak pro domácí tak zahraniční burzu. Tento motiv je pochopitelný, jelikož se společnosti snaží zvýšit povědomí na dalším trhu svých produktů nebo služeb. Na domácí burze (72,22 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,83) je zlepšení publicity a image dokonce méně významné než na burze zahraniční (83,33 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,33) Dá se předpokládat, že země, pro kterou se společnost rozhodne v souvislosti s dvojitým úpisem akcií, bude ta, ve které je její přítomnost silná a potenciál vysoký. Posílit svou pozici skrze IPO je pak logickým krokem.

K. **„Přilákat zaměstnance s vysokým potenciálem“** bylo na domácí burze méně významným motivem (38,89 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,67), avšak na zahraniční burze je tato motivace ještě slabší (33,33 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5). Přilákat potenciální zaměstnance formou emise akcií je zřejmě z pohledu společností příliš nákladný způsob a volí jiné formy nábory zaměstnanců ať už v domovské či cizí zemi, proto je síla tohoto motivu spíše nízká.

L. **„Rozšířit základnu vlastnictví“** společnosti nevidí v případě zahraniční burzy jako silný důvod pro IPO (16,67 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,33). Tento motiv

považují za neurčující a je patrné, že na domácí burze je pro ně tento motiv více rozhodující (27,78 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,83).

M. **„Přilákat pozornost analytiků“** nebylo ani v případě domácí burzy (33,33 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,33), ani v případě zahraniční burzy nijak určujícím motivem pro IPO. Postoj společností byl spíše neutrální (33,33 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,67). Dá se soudit, že výběr analytiků, kteří se budou podílet na přípravném procesu IPO, není náhodný, a proto se nejednalo o jejich přilákání, nýbrž aktivní výběr. Kvalitní emise je prestižní záležitostí pro analytické domy a jejich účast na takové emisi je pro ně spíše výhodou.

N. **„Zvýšení likvidity cenných papírů“** společnosti bylo pro emise na domácí burze značně vlivným motivem (61,11 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,56). Na zahraniční burze však nikoli (0 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,33). Za možné vysvětlení lze považovat fakt, že společnosti dvojnásobně pouze zvyšují množství získaného kapitálu pro investice a snížení dluhu.

O. **„Následovat konkurenty/obdobné společnosti kotované na burze“**, bylo pro společnosti s dvojnásobně spíše nevýznamné (22,22 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,72), kdežto na zahraniční burze bezvýznamné (0 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,33). Informovanost o IPO v rámci odvětví je poměrně dobrá a v případě, že významný konkurent v oboru uskuteční IPO, i ostatní společnosti se o tomto dovědí v poměrně krátkém čase.

P. **„Být uznán příslušnou finanční komunitou jako významná společnost“** bylo důležité jak při emisi na domácí (72,22 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,61), tak na zahraniční burze (50 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,17). I přesto, že při emisi na zahraniční burze klesla významnost tohoto motivu o 22,22 %, hraje dobré jméno u finančních poskytovatelů svou nezastupitelnou roli. Možnost vylepšit si významně svou pozici na trhu kapitálu je stěžejní pro budoucí financování společnosti.



Q. **„Kompenzace zaměstnanců a manažerů“** byla poměrně důležitým motivem pro IPO při emisi na domácí burze (44,44 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3), avšak na zahraniční burze téměř zanedbatelná (16,67 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5).

R. **„Být kotován tam, kde se nacházejí finanční analytici (a další hlavní finanční aktéři)“** i v případě domácí (33,33 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,39) i zahraniční burzy je dle dotazování pro společnosti spíše přítomnost finančních analytiků a dalších finančních aktérů nevýznamná (33,33 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,17).

S. **„Být sledován outsidersy (analytici, investoři atd.), za účelem zvýšení hodnoty společnosti“** bylo na domácí burze poměrně důležitým motivem pro IPO (55,56 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,28), ovšem na zahraniční burze byl tento motiv vůbec druhý nejsilnější ze všech (83,33 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,67) Povědomí o blížícím se IPO a jeho dobrá propagace má vliv na hodnotu společnosti a tím pádem na cenu akcií před i po IPO.

T. **„Odhad tržní hodnoty společnosti“** na zahraniční burze byl v porovnání s domácí burzou (44,44 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,33) mírně méně důležitým motivem pro IPO (33,33 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,17).

Tabulka 34 Výsledky dotazování – Motivy pro IPO na zahraniční burze

Označení odpovědi	Motiv ovlivňující rozhodnutí uskutečnit IPO	Průměr	Medián	Modus	Modus frekvence	Směrodatná odchylka	Četnost odpovědí % 4 - 5
A	Získat kapitál pro financování investičních příležitostí	4,50	4,50	5,00	3	0,50	100,00
B	Snížit zadluženost společnosti	3,00	3,50	4,00	0	1,15	50,00
C	Zvýšení finanční flexibility (vytváření nových finančních alternativ)	2,83	3,00	4,00	0	1,07	33,33
D	Posílení vyjednávací síly vůči bankám a dalším finančním zprostředkovatelům	2,33	1,50	1,00	1	1,60	33,33
E	Snížit náklady na dluh a vlastní kapitál	2,33	2,00	1,00	0	1,37	33,33

F	Umožnit jednomu nebo více představitelům společnosti diverzifikaci osobního portfolia	1,67	1,00	1,00	0	1,11	16,67
G	Umožnit rizikovým kapitalistům vyplatit jejich peníze	2,50	2,00	1,00	1	1,61	33,33
H	Řešit problém nástupnictví	2,33	1,50	1,00	1	1,60	33,33
I	Vytvořit veřejné akcie pro použití v budoucích akvizicích	1,33	1,00	1,00	0	0,75	0,00
J	Zlepšit publicitu a image společnosti	4,33	4,50	5,00	3	0,75	83,33
K	Přilákat zaměstnance s vysokým potenciálem	2,50	2,50	1,00	0	1,26	33,33
L	Rozšířit základnu vlastnictví	2,33	2,50	3,00	0	1,11	16,67
M	Přilákat pozornost analytiků	2,67	2,50	1,00	1	1,49	33,33
N	Zvýšit likviditu cenných papírů společnosti	2,33	2,50	3,00	0	0,75	0,00
O	Následovat konkurenty/obdobné společnosti kotované na burze	1,33	1,00	1,00	0	0,75	0,00
P	Být uznán příslušnou finanční komunitou jako významná společnost	3,17	3,50	4,00	1	1,34	50,00
Q	Kompenzace zaměstnanců a manažerů	2,50	2,50	1,00	1	1,38	16,67
R	Být kotován tam, kde se nacházejí finanční analytici (a další hlavní finanční aktéři)	2,17	1,00	1,00	1	1,67	33,33
S	Být sledován outsidersy (analytici, atd.) za účelem zvýšení hodnoty společnosti	3,67	4,00	4,00	1	1,25	83,33
T	Odhad tržní hodnoty společnosti	3,17	3,00	3,00	1	1,21	33,33

*Zdroj: Vlastní zpracování*

### 5.2.3 Nevýhody (bariéry) IPO z pohledu finančních manažerů

Výsledky výzkumu v oblasti bariér či také nevýhod plynoucích z realizace IPO jsou pro rozhodování o uskutečnění IPO velmi důležitým faktorem. Přehledně odpovědi respondentů ukazuje tabulka 35.

**A. „Když jsme IPO implementovali, byla asymetrie informací mezi externími investory a společností hlavní problém“.** S tím souhlasila více jak polovina všech

dotázaných společností (55,56 % označilo hodnotu 4 a 5, průměr 3,11). Asymetrie informací je průvodní jev IPO, s kterým se víceméně setkává každá emitující společnost i investor a její omezení je důležité pro zdárný průběh IPO. Mladé společnosti stejně jako zralé vnímají asymetrii informací jako velmi významný problém (50 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,2; 62,5 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3). Malé společnosti spatřovaly v asymetrii informací velký problém (87,5 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4), avšak pouze malá část velkých společností to vnímala stejně (30 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,4). Společnosti se širokou spoluvlastnickou strukturou a společnosti ovládané rodinami řešily problém informační asymetrie výrazněji než soukromě ovládané společnosti (75 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,63; 66,67 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,33; 0 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,75).

**B. „Vysoká cena IPO (poplatky upisovatelům, aj.) byla pro naši společnost hlavním problémem“.** Zde naopak většina společností spíše nesouhlasila (pouze 11,11 % společností označilo hodnoty 4 a 5, průměr 2,22). I přes relativní finanční náročnost, jsou poplatky spojené s IPO spíše nevýznamným faktorem. Společnosti tak tyto náklady rády obětují ve prospěch získání značných finančních prostředků. Faktor věku společností neměl na vnímání problematiky nákladů IPO vliv (10 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,3; 12,5 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,38). Stejně tak velikost společností nijak zásadně výsledky neovlivnila (12,5 % malých společností označila hodnotou 4 a 5, průměr 2,25; 10 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,2). Forma vlastnictví společnosti bezvýznamnost tohoto problému při uskutečňování IPO také potvrdila (12,5 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,25; 16,67 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,33; 0 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2).

**C. „IPO nám ukládá zveřejňovat informace, které jsou klíčové pro udržení konkurenční výhody“.** Zde našlo shodu nejvíce společností ze všech tvrzení (77,78 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,22) Tuto povinnost ukládá společností platná legislativa i burzovní pravidla a emitenti jsou povinni zveřejňovat informace za účelem

transparentnosti prvotních veřejných nabídek akcií i dalšího obchodování na burze. I přesto, že konkurenční výhoda je něco, co společnosti přísně střeží, v případě IPO se z ní stává nástroj pro úspěch ve vztahu k investorům. Mladé i zralé společnosti souhlasily v naprosté většině případů s tímto tvrzením, faktor věku tedy nehraje roli (70 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,8; 87,5 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,5). V případě malých společností se téměř všechny shodly, že IPO je spojeno s odkrýváním informací a konkurenční výhody (87,5 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,25). I velké společnosti s tímto ve velké většině případů souhlasí (70 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,2). V souvislosti s typem vlastnictví společností se ukazuje, že široce ovládané a rodinou ovládané společnosti souhlasí velmi silně s tvrzením, že zveřejnění informací je problémem IPO (87,5 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,5; 83,33 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,3). V případě soukromě ovládaných společností se jedná o polovinu dotázaných (50 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,5).

**D. „Požadavky týkající se reportingu podle zákona a burzovních předpisů byly pro naši společnost hlavním problémem“.** Zde našlo shodu jen malé množství dotázaných společností (16,67 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,28). Společnosti působící v Evropské unii a emitující akcie mají povinnost zveřejňovat finanční i nefinanční informace v harmonizované podobě, tedy v souladu s výše uvedenou EU legislativou, aby tyto byly pro investory a zájmové skupiny srozumitelné, pravdivé a aby investoři mohli na jejich základě učinit kvalifikované rozhodnutí o nákupu akcií. Mladé společnosti méně než zralé považovaly požadavky na reporting za problém (20 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,4; 25 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,63). Pro malé společnosti byly zákonné požadavky a požadavky burzy menším problémem než pro velké společnosti (12,5 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,13; 20 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,4). Rozdílně ovládané společnosti se shodly, že reporting podle zákona a pravidel burzy není při uskutečnění IPO zásadní problém (12,5 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,25; 16,67 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,33; 25 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,25).

E. **„Snaha udržet kontrolu nad společností hrála v naší společnosti velmi důležitou roli“**. Polovinou společností byl tento výrok vnímán jako pravdivý (66,67 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,06). Toto tvrzení také označilo nejvíce společností hodnotu 5 a je tedy velmi důležité, aby při IPO společnost správně zvolila počet nových akcií, které chce upsat veřejnosti a jaké např. institucionální investory si zvolí a jak velký podíl ve společnosti noví akcionáři získají. Mladé společnosti záměr uchovat si kontrolu nad společností neřešily tolik, jako ty zralé (50 % mladých označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,6; 75 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,25). Velké společnosti však o ztrátu kontroly strach měly, a to podstatně více než malé společnosti (50 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,75; 80 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,3). Nejvíce si udržet kontrolu chtěly soukromě držené společnosti (75 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,75). U široce ovládaných a rodinných společností touha udržet si rozhodovací kontrolu hrála taktéž významnou roli (62,5 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,13; 66,67 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,17).

F. **„Snaha vyhnout se oslabení vlastnictví hrála v naší společnosti velmi důležitou roli“**. S tímto tvrzením souhlasila téměř polovina všech společností (44,44 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,06). Zejména stávající majitele se při IPO mohou obávat oslabení svého vlastnictví, jelikož dosud soukromou společnost bude vlastnit širší okruh investorů. Avšak v případě, že společnost už vyčerpala vlastní zdroje kapitálu a na dluhový kapitál již nedosáhne, je prodej části společnosti formou IPO vhodné řešení. S tím více našly shodu zralé než mladé společnosti (50 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,13; 40 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,9). Malé společnosti se více než ty velké chtěly vyhnout oslabování vlastnictví při IPO (50 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,13; 40 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3). V široce ovládaných a rodinami ovládaných společnostech sehrála obava o oslabení vlastnictví svou úlohu silněji, než tomu bylo u soukromě ovládaných společností (50 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,38; 50 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,83; 25 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,75).

G. **„Strach z převzetí jinou společností byl v naší společnosti hlavní obavou“.** Toto tvrzení označila jako důležitou obavu pouze malá část společností (5,56 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,56). V případě správně zvolené strategie IPO je pro konkurenční společnost velmi obtížné emitenta převzít. Ani mladé ani zralé společnosti se touto hrozbou nezaobíraly (10 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,8; 0 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,38). Žádné malé a minimum velkých společností taktéž nepocíťovalo strach z převzetí jako následek IPO (0 % malých označila hodnotou 4 a 5, průměr 1,5; 10 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,6). Žádné rodinou ani soukromými investory ovládané společnosti neoznačily strach z převzetí jako hlavní obavu při IPO (0 % rodinných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,17; 0 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,25). Pouze malá část široce ovládaných společností se převzetí obávala (12,5 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2).

H. **„Když jsme uskutečnili IPO, existovaly alternativní zdroje kapitálu, které byly levnější“.** Polovina společností si byla při uskutečnění IPO vědoma existence jiných zdrojů kapitálu, které byly méně nákladné (55,56 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,5). Výhoda kapitálu získaného formou IPO spočívá zejména v tom, že není nutné jej věřitelům vracet, jako je tomu u dluhového kapitálu např. u emise korporátních dluhopisů, bankovních i nebankovních půjček apod. I přesto, že dluhový kapitál může být v okamžiku pořízení levnější, nutnost jeho vrácení věřitelům v dané době může být překážkou. S tím se plně ztotožnily zejména zralé společnosti (87,5 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,13). Naopak mladé společnosti se na další možnosti získání kapitálu tolik nezaměřily (40 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,2). Z hlediska velikosti se malé i velké společnosti víceméně o alternativní levnější kapitál zajímaly stejnou měrou (50 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,38; 60 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,6). Ani struktura vlastnictví příliš nezměnila názory dotázaných společností, když nadpoloviční většina všech široce ovládaných společností a většina rodinných i soukromě ovládaných společností s tvrzením o dostupnosti levnějšího kapitálu v době jejich IPO souhlasila (62,5 % široce ovládaných společností označila hodnotou 4 a 5, průměr 3,5; 50 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,33; 50 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,75).

I. **„Když jsme uskutečnili IPO, existovaly alternativní zdroje kapitálu, které byly flexibilnější (např. z pohledu času nebo administrativy)“.** Toto tvrzení podpořila velká část společností (66,67 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,61). Při velkých objemech potřebného kapitálu je administrativní zátěž poměrně velká. Banky i ostatní potenciální věřitelé obecně žádají záruky ke splácení dluhu, např. formou zástav majetku, dostatečné tvorby zisku, optimalizovaných zásob apod. Zralé společnosti vědomy si administrativně jednodušších zdrojů kapitálu s tímto tvrzením souhlasily velmi silně (87,5 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,13). Naopak mladé společnosti se při IPO příliš o jiné výhodnější zdroje nezajímaly (40 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,1). Vůbec nejvíce ze všech tvrzení velké společnosti souhlasily s tvrzením o časově či administrativně výhodnějších zdrojích kapitálu (90 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,2). Avšak malé společnosti jiné zdroje kapitálu nevyhledávaly zdaleka v takové míře jako společnosti velké (37,5 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,88). Naprosto všechny soukromě ovládané společnosti souhlasily s tímto výrokem, rodinné a široce ovládané společnosti souhlasily nadpoloviční většinou (100 % soukromě ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,25; 62,5 % široce ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,63; 50 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,17).

J. **„Když jsme uskutečnili IPO, faktor času byl pro naši společnost hlavním problémem“.** Společnosti se shodly, že faktor času pro ně problémem nebyl (16,67 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,28) Mladé společnosti však více než zralé faktor času vnímali negativně (30 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5; 12,5 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,13). Mezi malými společnostmi se nenašla žádná, která by faktor času při IPO považovala za zásadní problém (0 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,88). Velké společnosti tento trend následovaly, pouze malá část z nich nedostatek času za problém považovala (30 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,6). Velmi nízký počet široce ovládaných a soukromě ovládaných společností, tj. pouhá čtvrtina čas vnímala problematicky, rodinné společnosti toto vůbec za zásadní nepovažovaly (25 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5; 0 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,83; 25 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5).

**K. „Strach z neúspěchu IPO byl vážným problémem naší společnosti“.** Rozhodnutí o IPO je strategický krok, který společnosti velmi dobře zvažují, plánují a realizují. V případě, že jsou připraveni tuto změnu uskutečnit, jsou si dle respondentů poměrně jisti úspěchem (11,11 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,11) Mladé i zralé společnosti neúspěch za problém nepovažovaly (0 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,6; 12,5 % zralých označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5). Velikost také nehrála roli, neúspěch byl spíše nedůležitý faktor pro malé i velké společnosti (12,5 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2; 10 % velkých označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,2). Široce ovládané společnosti absolutně neúspěch neoznačily jako důležitý faktor, rodinné a soukromě držené společnosti jej vnímaly mírně citlivěji, avšak ani u nich nebyl neúspěch výrazný problém (0 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,88; 16,67 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,17; 25 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5).

**L. „Vnímali jsme kapitálový trh jako netransparentní a příliš riskantní, když jsme zvažovali IPO“.** Vzhledem k tomu, že všichni respondenti emitovali akcie na trzích Evropské unie, které podléhají EU legislativě, rizikovost a netransparentnost těchto trhů je velmi malá. Tomu odpovídalo i hodnocení (5,56 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,67) Mladé společnosti se netransparentnosti kapitálového trhu neobávaly, zralé téměř také ne (0% mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,6; 12,5% zralých označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5). Velké společnosti trhu zcela věřily a stejně tak i ty malé (0% malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,5; velké společnosti označily hodnotou 4 a 5, průměr 2,2). Stejně tak i u rozdělení společností podle vlastnictví, široce ovládané a rodinné trh za riskantní nepovažovaly vůbec, rodinné podniky pouze v minimálním rozsahu (0 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,88; 16,67 rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,17; 0 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,5).



