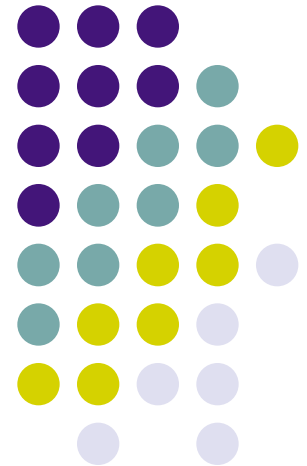


Finančne institucije in trgi

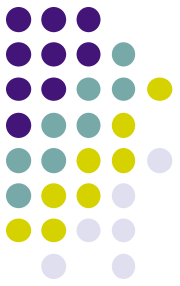
doc.dr. Aleš Berk Skok

Delniški trg



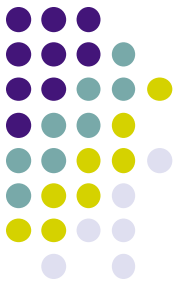
Literatura, na kateri temelji predavanje:

- Madura, 2006 (ch.6 in ch. 7).



Izhodišče

- Osnovne značilnosti delnic
- Financiranje podjetja prek delnic
- Borze
- Nadzor nad podjetji (vladanje podjetjem)
- Pomen globalizacije



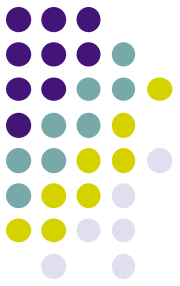
Značilnosti delnic

- Delnica predstavlja delno lastništvo podjetja
- Podjetja z izdajo delnic pridobijo dolgoročne vire financiranja
- Izmed tradicionalnih virov dolgoročnega financiranja so delnice najbolj tvegane

- Pravice delničarjev:
 - Glasovanje na skupščini delničarjev
 - Imenovanje NS družbe oz. v ZDA upravnega odbora (*ang. board*)
 - Statut
 - Prednostna pravica pri novih izdajah

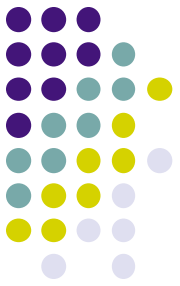
- Prednostne delnice (*ang. preferred stock*)
 - Hibridni instrument
 - Navadno ne omogoča glasovalnih pravic; le udeležbo na kapitalu in dobičku
 - V primerjavi z dolgom ni učinka davčnega štita

Prva izdaja delnic IPO (*ang. initial public offering*)



- IPO je namenjena pridobitvi dodatnih virov sredstev
 - v začetni fazi na razvitih trgih precej podjetij financirajo podjetja oz. skladi tveganega kapitala (*ang. venture capital firms*), ki navadno v roku dveh dni po izvedbi IPO svoje deleže (delnice) prodajo
- Proces IPO:
 - Prospekt in potrditev s strani agencije za trg vrednostnih papirjev
 - Vrednotenje (*ang. pricing*) – *bookbuilding during the “road show”*
 - (Transakcijski) stroški izdaje

IPO (nad.)

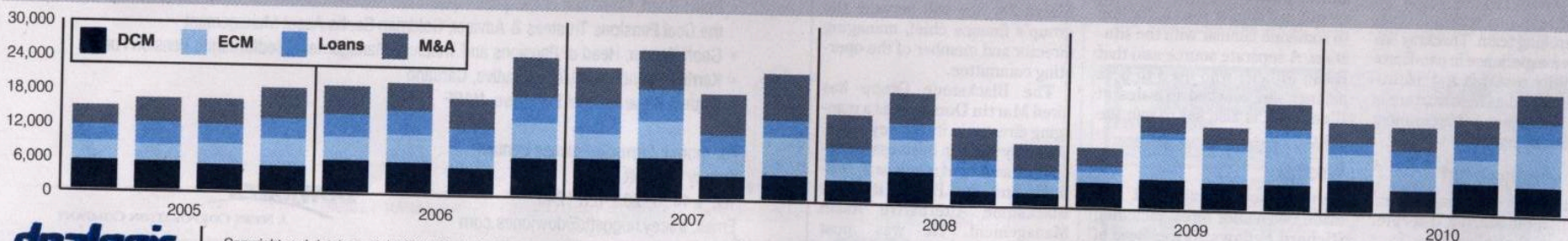


- Kako se meri uspešnost prevzemnika izdaje?
- Klavzula o prepovedi prodaje (*ang. lockup provision*)
- Tempiranje IPO:
 - Poudarjena cikličnost izdaj
- Stopnje donosa ob dnevu IPO:
 - Kratki rok in dolgi rok
 - 84% dnevna donosnost za tehnološke delnice (1998)
 - “flipping”