Tabulka 35 Výsledky dotazování - bariéry ovlivňující IPO

Označení odpovědí	Motivy ovlivňující rozhodnutí uskutečnit IPO	Průměr	Medián	Modus	Modus četnost výskytu	Směrodatná odchylka	Četnost odpovědí % 4 - 5
A	Když jsme IPO implementovali, byla asymetrie informací mezi externími investory a společností (pochopení našeho podnikání finančními analytiky) hlavní problém	3,11	4,00	4,00	2	1,33	55,56
B	Vysoká cena IPO (upisovací poplatky atd.) byla pro naši společnost hlavním problémem	2,22	2,00	2,00	1	1,03	11,11
C	IPO nám ukládá zveřejnit informace, které jsou klíčové pro naši konkurenční výhodu	4,22	5,00	5,00	10	1,03	77,78
D	Požadavky na reporting podle zákona a burzy byly pro naši společnost hlavním problémem	2,28	2,00	2,00	1	1,15	16,67
E	Snaha udržet rozhodovací kontrolu nad společností hrála v naší společnosti velmi důležitou roli	4,06	5,00	5,00	11	1,31	66,67
F	Snaha vyhnout se oslabení vlastnictví hrála v naší společnosti velmi důležitou roli	3,06	3,00	4,00	4	1,47	44,44
G	Strach z převzetí jinou společností byl v naší společnosti hlavní obavou	1,56	1,00	1,00	0	0,83	5,56
H	Když jsme uskutečnili IPO, existovaly alternativní zdroje kapitálu, které byly levnější	3,50	4,00	5,00	5	1,26	55,56
I	Když jsme uskutečnili IPO, existovaly alternativní zdroje kapitálu, které byly flexibilnější (např. z pohledu času nebo administrativy)	3,61	4,00	4,00	4	1,16	66,67
J	Když jsme uskutečnili IPO, faktor času byl pro naši společnost hlavním problémem	2,28	2,00	1,00	0	1,10	16,67
K	Strach z neúspěchu IPO byl vážným problémem naší společnosti	2,11	2,00	2,00	0	0,94	11,11
L	Vnímali jsme kapitálový trh jako netransparentní a příliš riskantní, když jsme zvažovali IPO	1,67	2,00	2,00	0	0,75	5,56

Zdroj: Vlastní zpracování

Dále bylo provedeno testování statisticky významných vztahů mezi jednotlivými odpověďmi na otázky týkajících se nevýhod/ bariér pro uskutečnění IPO, které jsou

zajímavé z pohledu hlubšího pochopení získaných dat. Pro tento účel byl využit statistický test M-L Chí kvadrát test na hladině významnosti  $\alpha=0,05$ . Jednalo se o následující předpokládané vztahy:

1. „IPO nám ukládá zveřejnit informace, které jsou klíčové pro naši konkurenční výhodu“ a „Když jsme IPO implementovali, byla asymetrie informací mezi externími investory a společností hlavní problém“, „Požadavky na reporting podle zákona a burzy byly pro naši společnost hlavním problémem“.
2. „Snaha udržet rozhodovací kontrolu nad společností hrála v naší společnosti velmi důležitou roli“ a „Snaha vyhnout se oslabení vlastnictví hrála v naší společnosti velmi důležitou roli“, „Strach z převzetí jinou společností byl v naší společnosti hlavní obavou“.
3. „Snaha vyhnout se oslabení vlastnictví hrála v naší společnosti velmi důležitou roli“ a „Strach z převzetí jinou společností byl v naší společnosti hlavní obavou“.
4. „Když jsme uskutečnili IPO, existovaly alternativní zdroje kapitálu, které byly levnější“ a „Když jsme uskutečnili IPO, existovaly alternativní zdroje kapitálu, které byly flexibilnější“, „Když jsme uskutečnili IPO, faktor času byl pro naši společnost hlavním problémem“.
5. „Když jsme uskutečnili IPO, existovaly alternativní zdroje kapitálu, které byly flexibilnější“ a „Když jsme uskutečnili IPO, faktor času byl pro naši společnost hlavním problémem“.
6. „Strach z neúspěchu IPO byl vážným problémem naší společnosti“ a „Vnímali jsme kapitálový trh jako netransparentní a příliš riskantní, když jsme zvažovali IPO.

Z výsledků v tabulce 36 vyplývá, že statisticky významný vztah v oblasti bariér IPO existuje pouze mezi odpověďmi na otázku „IPO nám ukládá zveřejnit informace, které jsou klíčové pro naši konkurenční výhodu“ a „Když jsme IPO implementovali, byla asymetrie informací mezi externími investory a společností hlavní problém“. Pro ostatní předpokládané spojitosti nebyl žádný statistický významný vztah prokázán.

Tabulka 36 Výsledky M-L Chí kvadrát testu - nevýhody IPO

	Když jsme IPO implementovali, byla asymetrie informací mezi externími investory a společností hlavní problém	Snaha udržet rozhodovací kontrolu nad společností hrála v naší společnosti velmi důležitou roli	Snaha vyhnout se oslabení vlastnictví hrála v naší společnosti velmi důležitou roli	Když jsme uskutečnili IPO, existovaly alternativní zdroje kapitálu, které byly levnější	Když jsme uskutečnili IPO, existovaly alternativní zdroje kapitálu, které byly flexibilnější	Strach z neúspěchu IPO byl vážným problémem naší společnosti	Požadavky na reporting podle zákona a burzy byly pro naši společnost hlavním problémem
IPO nám ukládá zveřejnit informace, které jsou klíčové pro naši konkurenční výhodu	<b>0,0495</b>						0,7695
Snaha udržet rozhodovací kontrolu nad společností hrála v naší společnosti velmi důležitou roli			0,1196				
Strach z převzetí jinou společností byl v naší společnosti hlavní obavou		0,7826	0,4687				
Když jsme uskutečnili IPO, existovaly alternativní zdroje kapitálu, které byly flexibilnější				0,1407			
Když jsme uskutečnili IPO, faktor času byl pro naši společnost hlavním problémem				0,0918	0,3065		
Vnímali jsme kapitálový trh jako netransparentní a příliš riskantní, když jsme zvažovali IPO							0,1419

Zdroj: Vlastní zpracování

#### 5.2.4 Vlivy makroekonomických faktorů na IPO z pohledu finančních manažerů

V této části dotazování bylo respondentům předloženo 16 tvrzení o relativním vlivu makroekonomických faktorů na rozhodnutí o uskutečnění IPO v jejich společnostech. Jednotlivá tvrzení a výsledky dotazování ukazuje níže uvedená tabulka 37.

A. **„Velmi příznivá míra růstu HDP nás ujistila, že je vhodný čas pro IPO“.** Pozitivní vývoj růstu HDP značí dobré ekonomické podmínky pro podnikatelskou činnost. Jinak tomu není ani u IPO a na tom se shodla i více jak polovina společností (55,50 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,33). Růst vývoje HDP je obecně spojen s růstem průmyslové produkce, což může motivovat další společnosti k uskutečnění IPO. Obecně mladé i zralé společnosti s tímto tvrzením souhlasí, zejména zralé společnosti spíše souhlasily, že růst HDP je motiv pro IPO (50 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,3; 62,5 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,38). Pro malé společnosti je příznivá míra růstu HDP silnějším motivem než pro velké společnosti (60 % malých označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,63; 50 % velkých označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,1). Široce ovládané společnosti více než rodinné a soukromě ovládané vyjádřily souhlas s tímto tvrzením, růst HDP je pro ně jasnější motiv k uskutečnění IPO (62,5 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,63; 50 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3; 50 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,25).

B. **„Velmi příznivé podmínky na akciovém trhu nás ujistily, že je vhodný čas pro IPO (například rostoucí počet investorů mající zájem o nákup akcií)“.** Růst cen akciových indexů má za následek přilákání investorů a emitentů na kapitálový trh. V takové situaci mají společnosti šanci získat kapitál, který potřebují a investoři zhodnocují své bohatství. Většina dotázaných společností se shodla, že pozitivní signály z akciového trhu jsou tím správným impulsem pro uskutečnění IPO (88,89 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,11). Mladé i zralé společnosti velmi silně souhlasily s tímto tvrzením, věk nebyl rozhodujícím faktorem (80 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4; 87,5 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4) Malé společnosti absolutně souhlasily, že s rostoucími cenami na akciových trzích roste i jejich motivace pro uskutečnění IPO (100 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,5). Velké

společnosti však také tento faktor považují za silně rozhodující (80 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,8). Velký počet investorů, kteří chtějí nakupovat cenné papíry je atraktivní pro společnosti široce ovládané i soukromě ovládané, rodinné společnosti se s tímto faktorem pro IPO také ztotožňují, ale poněkud méně (100 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,63; 66,67 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,33; 100 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,25).

C. **„IPO jsme uskutečnili, protože bankovní úvěry byly příliš drahé (způsobené restriktivní měnovou politikou centrální banky)“**. S tímto tvrzením většina společností nesouhlasila (0 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,72). V současné době jsou úrokové míry na svých minimech. Dluhový kapitál tak není příliš nákladný. Problém však mají společnosti, které jsou příliš zadlužené a na tento kapitál nedosáhnou. S tímto tvrzením však nesouhlasí společnosti mladé ani zralé (0 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,8; 0 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,5). V případě dělení společností podle velikosti se ukázalo, že jak pro malé tak pro velké toto tvrzení neplatí (0 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,75; 0 % zralých označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,7). Dle dělení podle typu vlastnictví se společnosti také shodovaly, že bankovní úvěry v době uskutečňování jejich IPO drahé nebyly (0 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,88; 0 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,67; 0 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,5).

D. **„Uskutečnili jsme IPO, protože bankovní úvěry nebyly k dispozici nebo jsou k dispozici jen omezeně (způsobené restriktivní měnovou politikou nebo úvěrovou krizí)“**. Toto tvrzení nenašlo u společností podporu. (5,56 % označilo hodnotu 4 a 5, průměr 1,61) V současné době jsou banky ochotné úvěry bonitním klientům nabízet. Ovšem financování velkých investičních projektů si vyžaduje větší kapitál, který banky tak často nenabízejí. Mladé i zralé společnosti neuskutečnily IPO, protože by nemohly získat úvěr (10 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2; 12,5 % zralých označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,5). Stejně tak to nebyl omezující faktor pro malé a velké společnosti (0 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,5; 10 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,7). V případě široce ovládaných a

soukromě ovládaných společností neměla dostupnost vliv, rodinné společnosti uvedly, že IPO z těchto důvodů neuskutečnily taktéž (0 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,5; 16,67 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,17; 0 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1).

E. **„Uskutečnili jsme IPO, nicméně je nyní efektivnější využívat bankovní úvěr kvůli nízkým úrokovým sazbám (způsobenými expanzivní měnovou politikou centrální banky)“**. S tímto tvrzením souhlasila valná většina společností (72,22 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,61). Bankovní úvěry jsou v důsledku expanzivní politiky centrálních bank stále dostupnější, 1/3 dotázaných uskutečnila IPO ještě v době hospodářské krize, tedy v době, kdy byly úrokové míry řádově o několik procent vyšší. S tímto tvrzením souhlasily velmi silně zejména zralé společnosti, z mladých s tímto velmi souhlasí polovina z nich (50 % mladých společností označila hodnotou 4 a 5, průměr 3; 87,5 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,13). Malé společnosti méně než velké považují bankovní úvěry v současné chvíli za efektivnější zdroj kapitálu, než v době, kdy uskutečnily IPO (62,5 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,13; 80 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4). Tři čtvrtiny široce ovládaných a soukromě ovládaných společností uskutečnily IPO v době, kdy byly úvěry dražší, rodinné společnosti v menší míře s tímto souhlasily také (75 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,75; 66,67 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,17; 75 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4).

F. **„Uskutečnili jsme IPO, nicméně je efektivnější využívat dotace, které nyní poskytuje vláda nebo EU (způsobené expanzivní fiskální politikou)“**. Získání dotací za účelem investičního rozvoje je poměrně administrativně náročný proces. Dotace se poskytují na vybrané programy, a tedy může být pro společnost těžké je získat. Drtivá většina společností se přiklání k faktu, že dotace pro ně nebyly a nejsou řešením jejich investičních potřeb (27,78 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,44) Mladé společnosti s dotacemi jako zdrojem kapitálu nepočítají, avšak zralé společnosti výrazněji souhlasí, že dotace je efektivnější než IPO (10 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,1; 50 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3). Čtvrtina malých

společností považuje dotace za lepší efektivní zdroj kapitálu, velké společnosti by v současnosti ještě výrazněji preferovaly dotace před IPO (25 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2; 30 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,8). Také co se týče vlastnictví, se čtvrtina široce ovládaných a soukromě ovládaných společností shodla, že dotace preferuje nyní před IPO, třetina rodinných podniků se s tímto taktéž ztotožňuje (25 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,63; 33,33 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5; 25 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2).

**G. „Uskutečnili jsme IPO, nicméně je efektivnější využívat soukromý kapitál (rizikový kapitál), který nyní poskytují domácí investoři“.** S tímto tvrzením se plně ztotožnila jen menšina respondentů (11,11 %, průměr 2,33) Soukromý kapitál např. od tzv. Business angels může být rizikový z pohledu ztráty převážné nebo úplné kontroly nad společností. Jednotlivci také většinou nedisponují tak velkým volným kapitálem jako např. institucionální investoři, anebo velká množina drobných investorů. Mladé společnosti vůbec nechtějí rizikový kapitál využívat, zralé společnosti by jej použily, ale také v malém rozsahu (0 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,1; 25 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5). Malé společnosti velmi nesouhlasí s použitím soukromého kapitálu, velké společnosti se s ideou jeho využití ztotožňují jen velmi málo (0 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2; 20 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,6). Široce ovládané společnosti nesouhlasí s tvrzením, že je rizikový kapitál pro ně vhodnější vůbec (0% označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,25). V případě rodinných a soukromě ovládaných společností se jedná o výraznější podporu tomuto tvrzení, než je tomu u široce ovládaných společností (16,67 % rodinných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,83; 25 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 3,25).

**H. „Uskutečnili jsme IPO, nicméně je efektivnější využívat soukromý kapitál (rizikový kapitál), který nyní poskytují zahraniční investoři“.** V případě zahraničních investorů je postoj emitentů ještě skeptičtější (5,56 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr je 1,83). Na zahraniční investory se společnosti nespolehají. Zejména v zemích východní Evropy je zahraniční kapitál investován formou poboček korporací např. na tzv. zelené

louce, formou akvizic bývalých státních podniků, fúzí apod. Zralé ani mladé společnosti možnosti získat zahraniční rizikový kapitál nejsou nakloněny (0 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,9; 12,5 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,88). Malé ani velké společnosti taktéž nespátřují v této možnosti financování výhody a preferují IPO (0 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,75; 10 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,9). Jak rodinné, tak široce ovládané a soukromé společnosti se shodují, že IPO je efektivnější než rizikový kapitál od soukromých zahraničních investorů (0 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,88; 16,67 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,83; 0 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,75).

I. **„Uskutečnili jsme IPO, nicméně je efektivnější využít kapitál poskytovaný naší mateřskou společností“.** V případě, že mateřská společnost disponuje kapitálem, který může své dceřiné společnosti zapůjčit, pak je to vhodná varianta. Často ale IPO uskutečňuje sama mateřská společnost, která pak získaný kapitál může dále distribuovat. Velká společnost má také větší šanci provést úspěšné IPO, než menší dceřiná společnost. Tento faktor považovala jen malá část respondentů za výrazně motivující k uskutečnění IPO (22,22 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,22), z čehož plyne, že ani podle věku nebude podpora tohoto tvrzení velká, avšak mladé společnosti jej podpořily výrazně méně než ty zralé (20 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2; 37,5 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,63). Malé společnosti by kapitál od mateřské společnosti přirozeně využily méně než velké, samy mohou totiž mateřskou společností býti (12,5 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,88; 30 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5). Nejvíce se podpora mateřské společnosti zdála vhodná rodinným společnostem, společnosti široce ovládané a soukromě ovládané s tímto tvrzením příliš nesouhlasí (12,5 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,88; 33,33 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,33; 25 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,75).

J. **„Velmi příznivé podmínky v našem odvětví nás ujistily, že je ten správný čas pro IPO“.** Toto tvrzení podpořilo nejvíce společností (100 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,56) Zejména v IT a technologických odvětvích je nyní velká poptávka po



akciích úspěšných společností. Pozitivní trend vývoje určitého odvětví pravděpodobně motivuje další společnosti uskutečňovat IPO. Většina mladých i zralých společností byla pozitivním vývojem ve svém odvětví utvrzena, že je vhodný čas pro IPO (90 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,1; 100 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,88). Všechny malé i velké společnosti se také shodují, že trendy v odvětví signalizují vhodný čas pro IPO (100 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,75; 100 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,4). Shodu našly společnosti široce ovládané, rodinné i soukromě ovládané, všechny uskutečnily IPO, když vysledovaly pozitivní vývoj ve svém odvětví (100 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,5; 100 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,83; 100 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 4,25).

**K. „Obavy o politickou nestabilitu v zemi hrály důležitou roli při rozhodování o IPO“.** Vzhledem k tomu, že výzkum byl prováděn v zemích střední a východní Evropy, které jsou členy Evropské unie, byla tato obava u společností zcela minimální (5,56 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,61). Země jako je Česká republika, Maďarsko, Polsko a další si i jako jiné procházejí většími či menšími politickými krizemi, avšak na ekonomiku to nemá často velký vliv. Ani mladé ani zralé společnosti se o destabilizaci země, kde emitují akcie, neobávaly (0 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,5; 12,5 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,88). Malé a velké společnosti taktéž nebyly při rozhodování o IPO ovlivněny obavou o politickou nestabilitu dané země (12,5 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,75; 0 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,5). Široce ovládané společnosti necítily obavu o politickou nestabilitu stejně, jako rodinné a soukromě ovládané společnosti (0 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,5; 16,67 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,83; 0 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,5).

**L. „Obavy z růstu korupce v zemi hrály důležitou roli při rozhodování o IPO“.** Korupce je velmi častý jev nejen v zemích střední a východní Evropy. Avšak co se týče regulovaných trhů a orgánů, které jsou činné při implementacích IPO jako např. centrální

banky, společnosti necítily žádnou obavu plynoucí z korupce (0 % respondentů označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,39). Mladé a zralé společnosti necítily absolutně žádnou obavu z korupce (0 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,3; 0 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,5). Malé a velké společnosti taktéž nebyly ovlivněny obavou z korupce v zemi emise (0 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,38; 0 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,4). Korupce nebyla rozhodujícím faktorem ani v případě, že se dotazování zaměřilo také na typ vlastnické struktury společností (0 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,25; 0 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,33; 0 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,75).

M. **„Obavy týkající se růstu pravděpodobnosti selhání státního aparátu hrály důležitou roli při rozhodování o IPO“**. I tato obava se u společnosti nepotvrdila (0 % označilo hodnotu 4 a 5, průměr 1,39). Jak mladé tak zralé společnosti nezaznamenaly obavy ze selhání státního aparátu (10 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,6; 0 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,37). U malých a velkých společností se tyto obavy nevyskytly při rozhodování o IPO vůbec (0 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,38; 0 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,4). Široce, rodinou i soukromě ovládané společnosti se vyjádřily, že se selhání státního aparátu neobávají (0 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,25; 0 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,5; 0 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,5).