Cikličnost izdaj ECM



Global revenue by product

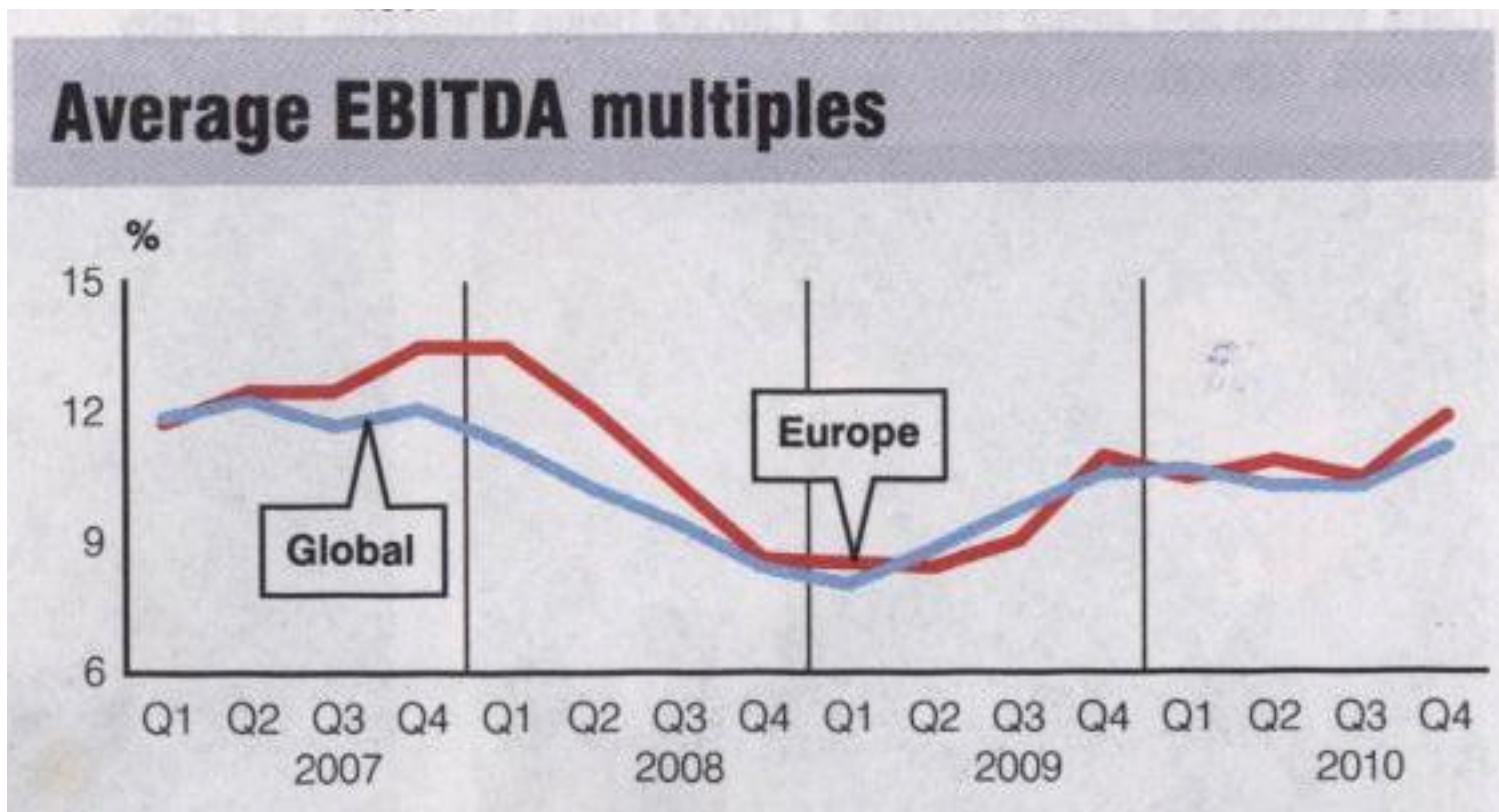


Copyright and database right 2011, Dealogic. The information should not be copied, stored, abridged or reutilised in any way without the written consent of Dealogic. The information is the responsibility of Dealogic (www.dealogic.com) and any queries should be addressed to usinfo@dealogic.com. *12 month rolling comprises of February 16, 2010 to February 15, 2011

Vrednost IPO poslov (vir: Financial News/Dealogic):