N. **„Obavy z růstu volatility na akciovém trhu hrály důležitou roli při rozhodování o IPO“**. Volatility akciových trhů byly v posledním desetiletí výrazným faktorem pro neuskutečněné IPO. Velká hospodářská krize akciové trhy silně poznamenala a ceny akciových indexů zaznamenaly strmé propady. V případě, že hlavní akciové indexy ztratí na své výnosnosti, investoři ztratí chuť akcie nakupovat a tím pádem se zastaví investiční projekty společností. Překvapivě, společnosti z této volatility strach příliš nemají a jako hrozbu pro IPO to nevnímají (27,78 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,44). Obavy zralých společností z kolísání akciových trhů jsou signifikantnější, než obavy mladých společností (10 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5,

průměr 2; 37,5 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,63). Rozdíl mezi obavami malých a velkých společností z růstu volatility je však výraznější (12 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,25; 40 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,6). Míra obav společností široce ovládaných a soukromě ovládaných je stejně mírná, rodinné společnosti se k problematice stavějí citlivěji (25 % široce ovládaných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,63; 33,33 % rodinných společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,33; 25 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,25).

O. „Tok přímého zahraničního kapitálu do země ztrátlivě strategii IPO pro naši společnost“. Východní a střední Evropa zaznamenala v posledních třech desetiletích příliv přímého zahraničního kapitálu, nicméně společnosti, které v těchto zemích vstoupily na burzy, tento faktor za rozhodující pro uskutečnění IPO příliš nepotvrdily (27,78 % označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,39). Starým více než mladým zahraniční kapitál IPO ztrátlivěl (37 % zralých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5; 20 % mladých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr, 2,44). Velké více než malé považovaly tok přímého zahraničního kapitálu za atraktivní pro IPO (30 % velkých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,4; 25 % malých společností označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,38). Pro široce ovládané a soukromě ovládané společnosti nebyl tento kapitál impulsem pro IPO, kdežto polovina rodinných společností jej za atraktivní považovala (25 % široce ovládaných společností označila hodnotou 4 a 5, průměr 2,75; 50 % rodinných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 2,5; 0 % soukromě ovládaných označilo hodnotou 4 a 5, průměr 1,5).

Tabulka 37 Výsledky výzkumu - Makroekonomické faktory IPO

Označení odpovědi	Motivy ovlivňující rozhodnutí uskutečnit IPO	Průměr	Medián	Modus	Modus četnost výskytu	Směrodatná odchylka	Četnost odpovědí % 4 - 5
A	Velmi příznivá míra růstu HDP nás ujistila, že je vhodný čas pro IPO	3,33	4,00	4,00	3,00	1,25	55,56
B	Velmi příznivé podmínky na akciovém trhu nás ujistily, že je vhodný čas pro IPO (například rostoucí počet investorů mající zájem o nákup akcií)	4,11	4,00	4,00	7,00	1,05	88,89

C	IPO jsme uskutečnili, protože bankovní úvěry byly příliš drahé (způsobené restriktivní měnovou politikou centrální banky)	1,72	2,00	1,00	0,00	0,73	0,00
D	Uskutečnili jsme IPO, protože bankovní úvěry nebyly k dispozici nebo jsou k dispozici jen omezeně (způsobené restriktivní měnovou politikou nebo úvěrovou krizí)	1,61	1,00	1,00	1,00	1,06	5,56
E	Uskutečnili jsme IPO, nicméně je nyní efektivnější využívat bankovní úvěr kvůli nízkým úrokovým sazbám (způsobenými expanzivní měnovou politikou centrální banky)	3,61	4,00	4,00	6,00	1,46	72,22
F	Uskutečnili jsme IPO, nicméně je efektivnější využívat dotace, které nyní poskytuje vláda nebo EU (způsobené expanzivní fiskální politikou)	2,44	2,00	1,00	2,00	1,42	27,78
G	Uskutečnili jsme IPO, nicméně je efektivnější využívat soukromý kapitál (rizikový kapitál), který nyní poskytují domácí investoři	2,33	2,00	2,00	2,00	1,15	11,11
H	Uskutečnili jsme IPO, nicméně je efektivnější využívat soukromý kapitál (rizikový kapitál), který nyní poskytují zahraniční investoři	1,83	2,00	1,00	1,00	1,01	5,56
I	Uskutečnili jsme IPO, nicméně je efektivnější využít kapitál poskytovaný naší mateřskou společností	2,22	1,50	1,00	3,00	1,51	22,22
J	Velmi příznivé podmínky v našem odvětví nás ujistily, že je ten správný čas pro IPO	4,56	5,00	5,00	10,00	0,50	100,00
K	Obavy o politickou nestabilitu v zemi hrály důležitou roli při rozhodování o IPO	1,61	1,00	1,00	0,00	0,83	5,56
L	Obavy z růstu korupce v zemi hrály důležitou roli při rozhodování o IPO	1,39	1,00	1,00	0,00	0,49	0,00
M	Obavy týkající se růstu pravděpodobnosti selhání státního aparátu hrály důležitou roli při rozhodování o IPO	1,39	1,00	1,00	0,00	0,49	0,00

N	Obavy z růstu volatility na akciovém trhu hrály důležitou roli při rozhodování o IPO	2,44	2,00	1,00	1,00	1,30	27,78
O	Tok přímého zahraničního kapitálu do země ztrahativnil strategii IPO pro naši společnost	2,39	2,50	1,00	1,00	1,38	27,78

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Dále bylo provedeno testování statisticky významných vztahů mezi jednotlivými odpověďmi na otázky týkajících se vlivu makroekonomických faktorů na uskutečnění IPO, které jsou zajímavé z pohledu hlubšího pochopení získaných dat. Pro tento účel byl využit statistický test M-L Chí kvadrát test na hladině významnosti  $\alpha=0,05$ . Jednalo se o následující předpokládané vztahy:

1. „Velmi příznivá míra růstu HDP nás ujistila, že je vhodný čas pro IPO“ a „Velmi příznivé podmínky na akciovém trhu nás ujistily, že je vhodný čas pro IPO“, „Tok přímého zahraničního kapitálu do země ztrahativnil strategii IPO pro naši společnost“.
2. „Uskutečnili jsme IPO, nicméně je efektivnější využít kapitál poskytovaný naší mateřskou společností“ a „Obavy z růstu volatility na akciovém trhu hrály důležitou roli při rozhodování o IPO“.
3. „Uskutečnili jsme IPO, nicméně je nyní efektivnější využívat bankovní úvěr kvůli nízkým úrokovým sazbám“ a „Uskutečnili jsme IPO, nicméně je efektivnější využívat dotace, které nyní poskytuje vláda nebo EU“, „Uskutečnili jsme IPO, nicméně je efektivnější využívat soukromý kapitál (rizikový kapitál), který nyní poskytují domácí investoři“, „Uskutečnili jsme IPO, nicméně je efektivnější využívat soukromý kapitál (rizikový kapitál), který nyní poskytují zahraniční investoři“.
4. „Uskutečnili jsme IPO, nicméně je efektivnější využívat dotace, které nyní poskytuje vláda nebo EU“ a „Uskutečnili jsme IPO, nicméně je efektivnější využívat soukromý kapitál (rizikový kapitál), který nyní poskytují domácí investoři“.

Z výsledků uvedených v tabulce 38 vyplývá, že statisticky významný vztah v oblasti vlivu makroekonomických faktorů na IPO neexistuje mezi žádnými odpověďmi na otázky

tohoto výzkumu. Pro předpokládané spojitosti nebyl žádný statistický významný vztah prokázán.

Tabulka 38 Výsledky M-L Chí kvadrát testu – makroekonomické faktory IPO

	Velmi příznivá míra růstu HDP nás ujistila, že je vhodný čas pro IPO	Uskutečnili jsme IPO, nicméně je nyní efektivnější využívat bankovní úvěr kvůli nízkým úrokovým sazbám (způsobenými expanzivní měnovou politikou centrální banky)	Uskutečnili jsme IPO, nicméně je efektivnější využívat dotace, které nyní poskytuje vláda nebo EU (způsobené expanzivní fiskální politikou)	Uskutečnili jsme IPO, nicméně je efektivnější využít kapitál poskytovaný naší mateřskou společností
Velmi příznivé podmínky na akciovém trhu nás ujistily, že je vhodný čas pro IPO (například rostoucí počet investorů mající zájem o nákup akcií)	0,0542			
Uskutečnili jsme IPO, nicméně je efektivnější využívat dotace, které nyní poskytuje vláda nebo EU (způsobené expanzivní fiskální politikou)		0,8914		
Uskutečnili jsme IPO, nicméně je efektivnější využívat soukromý kapitál (rizikový kapitál), který nyní poskytují domácí investoři		0,0508	0,5427	
Uskutečnili jsme IPO, nicméně je efektivnější využívat soukromý kapitál (rizikový kapitál), který nyní poskytují zahraniční investoři		0,5768	0,3178	
Obavy z růstu volatility na akciovém trhu hrály důležitou roli při rozhodování o IPO				0,4104
Tok přímého zahraničního kapitálu do země zatraktivněl strategii IPO pro naši společnost	0,1163			

Zdroj: Vlastní zpracování

## 5.3 SHRnutí A DISKUZE VÝSLEDKŮ VÝZKUMU

### 5.3.1 Motivy IPO

V rámci výzkumu – dotazníkového šetření byly respondentům položeny tři okruhy otázek, které měly za úkol určit důležitost vlivů jednotlivých faktorů, které jsou spojeny s uskutečněním prvotní veřejné nabídky akcií burzovních trhů regionu CEE. Dotazník byl předložen výzkumnému vzorku respondentů a odpovídali na něj finanční ředitelé nebo samotní majitelé společností, které IPO uskutečnily. Výsledky byly vyhodnoceny metodami popisné statistiky a rovněž byly zkoumány staticky významné závislosti. Za tímto účelem byl využit M-L Chí kvadrát test.

První okruh celkem 20 otázek se zabýval identifikací faktorů (motivů), které ovlivňují rozhodování o uskutečnění IPO. Jak vyplynulo z dotazování, vůbec nejsilnějším motivem pro uskutečnění IPO v regionu CEE byla možnost získání kapitálu pro financování růstových příležitostí. V rámci životního cyklu každého podniku dříve či později nastane situace, kdy se bude nacházet ve své expanzivní fázi a bude potřeba získat dodatečný finanční kapitál pro realizaci rozvojových projektů. V případě, že společnosti nechtějí sáhnout po kapitálu dluhovém či private equity, se tedy IPO v očích finančních ředitelů jeví jako vhodná alternativa financování.

Vedle získání kapitálu je dalším motivem IPO, který získal významnou podporu, motiv nefinančního charakteru, a to zvýšení publicity a zlepšení image společnosti. Publicita a image je budována ve společnostech dlouhodobě a celá firemní strategie je založena na co nejefektivnějším propagování produktů a služeb za účelem zvýšení povědomí potenciálních nových zákazníků. Dalo by se říci, že IPO je vnímána ze strany dotazovaných nejen jako forma financování, ale rovněž jako marketingový nástroj. Vnímání významu tohoto motivu bylo srovnatelné s významem motivu získání kapitálu. Třetí a co do významnosti srovnatelný s dvěma předchozími motivy je motiv uznání emitující společnosti ze strany příslušné finanční komunity, tedy ze strany bank, investičních fondů a jiných institucí finančního trhu. Společnosti, které mají dobrou reputaci a kredibilitu, mají snadnější pozici při prodeji svých akcií, jelikož jejich častým zájmem je prodat je mimo široké veřejnosti také institucionálním investorům. S tímto motivem tedy úzce souvisí i čtvrtý nejsilnější motiv, a to možnost zvýšit likviditu cenných papírů společnosti, což jde nepochybně ruku v ruce se zájmem všech investorů.

Dalším velmi silným motivem, který aspoň polovina finančních manažerů označila za velmi důležitý, je snížení zadluženosti. Zadluženost je obecně pro společnost problém v případě, kdy tato není schopna dostávat svým závazkům vůči věřitelům. Vysoká míra zadluženosti může být brzdou jejího rozvoje. Pokud je zadluženost příliš vysoká, obecně klesá ochota bank a dalších finančních zprostředkovatelů půjčovat kapitál. V takovém případě je IPO vnímáno jako velmi dobrý nástroj snížení zadluženosti a současně s tím i nástroj snížení nákladů na vlastní a dluhový kapitál. Síla motivu snížení nákladů kapitálu se pohybovala jen mírně pod úrovní síly motivu snížení zadluženosti. Oslovení finanční manažeři IPO vnímají také jako nástroj, který může podpořit zájem subjektů finančního trhu o emitující společnost. Zejména zájem finančních analytiků je klíčový, neboť hodnocení emise a případná doporučení z jejich strany jsou faktory, které výrazným způsobem ovlivňují načasování emise a její úspěch.

Vedle výše uvedených velmi významných motivů lze uvést i další, jejichž míra vlivu se pohybovala jen pár procentních bodů pod poloviční většinou. Jednalo se o možnost využít IPO jako nástroj odhadu tržní hodnoty podniku, nástroj finanční kompenzace manažerů ve formě akcií a zvýšení finanční flexibility za účelem vytváření nových alternativ financování.

Další motiv, jemuž vyjádřila silnou podporu třetina dotazovaných finančních ředitelů, je vyšší pravděpodobnost, že se prostřednictvím statusu veřejně obchodovatelné společnosti podaří podnikatelskému subjektu přilákat zaměstnance s vysokým potenciálem, tedy zaměstnance zkušené a kvalifikované. Obdobnou podporu získala možnost diverzifikace osobních majetkových portfolií ze strany stávajících akcionářů, tedy např. odprodej spoluvlastnického podílu ve společnosti a investování výtěžku do jiného aktiva. IPO tak představuje možnost zásadní změny stávajících vlastnických poměrů.

Méně než třetina finančních ředitelů vyjádřila souhlas s tvrzením, že IPO je nástrojem řešení problému nástupnictví, pakliže dochází např. ke generačním obměnám či řešení dědických práv. IPO jako způsob rozšíření stávající struktury akcionářů je dalším motivem, který získal silnou podporu ze strany jedné třetiny dotazovaných.

Z výsledku M-L Chí kvadrát testu vyplývá, že existuje statisticky významná závislost mezi dvěma motivy IPO, a to mezi tvrzením, že IPO, resp. status veřejně obchodovatelné společnosti, je vhodným nástrojem získání perspektivních zaměstnanců, a tvrzením, že



IPO, resp. veřejně obchodovatelné akcie, jsou nástrojem kompenzace vybraných skupin zaměstnanců.

### 5.3.2 Bariéry (nevýhody) IPO

Vedle motivů, které pozitivně ovlivňují rozhodování CFO IPO uskutečnit, byly zjišťovány rovněž bariéry, které naopak společnosti od uskutečnění emise zrazovaly. V rámci identifikace těchto bariér, bylo finančním ředitelům předloženo 12 tvrzení.

Bariéry lze rozdělit na ty, které společnosti vnímaly velmi negativně a na ty, které neměly na rozhodnutí o uskutečnění IPO významný vliv.

Povinnost zveřejňovat informace, které mohou být důležité z pohledu udržení si konkurenční výhody, a snaha udržet si rozhodovací pravomoci, byly nejméně významnými nevýhodami vnímanými ze strany respondentů. Zejména zákonná povinnost emitentů informovat investorskou veřejnost o svých podnikatelských záměrech a finančních výsledcích byla vnímána ze strany  $\frac{3}{4}$  respondentů jako velmi významná nevýhoda IPO. Je patrné, že některé zejména strategické informace tvoří konkurenční výhodu a že jejich vyjádření může mít na tuto výhodu negativní vliv. Společnosti se tak často chrání patenty či ochrannými známkami za účelem udržení si konkurenceschopnosti. Možnost ztráty rozhodovací autonomie byla pro  $\frac{2}{3}$  dotázaných emitentů vážnou nevýhodou IPO. Není bez zajímavosti, že  $\frac{2}{3}$  dotázaných uvádí, že v současné době jsou k IPO atraktivní alternativy financování podniků, které jsou flexibilnější, a to jak časově, tak i administrativně.

Asymetrie informací mezi investory a emitujícími společnostmi a existence levnějších alternativních zdrojů financování jsou nevýhody IPO, které získaly podporu ze strany nadpoloviční většiny respondentů. Asymetrie informací může být částečně výhodná v případě, že je emisní kurz vyšší, než jaký by odpovídal vnitřní hodnotě akcií, avšak pouze do doby, než se s akciemi začne obchodovat a investoři na jejich nákupu ztrácejí investované prostředky. O takové akcie nemusí být do budoucna stejný zájem jako o ty, jejichž emitentům se asymetrie informací podařila co nejvíce omezit.

Část tvrzení týkající se nevýhod IPO získala překvapivě velmi slabou podporu. Požadavky na reporting vyplývající ze zákona finanční ředitelé jako bariéru téměř vůbec nezmiňovali zřejmě proto, že se pro mezinárodní účetní standardy již rozhodly ještě před vstupem na akciový trh formou IPO. Ani vysoké poplatky upisovatelům nevnímali

respondenti jako hlavní problém. CFOs neodrazuje ani časová náročnost IPO, a to i přesto, že implementace IPO zpravidla trvá několik měsíců a samotná příprava může trvat i více než rok. Jedná se o správné načasování a přípravu všech dílčích aktivit vedoucích k realizaci IPO. Společnosti musí provést důkladný audit a vypracovat podrobný mnohasetstránkový prospekt emise, ve kterém uvedou všechny důležité informace, které investoři potřebují ke kvalifikovanému rozhodnutí o nákupu akcií. Rozhodnutí o IPO je tedy plánovaný a promyšlený krok, a proto se dotázané společnosti vyjádřily, že strach z neúspěchu byla velmi malá až zanedbatelná nevýhoda.

Poslední dvě nevýhody IPO – strach z převzetí jinou společností a netransparentnost kapitálového trhu – získaly velmi nízkou podporu. Strach z převzetí je patrně zanedbatelnou bariérou vzhledem k předem plánované struktuře a objemu emise a také předchozím jednání s potenciálními investory, kteří projeví zájem o nákup velkých objemů akcií. „Nepřátelská převzetí“ zpravidla nejsou průvodním jevem IPO. Kapitálové trhy Evropské unie jsou regulovány platnou legislativou a pravidla prvotních emisí akcií podléhají harmonizaci. To může vysvětlovat skutečnost, že faktor případné netransparentnosti kapitálového trhu nezískal ze strany oslovených manažerů významnější podporu.

Z testu statistické závislosti vyplynulo, že v případě bariér existuje statisticky významný vztah mezi povinností zveřejňovat informace a informační asymetrií, která v procesu IPO nastává mezi emitentem a investorskou veřejností.

### **5.3.3 Vlivy externího prostředí na IPO**

V poslední části dotazníku byly mapovány externí faktory, které mohou mít na aktivitu v oblasti IPO podstatný vliv. Finanční ředitelé vyjadřovali míru svého souhlasu s celkem 15 tvrzeními.

Příznivé podmínky v odvětví, ve kterém společnost působí, jsou externím faktorem, který získal nejvyšší míru podpory. Tento faktor ovlivnil rovněž okamžik vstupu na kapitálový trh, tj. načasování IPO. Pokud se tedy v některých odvětvích vyvíjejí ceny akcií se vzestupnou tendencí a pokud je o produkty a služby daného sektoru zájem, existuje předpoklad, že emise akcií bude pro společnosti výhodná. Ruku v ruce s příznivými podmínkami v odvětví jdou rovněž příznivé podmínky na akciových trzích. Pokud hodnoty akciových indexů a většiny akciových titulů rostou, pak lze očekávat, že tento trend

přitáhne zájem investorů i emitentů a dojde k dalšímu přílivu potenciálně výnosných titulů. I finanční ředitelé z oslovených společností tento vliv vnímali velmi jasně a téměř všichni se shodli, že právě příznivé podmínky na akciových trzích byly impulsem pro rozhodnutí IPO uskutečnit.

V posledních několika letech se centrální banky snaží o podporu růstu ekonomik cestou monetární expanze. V důsledku této strategie klesá všeobecná úroveň úrokových sazeb a dluhový kapitál se stává nejen levnější ale rovněž dostupnější. Dvě třetiny oslovených CFOs tento trend potvrdily a uvedly, že je v současné době efektivnější využívat bankovní úvěry vzhledem k nízké ceně dluhového kapitálu a jeho relativně snadné dostupnosti.

Dalším neméně důležitým faktorem je míra růstu HDP v ekonomikách, kde společnost IPO uskutečňují a realizují svoji podnikatelskou činnost. Růst HDP je spojen s růstem spotřeby domácností a investic podniků, což se kladně odráží v hospodářských výsledcích podniků. Naopak, ve fázi recese se podniky uchylují k úsporám a omezení investiční činnosti, stejně jako klesá spotřeba domácností. V případě nízké úrovně úspor pak nemají domácnosti volné finanční prostředky na investice do nejrůznějších aktiv obchodovaných na finančním trhu včetně akcií. Více než polovina dotázaných potvrdila silný vliv faktoru ekonomického růstu na rozhodnutí IPO uskutečnit. V době současného ekonomického růstu HDP byly společnosti více nakloněny IPO implementovat.

Další uvedené makroekonomické vlivy již nenalezly mezi respondenty výraznější míru podpory, avšak stále celá třetina všech dotázaných považuje některé z nich za velmi důležité. Respondenti např. uvádějí, že sice uskutečnily IPO, nicméně využívání dotací z veřejných rozpočtů je vhodnou alternativou, jak si opatřit rozvojový kapitál. Zde je ovšem na místě zdůraznit, že dotace jsou svým charakterem od IPO značně odlišná forma financování, dotační pravidla jsou totiž velmi striktní, účelově vázaná a většinou vyžadují nejprve projekty podrobně připravit a předfinancovat z vlastních zdrojů.

Všechny země, kde výzkum proběhnul, zaznamenaly v uplynulých dekadách významný příliv přímých zahraničních investic. Dochází tak k situaci, kdy se o strategickém financování podniku rozhoduje na úrovni managementu mateřských společností, tzn., že financování se omezuje na interní zdroje a event. konzervativní formy externího financování, jakými jsou např. bankovní úvěry. Vzhledem ke složení výzkumného vzorku, ve kterém jsou dceřiné společnosti zastoupeny minimálně, není překvapivé, že financování ze zdrojů mateřských společností je méně časté než odpovídá všeobecné

situaci v regionu CEE, tudíž respondenti s vlivem tohoto makroekonomického faktoru souhlasili pouze ve velmi malé míře. Obdobný vliv na rozhodování o IPO má rovněž příliv přímého zahraničního kapitálu, který měl za úkol zatraktivnit lokální kapitálové trhy a IPO v očích mezinárodní investorské veřejnosti. Tento faktor sehrává významnou roli pouze z pohledu necelé třetiny dotázaných.

Velmi malé množství respondentů by upřednostnilo využití soukromého kapitálu před IPO, ať již z domácích nebo zahraničních zdrojů. Zjištění opět nepřekvapuje, neboť rizikový a rozvojový kapitál je svým charakterem od IPO odlišný a slouží zejména k zahájení podnikání, resp. další expanzi podniku v rámci životního cyklu. IPO je naproti tomu forma financování primárně určená etablovaným podnikům s historií, kterým se daří zmírnit informační asymetrii.

Poslední tři makroekonomické faktory se dotýkají zemí, ve kterých společnosti působí. Respondenti měli vyjádřit svůj postoj k otázkám politické nestability, míry korupce, případně úplného selhání fungování státu. Ani jeden z faktorů nesehrával z pohledu oslovených CFOs při rozhodování o IPO jakoukoliv roli. Země, jakými jsou Česká republika, Maďarsko, Polsko, Bulharsko, Slovinsko, Chorvatsko a také Rumunsko jsou členy Evropské unie a dlouhodobě jsou zavázány společnými hospodářskými cíli, jejichž naplňování implikuje stabilní ekonomické prostředí a fungování v rámci právního státu. Nebyly zjištěny žádné statisticky významné spojitosti mezi zkoumanými makroekonomickými faktory, které mají či nemají vliv na rozhodnutí společností uskutečnit prvotní veřejnou nabídku akcií.

## **6 DOPORUČENÍ PRO EMITENTY A DALŠÍ ROZVOJ PRVOTNÍCH VEŘEJNÝCH NABÍDEK AKCIÍ**

Ve finančním sektoru zemí regionu CEE dominují banky a tak se společnosti v případě potřeby kapitálu nejčastěji obracejí právě na sektor bankovních institucí (Lyócsa, 2014, Bonin a Wachtel 2003, Bonin 2004). Strukturu financování dokumentuje řada studií, mj. studie, kterou každoročně zveřejňuje Evropská investiční banka.

Česká republika se vyznačuje tím, že společnosti upřednostňují vedle bankovních úvěrů interní zdroje financování. Ze studie (EIBIS, 2017) vyplývá, že až 66 % investic financují české firmy právě z interních zdrojů. Z externích zdrojů jsou nejvýznamnější bankovní úvěry (až 59% podíl na financování investičních aktivit) a leasing (25% podíl), (EIBIS, 2017). I v Polsku je interní financování silně preferováno, když až 70 % investic financují polské podniky ze svých interních zdrojů. V Polsku je však vývoj externího financování poněkud odlišný. Více než 34 % investičních projektů je financováno pomocí bankovních úvěrů, 26 % pomocí leasingů a cca 21 % pomocí dalších bankovních druhů financování. Granty tvoří asi 10 % používaných zdrojů (EIBIS, 2017). Obdobná je situace i v Maďarsku, kde interní financování představuje preferovanou formu financování investic ze strany 72 % respondentů, přičemž bankovní úvěry jsou zastoupeny 31% podílem na externích zdrojích, následované revolvingovými úvěry a leasingem (EIBIS, 2017). Ve Slovinsku je situace obdobná. Interní zdroje financování jsou preferovány ze strany až 78 % respondentů. Co se týče externího financování, 68 % investic financují podniky bankovními půjčkami a 27 % leasingem (EIBIS, 2017). Chorvatsko využívá pro financování investic hlavně interní zdroje, které se podílejí až z 68 % na financování rozvojových investic podniků. Z externích zdrojů dominují bankovní úvěry (58% podíl), leasing (18% podíl) a granty (14% podíl). Bulharsko je také zemí, kde společnosti svůj rozvoj primárně financují z interních zdrojů (až ze 70 %), (EIBIS, 2017). Externí financování v podobě bankovních půjček je relevantní pro 49 % oslovených podniků, 20 % preferuje leasing, 17 % další druhy bankovních produktů a 13 % investic je financováno z dotací EU, (EIBIS, 2017). Rumunsko není v tomto srovnání žádnou výjimkou, když rumunské podniky využívají ze 72 % interní zdroje na rozvoj svých investičních příležitostí. Z externích zdrojů jsou nejvýznamnější bankovní půjčky (55%

podíl) a evropské dotace tvořily ještě v roce 2016 23 % všech zdrojů financování (EIBIS, 2017).

Jak však vyplývá z výsledků této disertační práce i studie EIBIS (2017), IPO je vhodný způsob financování pro ty společnosti, které potřebují velké množství kapitálu, avšak širší využívání tohoto zdroje v regionu CEE naráží na celou řadu bariér. Společnosti, které jsou vhodnými kandidáty na IPO, by měly svoji pozornost koncentrovat na několik oblastí, které jsou předpokladem úspěšné realizace prvotní veřejné nabídky akcií. Tyto oblasti lze rozdělit na oblasti interního vývoje podniku a na oblasti vývoje externího okolí podniku.

Klíčovým předpokladem úspěchu IPO je postavení potenciálního emitenta v rámci odvětví, ve kterém působí. Znamená to, že emitent by měl koncentrovat svoji pozornost na budování svého postavení v příslušném odvětví, kde musí vzbudit zájem a důvěru potenciálních investorů. V posledních letech byl zaznamenán zvýšený zájem např. o IPO v oblasti biotechnologií, IT technologií, ropného průmyslu, těžebního průmyslu, ale i služeb, developerského průmyslu apod. (PricewaterhouseCoopers, 2018).

Aby byla primární emise úspěšná, je nutné také zmírnit úroveň informační asymetrie. Toho lze dosáhnout cílenou informační strategií směrem k investorům a široké odborné i laické veřejnosti o aktuální situaci podniku a budoucích záměrech. Fenomén asymetrie informací může být pro emitenty jak výhodou, tak i bariérou a nejedna společnost by se mohla obávat, že špatná informovanost investorů by mohla negativně ovlivnit úspěch IPO. IPO je významným marketingovým nástrojem, jak uvádějí např. autoři Meluzín a Zinecker (2009) a tak by celý proces primární nabídky akcií měla provázet cílená marketingová kampaň, ve které jsou investoři s využitím příslušných nástrojů podrobně seznamováni se společností i jejími záměry.

Společnosti s veřejně obchodovatelnými akciemi, které jsou leadery ve svém oboru, mohou prostřednictvím IPO dosáhnout vylepšení svého image a posílení své značky. Na místo drahých reklamních kampaní se společnost dostává do podvědomí investorů, finančních analytiků a komentátorů a dalších subjektů. Také pro některé skupiny zákazníků těchto společností může fakt, že jejich kontraktorem je společnost s veřejně obchodovatelnými akciemi, výrazně zvýšit jejich důvěru a případně napomoci

k budoucím dobrým prodejům a vztahům. Uskutečnění IPO za účelem zvýšení publicity a zlepšení image potvrzuje valná většina finančních manažerů.

Marketingová kampaň by se měla zaměřit zejména na šíření pozitivních zpráv o situaci společnosti, a jak potvrdili respondenti, zájem analytiků, finančních zprostředkovatelů, bank a dalších finančních institucí je velmi žádoucí. Získávání informací bez zbytečných odkladů a nákladů je pro širokou investorskou veřejnost stěžejní při rozhodování o nákupu akcií (Titman a Subramanyam, 1999). Jak uvádí někteří autoři (Abrahamson a kol., 2011, Bouzouita a kol., 2012, Noronha, 2011), zvýšení příjmů z IPO je hlavním zájmem emitentů a proto minimalizace neznalosti a nedůvěry mezi investory může mít pozitivní vliv na snížení asymetrie informací a v konečném důsledku zvýšit příjmy z emise. Informační kampaň by měla být jasná a srozumitelná. Demers a Lewellen (2004) uvádí, že nejen road show, prospekt a šíření zpráv o IPO jsou účinné nástroje zvýšení publicity IPO. Také podhodnocení emisního kurzu akcií (angl. underpricing) je možné vnímat jako quasi-marketingový nástroj. I přesto, že autoři spojují podhodnocení emisního kurzu i s negativními aspekty IPO (Loughran, Ritter, 1991 a Paleari a kol. 2006), jako je nutnost vydávat větší počet akcií s negativními dopady na spoluvlastnické podíly stávajících akcionářů, někteří dodávají např. Allen a Faulhaber (1989) a také Chemmanur (1993), že pouze dobrý emitent si může dovolit vysílat signály směrem k investorům právě s využitím underpricingu. Podhodnocení emisního kurzu totiž přinese budoucím investorům pravděpodobně vyšší příjmy, než neúměrné nadhodnocení emisního kurzu. Je tedy žádoucí, aby společnosti, které chtějí emitovat akcie v regionu CEE, tuto možnost zvážily a pokusily se tak přilákat pomocí nástroje underpricingu větší zájem investorů i analytiků a dalších aktérů finančních trhů.

Společnosti ve výzkumu potvrzují, že jejich hlavní motivace IPO uskutečnit spočívala v získání velkého objemu kapitálu, který by mimo kapitálový trh nebylo možné získat, ačkoliv aktuálně mají k dispozici alternativní flexibilnější a levnější zdroje kapitálu. V případech, kdy je dluhový kapitál obtížně dostupný, je na místě uvažovat o financování s využitím IPO. Podniky – kandidáti na IPO - by se neměly obávat zdánlivě vysokých nákladů na přípravu a uskutečnění IPO. Jak bylo zjištěno dotazováním finančních manažerů, vysoké náklady IPO nebyly v drtivé většině případů vnímány jako bariéra pro realizaci, a přínosy, které společností z využití této formy financování plynuly, byly

nesrovnatelně vyšší v porovnání s náklady. Neopomenutelným faktem zůstává, že společnosti s veřejně obchodovatelnými akciemi musí soustavně zveřejňovat informace o svých aktivitách a finančních výsledcích a to jim také samozřejmě přináší určité náklady, jak uvádějí mj. Maksimovic a Pichler (2001) a Yosha (1995). Paleari a kol. (2006), činnost společnosti bude podrobně kriticky zkoumána poté, co vstoupí na veřejné kapitálové trhy. Dobré finanční výsledky znamenají výnos z investory vloženého kapitálu a mohou pozitivně ovlivňovat cenu akcií. Naopak špatné výsledky mohou odstartovat vlnu prodeje akcií a pád jejich cen, jakožto i ztrátu důvěry ve společnost a její management. Roční burzovní poplatky dle studie Oxera (2006) klesají s rostoucí tržní kapitalizací a tudíž výše těchto poplatků výrazně neovlivňuje rozhodnutí podniku o realizaci veřejné nabídky.

Společnosti uvažující o IPO by se také mohly obávat, zda jsou schopni implementovat do svých struktur mezinárodní účetní standardy. Dle dotázaných společností nebyly požadavky na reporting podle zákona významnějším problémem. V EU jsou to zejména standardy IFRS (International Financial Reporting Standards), které nadnárodní korporace používají za účelem harmonizace účetních výsledků a pro účely konsolidace výročních zpráv a optimalizace transparentnosti zveřejněných informací. (IFRS, 2018) Siqi (2010) tvrdí, že implementace IFRS může v zemích se silnou vymahatelností práva výrazně snížit náklady kapitálu. Barth et al. (2008) uvádějí, že zavedení mezinárodních účetních standardů má pozitivní vliv na zvýšení kvality účetních postupů, zachycení účetní hodnoty, včasného zachycení účetních ztrát apod. Je tedy velmi nutné, aby společnosti, které chtějí úspěšně uskutečnit IPO a zároveň snížit náklady kapitálu, zavedly mezinárodní účetní standardy v procesu přípravy IPO implementace.

Black a Gilson (1998) uvádějí, IPO je vhodným nástrojem nejen pro financování růstových příležitostí, ale také pro odchod stávajících stakeholderů ze společnosti. Výzkum potvrzuje, že IPO pozitivně ovlivňuje růst tržní hodnoty podniku a je významným nástrojem exitu rizikových investorů, jakožto i majitelů a manažerů, viz mj. studie autorů Mello a Parsonse (1998), Rydqvist a Hogholma (1995) a Bancel a Mittooa (2009). IPO je tak vhodným nástrojem, jak by majitelé společností mohli zúročit roky své práce a změnit portfolio svých aktiv. Zejména v prostředí rodinných podniků je emise akcií vhodným způsobem, jak předat společnost dalším generacím.



Existuje předpoklad a většina společností jej potvrdila, že IPO je zejména třeba zvážit ve fázi expanze životního cyklu podniku, tedy v situaci, kdy společnosti významně roste objem prodeje a představuje tak pro investory lákavou šanci výplaty vysokých dividend. Aby byla společnost pro investory atraktivním podnikem, do kterého budou ochotni vložit své peníze s nejistým výnosem, musí být patrné, že je o její produkty či služby na trhu zájem, tzn., že se něčím odlišuje, že má vysoký podíl na trhu, je držitelem značné konkurenční výhody, jakožto i silným dodavatelsko - odběratelským řetězcem a vysokou úrovní managementu.

Podniky by měly na kapitálové trhy formou IPO vstoupit zejména za příznivých ekonomických podmínek (Loughran a Ritter, 1995; Ritter a Welch, 2002). Tento faktor se respondentům výzkumu této disertační práce jevil jako velice významný a tudíž společnosti, které by tyto úspěšné emitenty chtěly následovat, by se měly zaměřit také na aktuální makroekonomický vývoj v dané zemi. Zpravidla je klíčový růst HDP, průmyslové produkce a také pozitivní vývoj na akciových trzích, kde emitenti chtějí své IPO uskutečnit. Je nasnadě se domnívat, že pozitivní vývoj na akciových trzích doprovázený růstem cen akciových indexů bude pro budoucí emitenty signálem k přípravě IPO a pro investory signálem k nákupu akcií (Loughranem a kol., 1994; Rees, 2002; Rydqvist a Hogholm, 1995; Ameer, 2012). Růst cen akciových indexů značí investorský zájem o nově emitované akcie a potenciál vysokých výnosů jak pro emitenty, tak pro investory. Dotázaní finanční manažeři také shodně potvrdili, že příznivé podmínky na akciových trzích pro ně byly jasným signálem pro realizaci emise akcií. Z makroekonomického hlediska je pro společnost také důležité, aby sledovala vývoj na trhu kapitálu a zvažovala, zda není přeci jen příznivější financovat své potřeby z jiných zdrojů než IPO. Evropská centrální banka v současnosti realizuje politiku monetární expanse s pozitivními dopady na výši úrokových sazeb. Není překvapující, že se finanční manažeři vyslovují v tom smyslu, že nyní je pro ně efektivnější právě dluhový kapitál, případně dotace. Je tedy důležité, aby se každá o IPO uvažující společnost pozorně věnovala vývoji na trhu kapitálu.

Dle dotázaných finančních manažerů je tedy IPO nejen forma financování, ale také strategickým rozhodnutím v rámci životního cyklu podniku, které zpravidla zcela změní

nejen stávající procesy uvnitř podniku, ale ovlivňují také jeho vizi a širokou škálu aspektů strategického a operativního řízení. Dotčeno je rovněž zásadním způsobem vnímání podniku ze strany široké odborné veřejnosti.

## 7 PŘÍNOSY DISERTAČNÍ PRÁCE

Přínosy této disertační práce lze rozdělit do tří částí:

1. přínosy pro rozvoj teorie
2. přínosy pro pedagogiku
3. přínosy pro praxi

Přínosy pro rozvoj teorie lze spatřovat zejména ve zkoumání současného stavu poznání, které se týká problematiky IPO a zhodnocení vývoje počtu a objemu IPO ve vybraných zemích regionu CEE. Z výsledků dotazníkového šetření vyplývají příležitosti pro rozvoj této formy financování na zmiňovaných kapitálových trzích stejně jako bariéry dané ať již podmínkami uvnitř podniků, resp. vývojem externího prostředí. Výsledky analytické části disertační práce jsou východiskem pro formulaci doporučení uvedených v kapitole 6. Vzhledem k limitovanému počtu studií, které se tématu v regionu CEE věnovaly, lze poznatky prezentované v kontextu této disertační práce považovat za přínosné z hlediska rozvoje současné úrovně poznání v oborech ekonomika a řízení podniku.

Z hlediska přínosů pro podnikovou praxi je nutné zmínit zejména identifikaci motivů vstupu na kapitálové trhy, jakožto nevýhod (bariér) a makroekonomických faktorů IPO. Dále pak formulování doporučení pro emitenty zvažující IPO v regionu CEE. Jak naznačují výsledky výzkumu, postojů podniků, které již IPO uskutečnily, představují neocenitelný zdroj znalostí a zkušeností, jejichž implementace v prostředí kandidátů na IPO může sloužit jako východisko při formování „best practices“.

Z hlediska přínosů pro pedagogickou praxi je dobré zmínit možnost aplikace výsledků disertační práce ve výuce vybraných ekonomických předmětů na Fakultě podnikatelské Vysokého učení technického v Brně; jedná se o předměty Ekonomika podniku, Finanční trhy a Mezinárodní kapitálové trhy.

Výsledky disertační práce umožní studentům těchto předmětů lépe porozumět výhodám i nevýhodám IPO z pohledu ekonomického řízení podniku v jednotlivých zkoumaných zemích. V případě, že se sami jednou v budoucnu ocitnou v situaci, kdy se budou

rozhodovat o formě externího financování svých investičních záměrů, může být toto poznání pro ně přínosem.

## ZÁVĚR

Tato disertační práce na téma „Perspektivy vývoje IPO v regionu střední a východní Evropy“ pojednává o faktorech, které ovlivňují rozhodování o vstupu podniku na kapitálový trh formou IPO. Cílem disertační práce tedy bylo tyto faktory identifikovat a zjistit, jak ovlivňují rozhodování o vstupu podniku na kapitálový trh ve vybraných zemích regionu CEE, a následně formulovat doporučení pro další rozvoj této formy financování.

Práce byla rozdělena do několika na sebe navazujících částí:

- První část práce vytyčuje hlavní cíl a cíle dílčí.
- Druhá část pak objasňuje metodiku zpracování disertační práce, jakožto i metody, které byly použity k naplnění vytyčených cílů, zejména popisuje způsob výběru respondentů, vhodnost časového období, za které byla data shromážděna, a také aktuálnost výběru kapitálových trhů v rámci regionu CEE.
- Třetí část práce shrnuje současný stav poznání zkoumané problematiky na základě relevantní literatury, zahrnující tuzemské i zahraniční prameny vztahujících se k problematice IPO nejen v regionu CEE.
- Čtvrtá část se věnovala analýze vybraných kapitálových trhů České republiky, Polska, Maďarska, Slovinska, Chorvatska, Rumunska a Bulharska., jejich historii, regulaci z hlediska právní úpravy, jakožto i sběru dat vztahujícím se k tržním charakteristikám, jakými je tržní kapitalizace, tržní kapitalizace k HDP, obratovost, počty kotovaných společností a také počty a objem emisí.
- Pátá část se zaměřila na sběr primárních dat prostřednictvím dotazníkového šetření mezi CFOs ve vybraných zemích regionu CEE. Dotazníkovým šetřením byly zjištěny motivy IPO, bariéry IPO a makroekonomické faktory ovlivňující aktivitu IPO na zkoumaných kapitálových trzích.
- Šestá část disertační práce přináší formulaci doporučení pro budoucí emitenty.
- Sedmá a poslední část disertační práce pak formuluje přínosy pro teorii a vědu, pedagogiku a nakonec i podnikovou praxi.

Limity této disertační práce lze spatřovat v subjektivitě odpovědí jednotlivých finančních reditelů a počtu získaných dotazníků.

## SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY A ZDROJŮ

- ABRAHAMSON M., DE RIDDER A., RASBRANT J., 2011, *Information asymmetries among European Investors*, Evidence from Swedish IPOs, [online], dostupné z: <https://www.diva-portal.org>, citováno: 10.1.2018
- AGENCIA ZA TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV, 2018, *List and registers*, [online] dostupné z: <http://www.a-tvp.si/eng>, citováno: 24.3.2018
- ALLEN, F., FAULHABER, G. R., 1989, *Signalling by underpricing in the IPO market*, 1989, *Journal of Financial Economics* Volume 23, Issue 2, Pages 303-323, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x><https://www.sciencedirect.com>
- AMEER, R. 2012, *Macroeconomic Factors and Initial Public Offerings in Malaysia*, *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, vol. 8, no. 1, pp. 41-67.,
- AUSSENEGG, W., 1999, *Going Public in Poland: Case-by-Case Privatizations*, Working Paper Number 292, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x><https://ideas.repec.org/cgi> , citováno: 15.2.2018,
- AUTORITATEA DE SUPRAVEGHERE FINANCIARA, 2018, *ABout ASF*, , [online] dostupné z: <https://asfromania.ro/en/about-asf/our-mission>, citováno: 16.3.2018
- BANCEL, F., MITTOO, U.R., 2009, *Why do European firms go public*, *European financial management*, vol. 15, no. 4
- BANERJEE S., DAI L., SHRESTHA K., 2011, *Cross country IPOs: What explains differences in underpricing?* *Journal of corporate finance* 17, online na: <https://www.sciencedirect.com>, citováno: 9.1.2018
- BARTH, M. E., LANDSMAN W.R., LANG, M.H., 2008, *International Accounting Standards and Accounting Quality*, Volume46, Issue3, Pages 467-498, [online] dostupné z: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x>, citováno 25.8.2018
- BELKA, M. , 2001, *Poučení z polské transformace*, *Finance a úvěr*, roč. 4, č. 4, s. 217-233.

- BILSON, C. M.; BAILSFORD, T. J.; HOOPER, 2002, V. J., *Selecting macroeconomic variables as explanatory factors of emerging stock market returns*, Pacific-Basin Finance Journal, vol. 9, no. 4, pp. 401–426. ISSN 0927-538X.
- BJÖRCK, A., 1996, *Numerical Methods for Least Squares Problems*, SIAM Publications, Philadelphia PA, ISBN: 9780898713602
- BLACK, B. S.; GILSON, R. J., 1998, *Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets*, Journal of Financial Economics, vol. 47, no. 3, pp. 243–277. ISSN0304-405X.
- BOEHMER, E., LJUNGQVIST A., 2004, *On the Decision to Go Public: Evidence from Privately-Held Firms*, [online] dostupné z: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1294437](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1294437), citováno: 15.11.2017
- BONIN, P. J., WACHTEL, P., 2003, *Financial Sector Development in Transition Economies: Lessons from the First Decade*, Financial Markets, Institutions and Instruments, V. 12. No. 1, New York University, [online] dostupné z: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1468-0416.t01-1-00001>, citováno: 15.2.2018
- BONIN, P.J., 2004, *Banking in the Balkans: the structure of banking sectors in Southeast Europe*, Economic Systems 28, p. 141–153, [online] dostupné z: <https://www.elesevier.com>, citováno: 12.12.2017
- BORNSTEIN, M., 2007, *Non-standard methods in the privatization strategies of the Czech Republic, Hungary and Poland*, Economics of transition, [online] dostupné z: <https://wileyonlinelibrary>, citováno: 12.1.2018
- BOUZOUITA N., GAJEWSKI J.F., GRESSE C., 2012, *IPO underpricing, Post listing liquidity, and information asymmetry in the secondary market*, Université Paris-Dauphine, [online] dostupné z: <http://www.scholar.google.cz>, citováno: 14.1.2018.
- BRAU, J. C. – FRANCIS, B. – KOHERS, N., 2003, *The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence*, Journal of Business, vol. 76, no. 4. s. 583–612.
- BREINLINGER, L., GLOGOVA, E., 2002, *Determinants of Initial Public Offerings: A European Time-Series Cross-Section Analysis*, Working Paper. Wien: Oesterreichische Nationalbank, Financial Stability Report
- BRZESZCZYNSKI, J., 2014, *IPOs in Emerging Markets*, QFinance, cit. 16.1.2015, [online] dostupné z: <http://www.qfinance.com/financing-best-practice/ipos-in-emerging-markets?full>, citováno: 16.8.2018

BUCHAREST STOCK EXCHANGE, 2018, *About us and governance*, [online] dostupné z: <http://www.bvb.ro/AboutUs/Overview>, citováno: 4.4.2018

BULGARIAN STOCK EXCHANGE, 2018, *Rules and regulations*, [online] dostupné z: <https://www.bse-sofia.bg>

BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA, 2018 *Údaje o trhu*, [online] dostupné z: <https://www.pse.cz>, citováno: 20.2.2018

BUTLER A.W., O'CONNOR KEEFE M., KIERSCHNICK R., 2014, *Robust determinants of IPO underpricing and their implications for IPO research*, *Journal of Corporate Finance*, volume 27, 2014, [online] dostupné z: <https://www.sciencedirect.com>, citováno: 5.1.2018

BUZESCU.COM, Zákon č. 297/2004 o kapitálových trzích v platném znění, [online] dostupné z: <https://www.buzescu.com/romanian-capital-markets-laws/>, citováno: 11.1.2018

BUZESCU.COM, Nařízení č. 2/2006 o Regulovaných trzích a alternativních obchodních systémech BVB v platném znění, [online] dostupné z: <https://www.buzescu.com/romanian-capital-markets-laws/>, citováno: 11.1.2018

BUZESCU.COM, Nařízení č. 01/2006 vydaného Komisí pro cenné papíry pro emitenta a operace s cennými papíry v platném znění, [online] dostupné z: <https://www.buzescu.com/romanian-capital-markets-laws/>, citováno: 5.1.2018

CAREY, P., FANG, V., ZHANG, H.F., 2016, *The role of optimistic news stories in IPO pricing*, *Int. Fin. Markets, Inst. and Money* 41, 16–29, online na: <https://www.elsevier.com/locate/intfin>, citováno: 5.12.2017

CEESEG, 2018, *Facts and figures*, [online] dostupné z: <https://www.ceeseg.com/uploads/u/ceeseg/files/facts-figures.pdf>, citováno: 16.04.2018

COFFEE, J.C., 1999, *The Lessons from Securities Market Failure*, 1999, *Journal of Corporation Law*, vol. 25, pp. 1-39, [online] dostupné z: <https://papers.ssrn.com/abstract=215608>, citováno: 22.1.2018

CHROMÝ, J., 2014, *Práce s empirickými daty*, Nakladatelství Karolinum, Praha, ISBN: 978-80-246-2801-1, [online] dostupné z: <https://books.google.cz/>, citováno: 27.12.2017



- COOK D.O., KIESCHNICK, R., VAN NESS, R.A., 2006, *On the marketing of IPOs*, Journal of Financial Economics 82, 35–61, [online] dostupné z: <https://www.sciencedirect.com>, citováno: 18.1.2018
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2018, *Regulace a dohled nad kapitálovým trhem*, [online] dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/dohled\\_financni\\_trh/vykon\\_dohledu/postaveni\\_dohledu/kapitalovy\\_trh](http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/vykon_dohledu/postaveni_dohledu/kapitalovy_trh)), citováno: 15.3.2018
- ČORNAČIČ A., NOVÁK J., 2013, *Signaling by underpricing the initial public offerings of primary listings in an emerging market*, Institut ekonomických studií, Fakulta sociálních věd, Univerzita Karlova v Praze, [online] dostupné z: <https://www.ies.fsv.cuni.cz>, citováno: 9.1.2018
- DE ALBORNOZ NOGUER., B.G., POPE P.F., 2004, *The determinants of the going public decision: Evidence from the U.K.*, IVIE working papers, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A., WP-AD 2004-22
- DĚDIČ J., ŠTENGLOVÁ I., KŘÍŽ R., ČECH P., 2012, *Akciové společnosti*, 7., přepracované vydání Praha: C. H. Beck, 697s., ISBN: 9788074004049
- DEMEKAS, D.G., KHAN, M.S., 1991, *The Romanian economic reform program*, International Monetary Fund. Research Dept, International Monetary Fund. European Dept, [online] dostupné z: <https://books.google.cz>, citováno: 2.2.2018
- DEMERS, E., LEWELLEN, K., 2003, *The marketing role of IPOs: evidence from internet stocks*, Journal of Financial Economics, Volume 68, Issue 3, Pages 413-437, [online] dostupné z: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X03000722>, citováno 9.8.2018
- DETIENNE, D.R., MCKELVIE A., CHANDLER G.N., 2015, *Making sense of entrepreneurial exit strategies: A typology and test*, Journal of Business Venturing 30 255–272, [online] dostupné z: <https://www.science direct.com>, citováno: 19.12.2017
- DRAHO J., 2004, *The IPO Decision, Why and how companies go public*, Edward Elgar Publishing Ltd., 385s, ISBN:9781845426385
- DUHNEA, C., VANCEA D., P., C., MITRESCU, S. G., 2011, *The motivation, the costs and the particularities of the initial public offerings on the Romanian capital market*, Revista economică Nr. 6(59) Vol. I, [online] dostupné z:

[https://economice.ulbsibiu.ro/revista.economica/archive/RE %206-59.001-2011.pdf](https://economice.ulbsibiu.ro/revista.economica/archive/RE%206-59.001-2011.pdf), citováno:4.2.2018

DYKER, D.A., VEJVODA, I, 1996, *.Yugoslavia and After: A Study in Fragmentation, Despair and Rebirth*, Routledge, New York, ISBN: 13: 978-0582246379

ECKSTEIN, H., *Case study and theory in political science*, London: Sage Publications, 119-163p. ISBN:9780520077225

EBRD.COM, 2018, *Securities market act*, [online] dostupné z: <https://www.ebrd.com/downloads/legal/securities/slovsm.pdf>, citováno 6.3.2018

EIBIS, 2017, *EIB investment survey 2017 among EU countries*, [online] dostupné z: <http://www.eib.org/en/infocentre/publications/all/>, citováno 8.8.2018

EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA, 2001, *Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES o přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny*, [online] dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/collection/eu-law.html>, citováno: 4.1.2018

EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA, 2003, *Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování a o změně směrnice 2001/34/ES*, [online] dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/collection/eu-law.html>, citováno: 4.1.2018

EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA, 2004, *Směrnici Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES*, [online] dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/collection/eu-law.html>, citováno: 4.1.2018

EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA, 2014, *Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/ES ze dne 21. dubna 2014 o trzích finančních nástrojů, o změně směrnice Rady 85/611/EHS a 93/6/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES a o zrušení směrnice Rady 93/22/EHS*, [online] dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/collection/eu-law.html>, citováno: 5.1.2018

IFRS, 2018, *IFRS application*, [online] dostupné z: <https://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/european-union/>, citováno: 22.8.2018

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, 2014, *Information note-Languages accepted for the purpose of the scrutiny of the Prospectus and requirements*

of translation of the Summary, [online] dostupné z: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-esma-342\\_languages\\_accepted\\_for\\_the\\_purpose\\_of\\_the\\_scrutiny\\_of\\_the\\_prospectus.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-esma-342_languages_accepted_for_the_purpose_of_the_scrutiny_of_the_prospectus.pdf), citováno: 20.4.2018

FEDERATION OF EUROPEAN SECURITIES EXCHANGES, 2018, Historical data-Monthly factsheets, [online] dostupné z: <http://www.fese.eu/statistics-market-research/historical-data>, citováno: 5.1.2018

FINANCIAL SUPERVISION COMMISSION, 2018, *About FSC*, [online] dostupné z: <https://www.fsc.bg/en>, citováno: 10.3.2018

FINANCIAL SUPERVISION COMMISSION, 2018, *Regulator activity*, legal framework, [online] dostupné z: <http://www.fsc.bg/en/functions/regulatory-activity/>), citováno: 7.4.2018

FRANIČEVIĆ, V., KRAFT, E., 1997, *Croatia's economy after Stabilization*, Europe-Asia studies, vol. 49, No 4, 1997, 669-691

GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH, 2018, *Statystyki*, [online] dostupné z: <https://www.gpw.pl>, citováno: 7.4.2018

GLAESER, E., JOHNSON, S., SHLEIFER, A., 2001, *Coase versus the coasians*, The Quarterly Journal of Economics, August 2001, [online] dostupné z: <https://scholar.harvard.edu/shleifer/publications/coase-versus-coasians>, citováno: 8.1.2018

GREENE, W. H., 2003, *Econometric Analysis, fifth edition*, Prentice Hall, ISBN 0-13-066189-9.

GROH, A., P. & VON LIECHTENSTEIN, H. & LIESER, K., 2010. *The European Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indices*, Journal of Corporate Finance, 16(2), 205–224

GUP, B.E., 2006, *Capital Markets, Globalization, and Economic Development*, Springer Science & Business Media, Jul 20, Business & Economics, [online] dostupné z: <http://books.google.cz>

HANFA, 2018, *Regulations*, [online] dostupné z: <https://www.hanfa.hr/regulations/>, citováno 30.3.2018

- HELWEGE, J – PACKER, F., 2003 *The Decision to Go Public: Evidence from Mandatory SEC Filings by Private Firms*, [online] dostupné z: <http://www.cob.ohiostate.edu/fin/dice/papers/2003/2003-18.pdf>, cit. 15.2.2018.
- HOQUE H., 2013, *Role of asymmetric information and moral hazard on IPO underpricing and lock up*, Journal of international Financial Markets, Institutions and Money, volume 30, [online] dostupné z: <http://www.sciencedirect.com>, citováno: 12.11.2017.
- CHEMMANUR, T. J., 1993, *The pricing of initial public offers: A dynamic model with information production*. Journal of Finance, vol. 48, s. 285–304. ISSN 0022-1082.
- CHEMMANUR, T. J.; FULGHIERY, A., 1999, *Theory of the Going-Public Decision*. Review of Financial Studies, vol. 12, no. 2, pp. 249–279. ISSN 0893-9454.
- CHOE, H.; MASULIS, R. W.; NANDA, V., 1993, *Common stock offerings across the business cycle: Theory and evidence*. Journal of Empirical Finance, 1993, vol. 1, no. 1, pp. 3-31. ISSN 0927-5398.
- INFLATION.EU, 2018, *Historic inflation – CPI inflation year pages*, [online] dostupné z: <http://www.inflation.eu/inflation-rates/historic-cpi-inflation.aspx>, citováno: 31.3.2018
- INVESTOPEDIA, 2018, *Initial public offering*, [online] dostupné z: <http://www.investopedia.com/terms/i/ipo.asp>, citováno: 8.1.2018
- JENKINSON, T., LJUNGQVIST, A., 2001, *Going public: The theory and evidence on how companies raise equity finance*, Oxford university press, ISBN:0-19-829599-5, [online] dostupné z: <http://books.google.com>, citováno: . 14.11.2017
- KARASAVVOGLOU A., POLYCHRONIDOU, P., 2012, *Balkan and Eastern European Countries in the Midst of the Global Economic Crisis*, Springer Science & Business Media, Jul 26, 2012 - Business & Economics - 174 pages
- KARPOFF J.M., LEE G., MASULIS R.W., 2013, *Contracting under asymmetric information: Evidence from lock up agreements in season equity offerings*, Journal of financial Economics, volume 110, 2013, [online] dostupné z: <http://www.sciencedirect.com>, citováno: 16.1.2018
- KIM, W., WEISBACH, M., S., 2008, *Motivations for public equity offers: An international perspective*. Journal of Financial Economics, Vol. 87, No.2, pp. 281–307.

- KOMISJA NADZORU FINASOWEGO, 2018, *Regulations and practice*, [online] dostupné z: <https://www.knf.gov.pl/en/>, citováno: 25.3.2018
- KONEČNÝ, M., 1993, *Metodologie vědy a výzkumu*. 1. vyd. Brno: Fakulta podnikatelská VUT v Brně, Knihovně FP VUT v Brně, evidenční číslo S 5274.
- KOTÁSEK, J., POKORNÁ J.. 2009, *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů*. 5. vyd. Praha : C.H. Beck, ISBN: 9788071798552
- KRAFT, E., JANKOV, L., 2005, *Does speed kill? Lending booms and their consequences in Croatia*, *Journal of Banking & Finance* Volume 29, Issue 1, Pages 105-121
- KURZY.CZ, 2018, *Nový občanský zákoník*, [online] dostupné z: <https://zakony.kurzy.cz/89-2012-obcansky-zakonik/paragraf-2002/>, citováno: 2.2.2018
- LYÓCSA Š., 2014, *Growth-returns nexus: Evidence from three Central and Eastern European countries*, [online] dostupné z: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0264999314002788>, citováno: 8.8.2018
- LJUBLJANSKA BORZA, 2018, *For issuers*, [online] dostupné z: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1486>, citováno: 17.3.2018
- LOUGHRAN, T., RITTER, J. R., 1995, *The new issues puzzle*. *Journal of Finance*, vol. 50, no. 1, s. 23–51. ISSN 0022-1082.
- LOUGHRAN, T., RITTER, J. R., RYDQVIST, K. 1994, *Initial Public Offerings: International Insight*. *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 2, s. 165–199. aktualizováno 5.1. 2018. ISSN 0927-538X.
- LOWERY, M. 2002, *Why does ipo volume fluctuate so much?* *Journal of Financial Economics*, vol. 67, s. 3–40. ISSN 0304-405X.
- MAGYAR NEMZETI BANK, *Capital market regulation and legislation*, [online] dostupné z: <https://www.mnb.hu/en/supervision/regulation/legislation>, citováno 15.2.2018
- MAKSIMOVIC, V., PICHLER, P., 2001, *Technological innovation and initial public offerings*, *Review of Financial Studies*, 14 (2001), pp. 459-494, [online] dostupné z: <https://doi.org/10.1093/rfs/14.2.459>, citováno: 17.1.2018

- MELLO, A. S. – PARSONS, 1998, J. E., *Going Public and the Ownership Structure of the Firm*, Journal of Financial Economics, vol. 49, s. 79–109. ISSN 0304-405X.
- MELUZÍN T., ZINECKER M., 2009, *IPO prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*, Computer Press a.s., Brno, 188s., ISBN:978-80-251-2620-2
- MELUZÍN, T., 2009, *Výzkum prvotních veřejných nabídek akcií Realizovaných na českém kapitálovém trhu*, E + M EKONOMIE A MANAGEMENT, strana 121, [online] dostupné z: <http://www.ekonomie-management.cz>, citováno: 13.12.2017
- MELUZÍN, T.; ZINECKER, M.; ŁAPIŃSKA, 2014, J., *Determinants of Initial Public Offerings: The Case of Poland*. Journal of Quantitative Methods for Economics and Business Administration, vol. 18, pp. 5-17. ISSN 1886-516X.
- MENCINGER, J., 2005, *The slovenian transition model*, Montenegrin journal of economics, [online] dostupné z: [http://www.repec.mnje.com/mje/2005/v01-n01/mje\\_2005\\_v01-n01-a17.pdf](http://www.repec.mnje.com/mje/2005/v01-n01/mje_2005_v01-n01-a17.pdf), citováno: 3.2.2018
- MERVART, J., 1977, *Základy metodologie vědy*. 1. vyd. Svoboda Praha: Brno, ISBN 25-067-77.
- MILEVA, Y., 2014, *Stav a problémy v obchodu bse-sofia a obchodování v podmínkách finanční krize (Състояние и проблеми в търговията на бфб-софия ад в условията на финансова криза)*, New Knowledge Journal of Science Vol. 3, No.3,ISSN 2367-4598, [online] dostupné z: [science.uard.bg/index.php/newknowledge/article/viewFile/48/45](http://science.uard.bg/index.php/newknowledge/article/viewFile/48/45), citováno:6.2.2018
- MILLER J.B., PETRANOV, S., 2000, *The first wave of mass privatization in Bulgaria and its immediate aftermath*, Economics of Transition Volume 8 (1) 2000, 225–250
- MILOS, L., R., 2008, *A review of the ipo activity on the Romanian capital market. Comparative analysis with the international capital market*, Analele stiintifice ale universităţii „ALEXANDRU IOAN CUZA” din iasi tomul lv. [online] dostupné z: <http://docplayer.net>, citováno:4.2.2018
- MLČOCH, L., 2000, *Úvahy o české ekonomické transformaci*, Nakladatelství Vyšehrad, ISBN:80-7021-389-2

- MOLNÁR, Z., MILDEOVÁ, S., ŘEZÁNKOVÁ, H., BRIXÍ, R., KALINA J., 2012, *Pokročilé metody vědecké práce*, 1. vyd. Praha, Profes consulting, ISBN 978-80-7259-064-3
- MOSKOVIČ, B., 2017, *Mezi Titem a Tudymanem*, 1. vydání, Univerzita Karlova, Filozofická fakulta, ISBN: 978-80-7308-711-1
- MRAK, M., ROJEC, M., SILVA-JAUREGUI, C., 2004, *Slovenia: From Yugoslavia to the European Union*, The World bank, Washington D.C., [online] dostupné z: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/15032>, citováno: 5.3.2018
- NORONHA G., 2011, Reverse LBO underpricing: Information asymmetry or price support?, *Journal of applied business research*, volume 13, number 3, [online] dostupné z: <http://www.cluteinstitute.com>, citováno: 11.1.2018
- NÝVLTOVÁ R., REŽŇÁKOVÁ M., 2007, *Mezinárodní kapitálové trhy - zdroj financování*, Grada Publishing a.s., 224s, ISBN: 8024763397
- OECD, 2001, *Corporate governance in Romania*, [online] dostupné z: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/2390703.pdf>, citováno: 2.2.2018
- OXERA, 2006, *The cost of raising capital: An international comparison*, [online] dostupné z: [http://www.oxera.com/cmsDocuments/Agenda\\_July\\_%2006/Cost%20of%20raising%20capital.pdf](http://www.oxera.com/cmsDocuments/Agenda_July_%2006/Cost%20of%20raising%20capital.pdf), citováno: 4.1.2018
- PAGANO, 1996, M., *The flotation of companies on the stock market- A coordination failure model*, *European economic review*, 37, 1101-25, [online] dostupné z: <http://www.sciencedirect.com>, citováno: 18.11.2017
- PAGANO, M., PANETTA, F., ZINGALES, L., 1998, *Why do companies go public? An empirical analysis*. *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 1, p 27-64.
- PALEARI, S., PIAZZALUNGA, D., REDONDI R., VISMARA S., 2006, *Academic EurIPO Fact Book 2006*, Bergamo: Universoft, 137 s. ISBN 1-4196-4673-7.
- PATRIA.CZ, 2018, *Proces IPO den po dni*, [online] dostupné z: <https://www.patria.cz/ipo/osoby.html>, citováno: 9.3.2018
- PATTON, M.Q., 2014, *Qualitative research and evaluation methods : Integrating Theory and Practice*, SAGE Publications, 832s, 9781483301457

- PETERLE, P. 2013, *Internal characteristics and external factors of IPO activities in Central and Eastern Europe: Empirical analysis and comparison*. Ljubljana: Faculty of Economics of the University of Ljubljana, Working Paper, 2013. 30 p.
- PISTOR, K., 2001, *Law as a determinant for equity market development: The experience of transition economies*, University of Michigan Press, 2001, [online] dostupné z: <https://books.google.cz/books>, citováno: 25.3.2018
- POLISH INVESTMENT AND TRADE AGENCY, Zákon o kapitálovém trhu a finančních instrumentech, [online] dostupné z: [https://www.paih.gov.pl/polish\\_law/the\\_capital\\_market\\_financial\\_instruments](https://www.paih.gov.pl/polish_law/the_capital_market_financial_instruments), citováno 20.3.2018
- POLISH INVESTMENT AND TRADE AGENCY, Zákon o veřejných nabídkách [online] dostupné z: [https://www.paih.gov.pl/polish\\_law/the\\_capital\\_market\\_financial\\_instruments](https://www.paih.gov.pl/polish_law/the_capital_market_financial_instruments), citováno 20.3.2018
- PORTÁL VEŘEJNÉ SPRÁVY, 2018, *Otevřená data*, [online] dostupné z: <http://portal.gov.cz/app/zakony/zakonpar.jsp?page=0&idbiblio=57771&recshow=1&nr=190~2f2004&rpp=15#parent>), citováno: 16.01.2018
- PRICEWATERHOUSECOOPERS, 2018, IPO watch annual reports 2004-2016, [online] dostupné z: <https://www.pwc.co.uk/services/audit-assurance/capital-markets-accounting-advisory-and-structuring/insights/ipo-watch-europe-all-editions.html>, citováno 20.8.2018
- RAMET, S., P., 2018, *Balkal babel, The Disintegration Of Yugoslavia From The Death Of Tito To The Fall Of Milosevic, Fourth Edition*, New York, [online] dostupné z: <https://www.taylorfrancis.com/books/9780429963957>, ISBN:9780429963957
- REES, W. P., 1997, *The arrival rate of initial public offers in the UK.*, European Financial Management, vol. 3, no. 1, pp. 45-62. ISSN 1468-036X.
- REES, W.P. 2002, *The Arrival Rate of Initial Public Offers in the UK*, European financial management, [online] dostupné z: <https://library.com>, citováno: 13.12.2017
- REJNUŠ, O., 2014, *Finanční trhy: 4., aktualizované a rozšířené vydání*, Grada Publishing a.s., Praha, ISBN: 978-80-247-3671-6
- REŽŇÁKOVÁ M., 2005, *Finanční management, 1. Díl*, Akademické nakladatelství CERM, ISBN:80-214-3035-4



- ŘEZANKOVÁ, H., 2010, *Analýza dat z dotazníkového šetření*, Praha, Professional publishing, ISBN: 978-80-7431-019-5
- RITTER, J. R., WELCH, I. 2002, *A review of IPO activity, pricing, and allocation*, Journal of Finance, vol. 57, no. 4, s. 1795–1828. ISSN:0022-1082.
- RITTER, J. R., 1991, *The Long-Run Performance of initial Public Offerings*, The Journal of Finance, volume 46, issue 1, pages 3–27
- ROSS, S.A., WESTERFIELD, R.W. , JORDAN, B.D., 1996, *Essentials of Corporate finance*, Von Hofmann Press, ISBN:0-256-16986-1
- ROŽENSKÝ, V., 2008, *IPO na středoevropských akciových trzích (Initial Public Offerings on Central European stock markets)*, Univerzita Karlova v Praze, Fakulta sociálních věd
- RYDQVIST, K., HOGHOLM, K., 1995, *Going public in the 1980s-Evidence from Sweden*, European financial management, 1, s. 287-316, [online] dostupné z: <https://library.com>, citováno: 20.12.2017
- SAVA, C.C., 2013, *East-European stock exchanges in the context of financial crisis*, Theoretical and Applied Economics Volume XX, No. 2, pp. 159-168, [online] dostupné z: [store.ectap.ro/articole/836.pdf](http://store.ectap.ro/articole/836.pdf), citováno: 3.2.2018
- SIQI, L., 2010, *Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital?*. The Accounting Review: March 2010, Vol. 85, No. 2, pp. 607-636, [online] dostupné z: <http://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/accr.2010.85.2.607?code=aaan-site>, citováno 15.8.2018
- SCHINDELE, I., PEROTTI E., C., 2002, *Pricing Initial Public Offerings in Premature Capital Markets: The Case of Hungary*, Fondazione Enrico Mattei, [online] dostupné z: [faculty.som.yale.edu/zhiwuchen/EmergingMarkets/Hungary.pdf](http://faculty.som.yale.edu/zhiwuchen/EmergingMarkets/Hungary.pdf), citováno: 28.1.2018
- SMITH, S. C., CIN, B. C., AND VODOPIVEC, M., 1997. *Privatization Incidence, Ownership Forms, and Firm Performance: Evidence from Slovenia*. Journal of Comparative Economics, 25(2), 158- 179. doi: 10.1006/jcec.1997.1463
- SOJKA, Z., DOSTÁL, P., 2008, *Elliottovy vlny*, EAN/ISBN: 9788073996307 Librix.eu, [online] dostupné z: <http://librix.eu>, citováno: 5.11.2017
- STEFANOVA, J., 2015, *The Serbian and the Bulgarian capital markets within the context of the EU integration*. Journal of Business and Economics, ISSN 2155-7950, USA

- June 2015, Volume 6, No. 6, pp. 1233-1244, [online] dostupné z: <https://www.researchgate.net/publication/282531057>, citováno: 5.2.2018
- STIGLITZ, J. E., OCAMPO, J.A., 2008, *Capital Market Liberalization and Development*, OUP Oxford- Business & Economics
- STRINGHAM, E., BOETTKE, P., CLARK, J.R., 2008, *Are regulations the answer for emerging stock markets? Evidence from the Czech Republic and Poland* *The Quarterly Review of Economics and Finance* 48, 541–566, [online] dostupné z: <http://www.elsevier.com>
- SUBRAHMANYAM, A., TITMAN, S., 1999, *The Going-Public Decision and the Development of Financial Markets*, *THE JOURNAL OF FINANCE* • VOL. LIV, NO. 3, [online] dostupné z: <https://onlinelibrary.wiley.com>, citováno: 31.12.2017
- SYNEK, M., SEDLÁŘOVÁ H., VÁVROVÁ H., 2007, *Jak psát bakalářské, diplomové, doktorské a jiné písemné práce*, 2. př. Vydání, Praha, Oeconomica, ISBN 978-80-245-1212-9
- ŠIROKÝ, J., 2011, *Tvoříme a publikujeme odborné texty*, Brno, Computer press, ISBN: 978-80-251-3510-5
- VALACH J., 2001, *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*, 1. vyd.. Praha:EKOPRESS, 447s., ISBN: 80-86119-38-6
- WIENERBORSE.AT, 2018, *Vienna stock Exchange news*, [online] dostupné z: (<https://www.wienerbourse.at/en/news/vienna-stock-exchange-news/news/ceeseg-and-oekb-sell-stakes-in-budapest-stock-exchange-to-hungarian-national-bank/>), citováno: 6.4.2018
- YIN, R. K., 2009, *Case study research: design and methods*. 5. vyd., Svazek Applied social research methods series. Los Angeles: Sage, 219 s. ISBN 978-1-4129-6099-1
- YOSHA, O., 1995, *Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source*, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 4, no. 1, s. 3–20. ISSN 1042-9573.
- ZAGREBAČKA BURZA, 2018, *O burzi*, [online] dostupné z: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=64271>, citováno: 5.4.2018
- ZÁKONY PRO LIDI.CZ. 2012, *Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech*, [online] dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz>, citováno: 6.1.2018

ZÁKONY PRO LIDI.CZ. 2004, *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu č. 256/2004 Sb.*, [online] dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz>, citováno: 6.1.2018

ZÁKONY PRO LIDI.CZ. 2012, *Zákon č. 89/2012 Sb, Občanský zákoník nový*, [online] dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz>, citováno: 6.1.2018

## **SEZNAM ZKRATEK**

- ATVP** Agencia za trg vrednostnih papirjev  
**ATS** Alternative trading systém  
**ASF** Autoritatea de supraveghere financiara  
**BCPP** Burza cenných papírů Praha  
**BÉT** Budapest stock exchange  
**BSE** Bulgarian stock exchange  
**BVB** Bucarest stock exchange  
**CEE** Central Eastern Europe  
**CEESEG** Central Eastern Europe stock exchange group  
**ČNB** Česká národní banka  
**ESMA** European securities and markets Authority  
**EU** European Union  
**EUR** Euro  
**FESE** Federation of stock exchanges  
**FSC** Financial supervision commision  
**HDP** Hrubý domácí produkt  
**IPO** Initial public offering  
**LJSE** Ljubljana stock Exchange  
**NASDAQ** National Association of Securities Dealers Automated Quotations  
**OECD** Organisation for Economic Co-operation and Development  
**PE/VC** Private equity/venture capitalist  
**PR** Public relations  
**PwC** PricewaterhouseCoopers  
**USA** United States of America  
**USD** United States Dollar  
**WPG** Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie  
**ZSE** Zagreb stock exchange

## SEZNAM TABULEK

Tabulka 1 Motivy a bariéry IPO .....	29
Tabulka 2 Vývoj tržní kapitalizace na BCPP v letech 2004 - 2016 (ml. EUR).....	37
Tabulka 3 Počet společností s kotovanými akciemi na BCCP .....	39
Tabulka 4 Počet transakcí a obrat transakcí na BCPP v letech 2004 - 2016 v ml. EUR	40
Tabulka 5 Vývoj počtu primárních emisí akcií na BCPP.....	41
Tabulka 6 Vývoj tržní kapitalizace na GPW ve vztahu k HDP v letech 2004 - 2016 v ml. EUR.....	44
Tabulka 7 Počet společností s kotovanými akciemi na GPW 2004 - 2016.....	46
Tabulka 8 Počet transakcí a obrat na GPW 2004 - 2016.....	47
Tabulka 9 Počet IPO a jejich hodnota v ml. EUR od 2004 - 2016 .....	48
Tabulka 10 Vývoj tržní kapitalizace BVB mezi lety 2004 - 2016.....	51
Tabulka 11 Vývoj počtu společností s kotovanými akciemi .....	53
Tabulka 12 Počet transakcí a obratů na BVB mezi roky 2004 - 2016 .....	54
Tabulka 13 Počet IPO a jejich hodnota v ml. EUR od 2004 - 2016 .....	54
Tabulka 14 Vývoj tržní kapitalizace na BSE v letech 2004 - 2016 v ml. EUR.....	57
Tabulka 15 Vývoj počtu společností s kotovanými akciemi .....	59
Tabulka 16 Počet transakcí a obrat na BSE v roce 2004 - 2016 (ml. EUR).....	60
Tabulka 17 Počet IPO na BSE 2004 - 2016 .....	62
Tabulka 18 Vývoj tržní kapitalizace na BÉT v letech 2004 - 2016 (ml. EUR).....	64
Tabulka 19 Vývoj počtu společností s kotovanými akciemi .....	65
Tabulka 20 Počet transakcí a obrat na BÉT v roce 2004 - 2016 (ml. EUR) .....	66
Tabulka 21 Vývoj počtu IPO na BÉT v roce 2004 - 2016 .....	67
Tabulka 22 Vývoj tržní kapitalizace na LJSE v letech 2004 - 2016.....	71
Tabulka 23 Počet společností s kotovanými akciemi v letech 2004 - 2016 na LJSE .....	73
Tabulka 24 Počet transakcí a hodnota obratu na LJSE mezi roky 2004 - 2016 .....	74
Tabulka 25 Počet IPO na LJSE od roku 2004 - 2016 .....	74
Tabulka 26 Vývoj tržní kapitalizace na ZSE v letech 2004 - 2016 .....	77
Tabulka 27 Počet společností s kotovanými akciemi v letech 2004 - 2016.....	79
Tabulka 28 Počet transakcí a obrat na ZSE .....	80
Tabulka 29 Počty IPO na ZSE od roku 2004 - 2016.....	81

Tabulka 30 Celkový počet a hodnota IPO ve vybraných zemích regionu CEE od 2004 - 2016.....	83
Tabulka 31 Charakteristika výzkumného vzorku.....	86
Tabulka 32 Výsledky dotazování – Motivy pro IPO.....	98
Tabulka 33 Výsledky M-L Chí kvadrát testu – vybrané motivy IPO.....	100
Tabulka 34 Výsledky dotazování – Motivy pro IPO na zahraniční burze.....	105
Tabulka 35 Výsledky dotazování - bariéry ovlivňující IPO.....	113
Tabulka 36 Výsledky M-L Chí kvadrát testu - nevýhody IPO.....	115
Tabulka 37 Výsledky výzkumu - Makroekonomické faktory IPO.....	123
Tabulka 38 Výsledky M-L Chí kvadrát testu – makroekonomické faktory IPO.....	126

## SEZNAM GRAFŮ

Graf 1 Vývoj tržní kapitalizace na BCCP a HDP 2004 - 2016 (ml. EUR) .....	38
Graf 2 Vývoj tržní kapitalizace na GPW a HDP 2004 - 2016 (ml. EUR).....	45
Graf 3 Vývoj tržní kapitalizace BVB a HDP 2004 - 2016 (ml. EUR).....	52
Graf 4 Vývoj tržní kapitalizace na BSE a HDP 2004 - 2016 (ml. EUR) .....	59
Graf 5 Vývoj tržní kapitalizace na BÉT a HDP, 2004 - 2016 (ml. EUR).....	65
Graf 6 Vývoj tržní kapitalizace na LJSE a HDP 2004 - 2016 (ml. EUR).....	72
Graf 7 Vývoj tržní kapitalizace na ZSE a HDP, 2004 - 2016 (ml. EUR) .....	78

## SEZNAM PŘÍLOH

Příloha č. 1 Curriculum vitae

Příloha č. 2 Publikační činnost

Příloha č. 3 Výzkumné výsledky, otázka č.1, mladé vs. zralé společnosti

Příloha č. 4 Výzkumné výsledky, otázka č. 2, mladé vs. zralé společnosti

Příloha č. 5 Výsledky výzkumu, otázka č. 3, mladé vs. zralé

Příloha č. 6 Výsledky výzkumu, otázka č. 1, malé vs. velké

Příloha č. 7 Výsledky výzkumu, otázka č. 2, malé vs. velké

Příloha č. 8 Výsledky výzkumu, otázka č. 3, malé vs. velké

Příloha č. 9 Výsledky výzkumu, otázka č. 1, široce vlastněné vs. rodinné vs. soukromě vlastněné

Příloha č. 10 Výsledky výzkumu, otázka č. 2, široce vlastněné vs. rodinné vs. soukromě vlastněné

Příloha č. 11 Výsledky výzkumu, otázka č. 3, široce vlastněné vs. rodinné vs. soukromě vlastněné

Příloha č. 12 Výzkumný dotazník



Curriculum vitae **Sylvia Plottová**

**Osobní údaje**

Jméno: Sylvia Plottová

Email: sylvia.plottova@vut.cz

**Vzdělání a odborná příprava**

2012 – nyní: Doktorský studijní obor Podnikové finance

Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská

Disertační práce na téma: Perspektivy IPO v regionu střední a východní Evropy

2009 – 2012: Magisterský studijní obor European bussines and finance

Nottingham Trent University a Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská

Diplomová práce na téma: Marketeting strategy for new market development

2009 – 2012: Magisterský studijní program Řízení a ekonomika podniku

Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská,

Diplomová práce na téma: Zhodnocení finanční situace a návrhy na zlepšení v problémových oblastech

2003 – 2006: Bakalářský studijní obor, Management v podnikání

Vysoká škola Karla Engliše v Brně

Bakalářská práce na téma: Podnikatelský záměr

**Pedagogická činnost**

Vysoké učení technické v Brně, Enterprise economics, bakalářský obor, přednáška a cvičení

Vysoké učení technické v Brně, Ekonomika podniku, bakalářský obor, cvičení

Vysoké učení technické v Brně, Bankovní produkty a služby, bakalářský obor, cvičení

Vysoké učení technické v Brně, Pojišťovnictví, bakalářský obor, cvičení  
Newton college, magisterský obor, Ekonomie inovací, přednáška a cvičení  
Newton college, Podniková ekonomika, bakalářský obor, cvičení  
Newton college, Základy ekonomické analýzy, bakalářský obor, přednáška a cvičení,  
Newton college, Makroekonomické teorie, magisterský obor, přednáška a cvičení,  
Newton college, Corporate business, přednáška a cvičení

### **Akademické zahraniční stáže**

Duben-květen 2015: Ekonomická univerzita v Bratislavě, studijní stáž

### **Jazykové znalosti**

Angličtina na plynulé úrovni, pasivní znalost francouzského jazyka.

### **Pracovní zkušenosti**

2012 – 2013: Komerční banka a.s., Brno, Česká republika  
Poradce v oblasti bankovníctví pro segment malých podniků

2010 – 2011: Monster Worldwide, Brno, Česká republika  
Mezinárodní zpravodajský analytik

2008 – 2009: PSA Parts Ltd., Londýn, Spojené království  
Kancelářský asistent

2006 – 2007: Interoute Czech, s.r.o., Praha, Česká republika  
Reportující specialista v oblasti kvality dat

### **Projekty**

GA13-38047s, Strategie IPO – specifické přístupy v regionu CEE  
FP-S-18-5074, Vývojové trendy ekonomického řízení podniku v prostředí evropské ekonomiky

## Příloha č. 2 Publikační činnost

Článek v časopise:

MELUZÍN, T.; ZINECKER, M.; KOVANDOVÁ, S., *IPO Timing Determinants: Empirical Evidence on the Polish Capital Market*, Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis, Brno, 2013, s. 2499-2506, ISSN 1211 – 8516, (podíl doktoranda 25%)

KOVANDOVÁ, S.; ZINECKER, M. *Macroeconomic Determinants of IPO Activity in Poland between 1993 and 2013*, TRENDY EKONOMIKY A MANAGEMENTU, 2015, vol. IX, no. 23, p. 24-31. ISSN: 1802-8527., (podíl doktoranda 50%)

PLOTTOVÁ, S. *Prvotní emise akcií (ipo) v české republice a polsku: komparativní pohled*, Scientia&Societas, 2018, roč. XIV, č. 2, s. 79-86. ISSN: 1801-7118. (podíl doktoranda 100%)

PLOTTOVÁ, S. *Vlivy tržních ukazatelů na primární veřejné nabídky akcií ve vybraných zemích EU*, Auspicia. Vysoká škola evropských a regionálních studií, o.p.s., Filozofický ústav AV ČR, v. v. i. AE AD, 2018, č. 2, s. 20-28. ISSN: 1214-4967., (podíl doktoranda 100%)

Článek ve sborníku:

MELUZÍN, T.; ZINECKER, M.; KOVANDOVÁ, S. *Macroeconomic Factors and Initial Public Offerings in Poland*, Mathematical Methods in Finance and Business Administration. WSEAS. Athens, GREECE: WSEAS Press, 2014. p. 132-138. ISBN: 978-960-474-360-5., (podíl doktoranda 33%)

BRAUNER, R.; PLOTTOVÁ, S. *Factors that affect the market prices of flat renting*, Proceedings of the 14th International Scientific Conference "European Financial Systems 2017". Brno: Masaryk university, 2017. p. 50-59. ISBN: 978-80-210-8609-8., (podíl doktoranda 10%)

PLOTTOVÁ, S. *Going Public in selected CEE capital markets: Empirical Evidence on IPO volumes and drivers*, European Financial Systems 2018. Proceedings of the 15th International Scientific Conference. Brno: Masarykova univerzita, 2018. p. 536-540. ISBN: 978-80-210-8981-5., (podíl doktoranda 100%)

PLOTTOVÁ, S., *Capital Market Determinants of Going Public: The Evidence from CEE Capital Markets*, European Financial Systems 2018. Proceedings of the 15th International Scientific Conference. Brno: Masarykova Univerzita, 2018. p. 541-548. ISBN: 978-80-210-8981-5., (podíl doktoranda 100%)

Příloha č. 3 Výzkumné výsledky, otázka č.1, mladé vs. zralé společnosti

Otázka 1 - Mladé	a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l	m	n	o	p	q	r	s	t
Mean	4,78	3,00	3,44	3,67	3,11	3,11	1,89	2,00	2,89	4,11	2,89	2,78	2,44	3,89	1,67	4,00	3,33	3,00	3,56	3,50
Median	5,00	4,00	3,00	4,00	4,00	3,00	1,00	1,00	2,00	4,00	3,00	3,00	2,00	4,00	1,00	4,00	4,00	3,00	4,00	3,50
Mode	5,00	4,00	5,00	5,00	4,00	4,00	1,00	1,00	2,00	4,00	4,00	3,00	4,00	4,00	1,00	4,00	4,00	4,00	4,00	3,00
Mode Frequency	7	0	3	4	1	1	1	1	2	3	0	1	0	2	0	1	1	0	2	2
St. Deviation	0,42	1,15	1,26	1,49	1,37	1,20	1,45	1,41	1,37	0,74	1,20	1,13	1,26	0,87	1,25	0,47	1,15	1,05	1,07	1,22
% 4-5	90,00	50,00	40,00	60,00	50,00	40,00	20,00	20,00	30,00	70,00	40,00	20,00	30,00	70,00	20,00	80,00	50,00	40,00	50,00	40,00
Otázka 1 - Zralé	a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l	m	n	o	p	q	r	s	t
Mean	4,00	2,88	3,25	2,38	2,38	2,63	2,63	1,88	2,50	3,50	2,50	3,13	2,38	3,25	1,88	3,25	2,63	1,88	2,88	3,13
Median	5,00	3,00	3,50	1,50	2,00	2,50	2,00	1,00	2,00	4,00	2,00	3,00	2,00	3,50	1,00	4,00	2,00	1,00	3,00	3,00
Mode	5,00	4,00	5,00	1,00	2,00	1,00	1,00	1,00	1,00	4,00	4,00	2,00	4,00	5,00	1,00	4,00	2,00	1,00	4,00	3,00
Mode Frequency	5	1	2	1	0	1	2	1	1	1	0	1	0	2	1	2	1	0	0	2
St. Deviation	1,50	1,45	1,39	1,58	1,11	1,49	1,73	1,54	1,50	1,12	1,22	1,05	1,32	1,39	1,54	1,56	1,41	1,27	1,17	1,36
% 4-5	75,00	50,00	50,00	37,50	25,00	37,50	37,50	25,00	37,50	62,50	37,50	37,50	37,50	50,00	25,00	62,50	37,50	25,00	50,00	37,50

Příloha č. 4 Výzkumné výsledky, otázka č. 2, mladé vs. zralé společnosti

Otázka 2 - Mladé	a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l
Mean	3,20	2,30	3,80	2,40	3,60	2,90	1,80	3,20	3,10	2,50	1,60	1,44
Median	3,50	2,00	4,00	2,00	3,50	3,00	1,50	3,00	3,00	2,50	2,00	1,00
Mode	4,00	2,00	5,00	1,00	5,00	1,00	1,00	3,00	3,00	1,00	2,00	1,00
Mode Frequency	2	0	4	1	4	2	0	1	1	0	0	0
St. Deviation	1,33	0,90	1,33	1,28	1,28	1,51	0,98	0,98	1,14	1,20	0,49	0,50
% 4-5	50,00	10,00	70,00	20,00	50,00	40,00	10,00	40,00	40,00	30,00	0,00	0,00
Otázka 2 - Zralé	a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l
Mean	3,00	2,38	4,50	2,63	4,25	3,13	1,38	4,13	4,13	2,13	2,50	1,88
Median	4,00	2,00	5,00	2,00	5,00	3,50	1,00	4,50	4,00	2,00	2,50	2,00
Mode	4,00	2,00	5,00	2,00	5,00	4,00	1,00	5,00	4,00	1,00	2,00	2,00
Mode Frequency	0	1	6	1	6	2	0	4	3	0	0	0
St. Deviation	1,32	1,11	1,00	1,22	1,39	1,54	0,48	1,27	0,93	1,05	0,87	0,93
% 4-5	62,50	12,50	87,50	25,00	75,00	50,00	0,00	87,50	87,50	12,50	12,50	12,50

Příloha č. 5 Výsledky výzkumu, otázka č. 3, mladé vs zralé

Otázka 3 - Mladé	a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l	m	n	o
Mean	3,30	4,00	1,80	2,00	3,00	2,10	2,10	1,90	2,00	4,10	1,50	1,30	1,60	2,00	2,44
Median	3,50	4,00	2,00	2,00	3,00	2,00	2,00	2,00	1,00	4,00	1,00	1,00	1,00	2,00	3,00

<b>Mode</b>	4,00	4,00	1,00	1,00	4,00	1,00	2,00	1,00	1,00	4,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>Mode Frequency</b>	1	4	0	0	2	0	0	0	1	3	0	0	0	0	0
<b>St. Deviation</b>	1,10	1,10	0,75	1,00	1,48	1,04	0,70	0,83	1,41	0,83	0,67	0,46	0,92	1,00	1,17
<b>% 4-5</b>	50,00	80,00	0,00	10,00	50,00	10,00	0,00	0,00	20,00	90,00	0,00	0,00	10,00	10,00	20,00
<b>Otázka 3 - Zralé</b>	<b>a</b>	<b>b</b>	<b>c</b>	<b>d</b>	<b>e</b>	<b>f</b>	<b>g</b>	<b>h</b>	<b>i</b>	<b>j</b>	<b>k</b>	<b>l</b>	<b>m</b>	<b>n</b>	<b>o</b>
<b>Mean</b>	3,38	4,00	1,50	1,50	4,13	3,00	2,50	1,88	2,63	4,88	1,88	1,50	1,38	2,63	2,50
<b>Median</b>	4,00	4,00	1,00	1,00	4,50	3,50	2,00	1,50	2,00	5,00	2,00	1,50	1,00	2,50	2,00
<b>Mode</b>	4,00	4,00	1,00	1,00	5,00	1,00	2,00	1,00	1,00	5,00	2,00	2,00	1,00	1,00	1,00
<b>Mode Frequency</b>	2	3	0	1	4	2	2	1	2	7	0	0	0	1	1
<b>St. Deviation</b>	1,41	1,22	0,71	1,32	1,27	1,66	1,50	1,27	1,65	0,33	0,93	0,50	0,48	1,49	1,58
<b>% 4-5</b>	62,50	87,50	0,00	12,50	87,50	50,00	25,00	12,50	37,50	100,00	12,50	0,00	0,00	37,50	37,50

Príloha č. 6 Výsledky výzkumu, otázka č. 1, malé vs. veľké

<b>Otázka 1 – Malé</b>	<b>a</b>	<b>b</b>	<b>c</b>	<b>d</b>	<b>e</b>	<b>f</b>	<b>g</b>	<b>h</b>	<b>i</b>	<b>j</b>	<b>k</b>	<b>l</b>	<b>m</b>	<b>n</b>	<b>o</b>	<b>p</b>	<b>q</b>	<b>r</b>	<b>s</b>	<b>t</b>
<b>Mean</b>	4,75	3,13	4,00	3,38	3,38	3,75	1,38	1,50	2,88	4,25	3,25	3,13	3,13	3,63	1,50	4,38	3,00	2,75	3,25	3,71
<b>Median</b>	5,00	4,00	5,00	4,00	4,00	4,00	1,00	1,00	2,00	4,00	4,00	3,00	4,00	4,00	1,00	4,00	3,50	3,00	3,50	4,00
<b>Mode</b>	5,00	4,00	5,00	5,00	4,00	4,00	1,00	1,00	2,00	4,00	4,00	5,00	4,00	4,00	1,00	4,00	4,00	4,00	4,00	3,00
<b>Mode Frequency</b>	6	0	5	3	1	2	0	0	2	3	0	2	0	2	1	3	0	0	0	1
<b>St. Deviation</b>	0,43	1,17	1,32	1,65	1,2	0,97	0,9	1,0	1,4	0,66	1,0	1,3	1,1	1,1	1,3	0,48	1,2	1,2	0,8	0,7
<b>% 4-5</b>	100,00	62,50	62,50	62,50	62,50	62,50	12,50	12,50	37,50	87,50	62,50	37,50	62,50	62,50	12,50	100,00	50,00	37,50	50,00	50,00
<b>Otázka 1 – Veľké</b>	<b>a</b>	<b>b</b>	<b>c</b>	<b>d</b>	<b>e</b>	<b>f</b>	<b>g</b>	<b>h</b>	<b>i</b>	<b>j</b>	<b>k</b>	<b>l</b>	<b>m</b>	<b>n</b>	<b>o</b>	<b>p</b>	<b>q</b>	<b>r</b>	<b>s</b>	<b>t</b>
<b>Mean</b>	4,10	2,90	2,80	2,70	2,40	2,00	2,80	2,20	2,40	3,50	2,20	2,60	1,70	3,50	1,90	3,00	3,00	2,10	3,30	3,00
<b>Median</b>	5,00	3,00	3,00	2,00	2,00	1,50	2,50	1,00	2,00	4,00	2,00	2,50	1,00	4,00	1,00	3,50	2,50	1,50	4,00	3,00
<b>Mode</b>	5,00	4,00	3,00	2,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	4,00	2,00	2,00	1,00	4,00	1,00	4,00	2,00	1,00	4,00	3,00
<b>Mode Frequency</b>	6	1	0	2	0	0	3	2	1	1	0	0	0	2	0	0	2	0	2	3
<b>St. Deviation</b>	1,37	1,37	0,98	1,55	1,2	1,18	1,72	1,6	1,4	1,0	1,0	0,9	1,0	1,2	1,3	1,18	1,34	1,3	1,3	1,48
<b>% 4-5</b>	80,00	50,00	30,00	40,00	30,00	20,00	40,00	30,00	30,00	60,00	20,00	20,00	10,00	60,00	30,00	50,00	40,00	30,00	60,00	30,00

Príloha č. 7 Výsledky výzkumu, otázka č. 2, malé vs. veľké

<b>Otázka 2 - Malé</b>	<b>a</b>	<b>b</b>	<b>c</b>	<b>d</b>	<b>e</b>	<b>f</b>	<b>g</b>	<b>h</b>	<b>i</b>	<b>j</b>	<b>k</b>	<b>l</b>
<b>Mean</b>	4,00	2,25	4,25	2,13	3,75	3,13	1,50	3,38	2,88	1,88	2,00	1,50
<b>Median</b>	4,00	2,00	4,50	2,00	4,00	3,50	1,00	3,50	2,50	1,50	2,00	1,50
<b>Mode</b>	4,00	2,00	5,00	1,00	5,00	4,00	1,00	2,00	2,00	1,00	1,00	1,00
<b>Mode Frequency</b>	2	1	4	1	4	1	0	2	1	0	0	0
<b>St. Deviation</b>	0,87	1,20	0,97	1,27	1,30	1,27	0,71	1,22	1,27	0,93	1,00	0,50
<b>% 4-5</b>	87,50	12,50	87,50	12,50	50,00	50,00	0,00	50,00	37,50	0,00	12,50	0,00
<b>Otázka 2 - Veľké</b>	<b>a</b>	<b>b</b>	<b>c</b>	<b>d</b>	<b>e</b>	<b>f</b>	<b>g</b>	<b>h</b>	<b>i</b>	<b>j</b>	<b>k</b>	<b>l</b>

Mean	2,40	2,20	4,20	2,40	4,30	3,00	1,60	3,60	4,20	2,60	2,20	1,80
Median	2,00	2,00	5,00	2,00	5,00	3,00	1,00	4,00	4,00	2,50	2,00	2,00
Mode	2,00	2,00	5,00	2,00	5,00	5,00	1,00	5,00	4,00	2,00	2,00	2,00
Mode Frequency	0	0	6	0	7	3	0	3	3	0	0	0
St. Deviation	1,20	0,87	1,08	1,02	1,27	1,61	0,92	1,28	0,60	1,11	0,87	0,87
% 4-5	30,00	10,00	70,00	20,00	80,00	40,00	10,00	60,00	90,00	30,00	10,00	10,00

Příloha č. 8 Výsledky výzkumu, otázka č. 3, malé vs. velké

Otázka 3 - Malé	a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l	m	n	o	p
Mean	3,63	4,50	1,75	1,50	3,13	2,00	2,00	1,75	1,88	4,75	2,13	1,75	1,38	1,38	2,25	2,38
Median	4,00	4,50	1,50	1,00	4,00	1,50	2,00	2,00	1,50	5,00	1,50	1,50	1,00	1,00	2,50	2,50
Mode	4,00	4,00	1,00	1,00	4,00	1,00	2,00	2,00	1,00	5,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Mode Frequency	2	4	0	0	1	0	0	0	0	6	1	0	0	0	0	0
St. Deviation	1,22	0,50	0,83	0,71	1,45	1,22	0,71	0,66	1,05	0,43	1,45	0,97	0,48	0,48	1,09	1,22
% 4-5	62,50	100,00	0,00	0,00	62,50	25,00	0,00	0,00	12,50	100,00	25,00	12,50	0,00	0,00	12,50	25,00
Otázka 3 - Velké	a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l	m	n	o	p
Mean	3,10	3,80	1,70	1,70	4,00	2,80	2,60	1,90	2,50	4,40	2,30	1,50	1,40	1,40	2,60	2,40
Median	3,50	4,00	2,00	1,00	4,50	3,00	2,00	1,50	1,50	4,00	2,00	1,00	1,00	1,00	2,00	2,00
Mode	4,00	4,00	2,00	1,00	5,00	1,00	2,00	1,00	1,00	4,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Mode Frequency	1	3	0	1	5	2	2	1	3	4	2	0	0	0	1	1
St. Deviation	1,22	1,25	0,64	1,27	1,34	1,47	1,36	1,22	1,75	0,49	1,49	0,67	0,49	0,49	1,43	1,50
% 4-5	50,00	80,00	0,00	10,00	80,00	30,00	20,00	10,00	30,00	100,00	20,00	0,00	0,00	0,00	40,00	30,00

Příloha č. 9 Výsledky výzkumu, otázka č. 1, široce vlastněné vs. rodinné vs. soukromě vlastněné

Otázka 1 - široce vlastněné	a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l	m	n	o	p	q	r	s	t
Mean	4,88	3,25	3,50	3,75	3,25	3,63	2,13	2,00	2,75	3,88	2,88	2,88	2,25	4,00	2,25	4,25	3,63	3,13	3,75	3,75
Median	5	4	3,5	4	4	4	1	1	2	4	3,5	2,5	1,5	4	1	4	4	3,5	4	4
Mode	5	4	5	5	4	4	1	1	2	4	4	2	1	5	1	4	4	4	4	5
Mode Frequency	7	1	3	3	1	1	2	1	1	1	0	1	0	3	1	2	2	0	2	3
St. Deviation	0,33	1,30	1,30	1,30	1,30	0,86	1,69	1,50	1,30	0,60	1,27	1,27	1,30	1,00	1,64	0,43	1,22	1,05	0,97	1,30
% 4-5	100,00	62,50	50,00	75,00	62,50	62,50	25,00	25,00	37,50	75,00	50,00	37,50	37,50	75,00	37,50	100,00	62,50	50,00	62,50	62,50
Otázka 1 - rodinné	a	b	c	d	e	f	g	h	i	j	k	l	m	n	o	p	q	r	s	t
Mean	3,50	2,67	3,17	2,33	2,33	2,50	1,83	2,17	2,33	4,00	2,67	3,00	2,33	3,33	1,00	3,17	2,50	1,83	2,50	3,17
Median	4,00	3,00	3,00	1,50	2,50	2,00	1,00	1,00	2,00	4,50	2,50	3,00	2,00	3,50	1,00	3,50	2,00	1,50	2,00	3,00
Mode	4,00	4,00	5,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	2,00	5,00	4,00	3,00	2,00	4,00	1,00	4,00	2,00	1,00	2,00	3,00
Mode Frequency	2,00	0,00	2,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	3,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00
St. Deviation	1,50	1,37	1,46	1,60	1,11	1,61	1,21	1,67	1,37	1,41	1,11	1,00	1,25	1,11	0,00	1,34	1,12	1,07	1,12	0,69

% 4-5	66,67	50,00	33,33	33,33	16,67	33,33	16,67	33,33	16,67	83,33	33,33	16,67	33,33	50,00	0,00	50,00	33,33	16,67	33,33	33,33
<b>Otázka 1 - soukromé</b>	<b>a</b>	<b>b</b>	<b>c</b>	<b>d</b>	<b>e</b>	<b>f</b>	<b>g</b>	<b>h</b>	<b>i</b>	<b>j</b>	<b>k</b>	<b>l</b>	<b>m</b>	<b>n</b>	<b>o</b>	<b>p</b>	<b>q</b>	<b>r</b>	<b>s</b>	<b>t</b>
Mean	4,75	3,00	3,25	2,50	2,75	1,50	2,75	1,25	2,75	3,50	2,25	2,50	2,50	3,00	1,75	3,00	2,50	1,75	3,50	2,75
Median	5,00	3,00	3,50	2,00	3,00	1,50	2,50	1,00	2,50	3,50	2,00	2,50	2,50	3,50	1,00	3,50	2,50	1,00	4,00	2,50
Mode	5,00	4,00	4,00	2,00	4,00	2,00	1,00	1,00	1,00	3,00	2,00	N/A	N/A	4,00	1,00	4,00	N/A	1,00	4,00	N/A
Mode Frequency	3,00	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
St. Deviation	0,43	1,00	0,83	1,50	1,30	0,50	1,70	0,40	1,70	0,50	1,00	1,10	1,10	1,20	1,30	1,22	1,10	1,30	0,80	1,40
% 4-5	100,00	50,00	50,00	25,00	50,00	0,00	50,00	0,00	50,00	V	25,00	25,00	25,00	50,00	25,00	50,00	25,00	25,00	75,00	25,00

Příloha č. 10 Výsledky výzkumu, otázka č. 2, široce vlastněné vs. rodinné vs. soukromě vlastněné

<b>Otázka 2- široce vlastněné</b>	<b>a</b>	<b>b</b>	<b>c</b>	<b>d</b>	<b>e</b>	<b>f</b>	<b>g</b>	<b>h</b>	<b>i</b>	<b>j</b>	<b>k</b>	<b>l</b>
Mean	3,63	2,25	4,50	2,25	4,13	3,38	2,00	3,50	3,63	2,50	1,88	1,50
Median	4	2	5	2	5	3,5	2	4	4	3	2	1,5
Mode	4	2	5	2	5	5	1	4	4	1	1	1
Mode Frequency	1	0	6	0	5	3	0	1	2	0	0	0
St. Deviation	0,99	0,83	1,00	0,97	1,17	1,49	1,00	1,00	1,11	1,22	0,78	0,50
% 4-5	75,00	12,50	87,50	12,50	62,50	50,00	12,50	62,50	62,50	25,00	0,00	0,00
<b>Otázka 2 - rodinné</b>	<b>a</b>	<b>b</b>	<b>c</b>	<b>d</b>	<b>e</b>	<b>f</b>	<b>g</b>	<b>h</b>	<b>i</b>	<b>j</b>	<b>k</b>	<b>l</b>
Mean	3,33	2,33	4,33	2,33	4,17	2,83	1,17	3,33	3,17	1,83	2,17	2,00
Median	4	2	4,5	2	5	3,5	1	3,5	3,5	2	2	2
Mode	4	2	5	2	5	4	1	5	4	2	2	2
Mode Frequency	1	1	3	1	4	0	0	2	1	0	0	0
St. Deviation	1,37	1,37	0,75	1,37	1,21	1,34	0,37	1,49	1,34	0,69	1,07	1,00
% 4-5	66,67	16,67	83,33	16,67	66,67	50,00	0,00	50,00	50,00	0,00	16,67	16,67
<b>Otázka 2 - soukromé</b>	<b>a</b>	<b>b</b>	<b>c</b>	<b>d</b>	<b>e</b>	<b>f</b>	<b>g</b>	<b>h</b>	<b>i</b>	<b>j</b>	<b>k</b>	<b>l</b>
Mean	1,75	2,00	3,50	2,25	3,75	2,75	1,25	3,75	4,25	2,50	2,50	1,50
Median	1,50	2,00	3,50	2,00	4,50	2,50	1,00	4,00	4,00	2,50	2,00	1,50
Mode	1,00	2,00	N/A	2,00	5,00	N/A	1,00	5,00	4,00	N/A	2,00	1,00
Mode Frequency	0,00	0,00	1,00	0,00	2,00	1,00	0,00	2,00	1,00	0,00	0,00	0,00
St. Deviation	0,83	0,71	1,12	1,09	1,64	1,48	0,43	1,30	0,43	1,12	0,87	0,50
% 4-5	0,00	0,00	50,00	25,00	75,00	25,00	0,00	50,00	100,00	25,00	25,00	0,00

Příloha č. 11 Výsledky výzkumu, otázka č. 3, široce vlastněné vs. rodinné vs. soukromě vlastněné

<b>Otázka 3 - široce vlastněné</b>	<b>a</b>	<b>b</b>	<b>c</b>	<b>d</b>	<b>e</b>	<b>f</b>	<b>g</b>	<b>h</b>	<b>i</b>	<b>j</b>	<b>k</b>	<b>l</b>	<b>m</b>	<b>n</b>	<b>o</b>	<b>p</b>
Mean	3,63	4,63	1,88	1,50	3,75	2,63	2,25	1,88	1,88	4,50	2,38	1,50	1,25	1,25	2,63	2,75
Median	4	5	2	1	4	2,5	2	2	1	4,5	2	1	1	1	2,5	3
Mode	4	5	1	1	4	1	2	1	1	4	1	1	1	1	1	3
Mode Frequency	2	5	0	0	3	1	0	0	1	4	1	0	0	0	1	1
St. Deviation	1,22	0,48	0,78	0,71	1,39	1,32	0,43	0,78	1,36	0,50	1,41	0,71	0,43	0,43	1,32	1,30
% 4-5	62,50	100,00	0,00	0,00	75,00	25,00	0,00	0,00	12,50	100,00	25,00	0,00	0,00	0,00	25,00	25,00
<b>Otázka 3 - rodinné</b>	<b>a</b>	<b>b</b>	<b>c</b>	<b>d</b>	<b>e</b>	<b>f</b>	<b>g</b>	<b>h</b>	<b>i</b>	<b>j</b>	<b>k</b>	<b>l</b>	<b>m</b>	<b>n</b>	<b>o</b>	<b>p</b>
Mean	3,00	3,33	1,67	2,17	3,17	2,50	1,83	1,83	2,33	4,83	2,50	1,83	1,33	1,50	2,33	2,50



<b>Median</b>	3	4	1,5	1,5	4	2	1	1	1,5	5	1,5	1,5	1	1,5	2	2,5
<b>Mode</b>	4	4	1	1	4	1	1	1	1	5	1	1	1	1	1	1
<b>Mode Frequency</b>	1	1	0	1	1	1	1	1	1	5	2	0	0	0	0	0
<b>St. Deviation</b>	1,41	1,37	0,75	1,46	1,57	1,61	1,46	1,46	1,60	0,37	1,80	1,07	0,47	0,50	1,37	1,50
<b>% 4-5</b>	50,00	66,67	0,00	16,67	66,67	33,33	16,67	16,67	33,33	100,00	33,33	16,67	0,00	0,00	33,33	50,00
<b>Otázka 3 - soukromé</b>	<b>a</b>	<b>b</b>	<b>c</b>	<b>d</b>	<b>e</b>	<b>f</b>	<b>g</b>	<b>h</b>	<b>i</b>	<b>j</b>	<b>k</b>	<b>l</b>	<b>m</b>	<b>n</b>	<b>o</b>	<b>P</b>
<b>Mean</b>	3,25	4,25	1,5	1	4	2	3,25	1,75	2,75	4,25	1,5	1,5	1,75	1,5	2,25	1,5
<b>Median</b>	3,5	4	1,5	1	4,5	1,5	3	2	2,5	4	1,5	1,5	2	1,5	2	1
<b>Mode</b>	4	4	2	1	5	1	3	2	N/A	4	1	1	2	1	2	1
<b>Mode Frequency</b>	0	1	0	0	2	0	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0
<b>St. Deviation</b>	0,83	0,43	0,50	0,00	1,22	1,22	1,09	0,43	1,48	0,43	0,50	0,50	0,43	0,50	1,09	0,87
<b>% 4-5</b>	50	100	0	0	75	25	25	0	25	100	0	0	0	0	25	0

Příloha č.12 Výzkumný dotazník

**Survey Questionnaire**

Thank you for taking the estimated 10 minutes to complete this survey. **We promise strict confidentiality concerning your responses.** Please answer each of the questions to the best of your ability. There is a five-point scale with two anchors (**1 – Not Important and 5 – Very Important**). If possible, please, avoid the **neutral answer (3)**.

Please, email a scan of the completed questionnaire to **Ing. Sylvia Plottová ([sylvia.plottova@vutbr.cz](mailto:sylvia.plottova@vutbr.cz))** and **Assoc. Prof. Tomáš Meluzín, Ph.D. ([meluzint@fbm.vutbr.cz](mailto:meluzint@fbm.vutbr.cz))**.

<b>1) Please, tick one square on the five-point scale comparing the relative importance of factors that have motivated Initial Public Offering (IPO) on the home stock exchange or factors that have motivated to list on foreign exchange(s).</b>																
<b>Home Exchange</b>					<b>Motivations to go public</b>							<b>Foreign Exchange</b>				
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>								<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
					a) To raise capital to finance investment opportunities											
					b) To reduce company indebtedness											
					c) To increase financial flexibility (generating new financial alternatives)											

					d) To reinforce the company's balance of power with bankers and other financial creditors					
					e) To reduce the cost of debt and equity capital					
					f) To allow one or more principals to diversify personal holdings					
					g) To allow venture capitalists to cash out					
					h) To solve the problem of succession					
				x	i) To create public shares for use in future acquisitions					
					j) To enhance the company's publicity and image					
					k) To attract high potential employees					
					l) To broaden the base of ownership					
					m) To attract analyst's attention					
					n) To increase the liquidity of the company's securities					
					o) To follow competitors/peers listed on this exchange					
					p) To be recognised by the relevant financial community as a major player					
					q) To compensate employees and managers (ability to provide stock options, etc.)					
					r) To be listed where financial analysts (and other major financial actors) are located					
					s) To be monitored by outsiders (analysts, investors, etc.) in order to increase the firm value					
					t) To estimate the market value of the firm					
					u) Other reasons, please specify:					

**2) Do these statements agree with your company's IPO decisions?  
Please, tick one square on the five-point scale (1 – not important and  
5 – very important).**

1	2	3	4	5	Statements about going public
					a) When we made the IPO, the asymmetry of information between external investors and the company (comprehension of our business by financial analysts) was a major problem
					b) The high cost of the IPO (underwriting fees, etc.) was a major problem for our company
					c) The IPO has obliged us to disclose information that was crucial for our competitive advantage
					d) The reporting requirements as defined by the law and stock exchange was a major problem for our company
					e) The desire to maintain decision-making control played a very important role in our company
					f) The desire to avoid ownership dilution played a very important role in our company
					g) The fear of being acquired by another firm was a major concern in our company
					h) When we made the IPO, there were alternative sources of capital available, which were cheaper
					i) When we made the IPO, there were alternative sources of capital available, which were more flexible (e. g. from the perspective of time or administration)
					j) When we made the IPO, the demand on time was a major problem for our company
					k) The fear of IPO's failure was a serious concern in our company

					l) We perceived the capital market as non-transparent and too risky when we considered the IPO
					m) Other concerns (problems), please specify:

<b>3) Do these statements to macroeconomic factors agree with your company's IPO decision making? Please, tick one square on the five-point scale (1 – not important and 5 – very important).</b>					
<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>Macroeconomic factors influencing going public</b>
					a) The very <b>favorable GDP growth rates</b> made us sure that it is the right time to go public
					b) The very <b>favorable stock market conditions</b> made us sure that it is the right time to go public (e. g. increasing number of investors was interested in buying stocks)
					c) We conducted the IPO because the <b>bank credits were too expensive</b> (caused by the restrictive monetary policy of the central bank)
					d) We conducted the IPO because the <b>bank credits were not available</b> or hardly available (caused by the restrictive monetary policy or by a credit crunch)
					e) We conducted the IPO, however, <b>it is more efficient to use a bank credit now</b> because of the low interest rates (caused by the expansionary monetary policy of the central bank)
					f) We conducted the IPO, however, <b>it is more efficient to use subsidies now</b> provided by the government or the EU (caused by the expansionary fiscal policy)

					g) We conducted the IPO, however, <b>it is more efficient to use private equity (venture capital)</b> now provided by <b>domestic</b> investors
					h) We conducted the IPO, however, <b>it is more efficient to use private equity (venture capital)</b> now provided by <b>foreign</b> investors
					i) We conducted the IPO, however, <b>it is more efficient to use capital</b> provided by our <b>parent</b> company
					j) The very <b>favorable conditions in our industry</b> made us sure that it is the right time to go public
					k) We conducted the IPO because <b>other good firms</b> were currently going public
					l) The <b>concerns about political instability</b> in the country played an important role when we made the IPO decision
					m) The <b>concerns about corruption growth</b> in the country played an important role when we made the IPO decision
					n) The <b>concerns about sovereign default probability growth</b> played an important role when we made the IPO decision
					o) The <b>concerns about stock market volatility growth</b> played an important role when we made the IPO decision
					p) The <b>flow of foreign direct capital</b> into the country made the IPO strategy more attractive to our company
					q) Other concerns about macroeconomic factors. Please specify:

**4) Please, tick one square from each category that best describes your company in 2018.**

**Company Name:** \_\_\_\_\_ **Home country:** \_\_\_\_\_ **Market Capitalization (in million Eur.):** \_\_\_\_\_ **Number of Employees:** \_\_\_\_\_ **Total Assets (in million Eur.):** \_\_\_\_\_

**Sales:**

- < 50 million Eur.
- 50 - 100 million Eur.
- 101 - 999 million Eur.
- 1 - 5 billion Eur.
- > 5 billion Eur.

**Ownership Structure:**

- Widely held
- Family control
- State control
- < Other: \_\_\_\_\_

**Ownership:**

- < (A) domestic shareholder(s) is/are dominant
- < (A) foreign shareholder(s) is/are dominant

**Largest Shareholder:**

- < An individual
- < A public company
- < A bank
- < A mutual fund
- < A family
- < Other: \_\_\_\_\_

**Sector:**

- < Manufacturing
- < Financial
- < Technology
- < Services
- < Pharmaceuticals
- < Other: \_\_\_\_\_

**Date of incorporation of your company:** \_\_\_\_\_ **Date of IPO:**

\_\_\_\_\_

**Where did your firm list?**

Home exchange:  Yes  No; Other Europe  Yes  No. Please specify:

\_\_\_\_\_

USA:  Yes  No. Please specify: \_\_\_\_\_

Other:  Yes  No. Please specify: \_\_\_\_\_

**Did your company raise capital during the IPO?**  Yes  No; If yes, please indicate the % of new shares offered to public: \_\_\_\_\_

**At the IPO time, what was your firm's total asset (approx.)?** \_\_\_\_\_  
million Eur. **At the IPO time, what was your firm's number of employees (approx.)?**  
\_\_\_\_\_