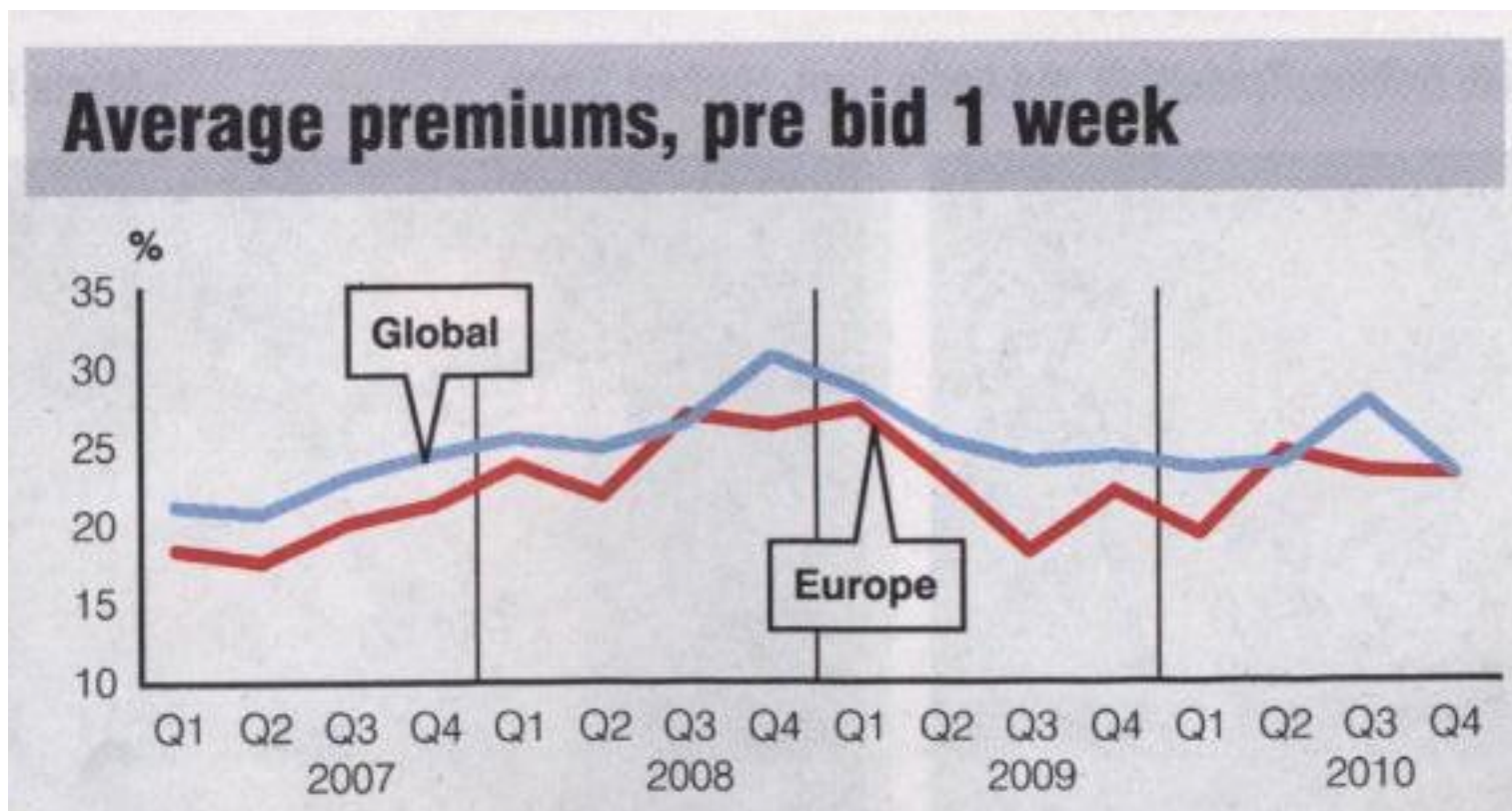
- 282.1 mlrd USD (16.2.2010-15.2.2011)
- 135.4 mlrd USD (preteklo 12m obdobje)

Cikličnost izdaj: vrednotenje



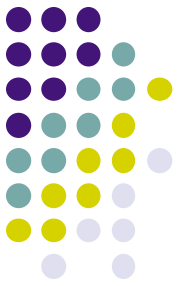
Vir: Financial News/Dealogic, feb. 2011

Cikličnost izdaj: premije



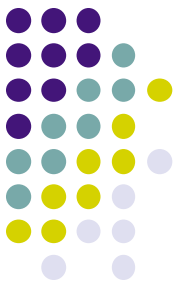
Vir: Financial News/Dealogic, feb. 2011

Zlorabe pri IPO



- V letu 2003 so nadzorne institucije sprejele ukrepe za preprečevanje zlorab pri IPO:
 - “Spinning” – vodilni podjetij, ki vodijo potencialne “tarče” za IPO
 - “Laddering” – povečevanje povpraševanja na prvi dan ponudbe s cilju nadejanja na udeležbi pri naslednjem IPO
 - Prekomerne provizije (*ang. excessive commissions*) – postavljanje nizke izhodiščne cene in posledično oškodovanje izdajateljev

Nadaljnje izdaje (ang. secondary stock offering)



- Nadaljnja izdaja:
 - Podjetja, ki so že izdala delnice (javna ponudba)
- Vrednost nadaljnjih izdaj v 90-tih letih zelo narasla
- 2000-2002 → drastičen padec aktivnosti
- Registracija na rezervo (*ang. shelf registration*)
 - Odlog dve leti
 - Omogoča hitri dostop do sredstev
 - Pozor! Ni neprestanega osveževanja informacij

Borze



- Organizirano trgovanje
 - NYSE, AMEX, Euronext, LJSE
 - NYSE nadzira 80 odstotkov vrednosti transakcij organiziranega trga
- Trg prek okenc OTC (*ang. over the counter*)
 - Nasdaq:
 - Nasdaq National Market
 - Nasdaq Small Cap Market
 - Več kotiranih delnic, vendar manjša tržna kapitalizacija kot na NYSE
- Borze navadno zahtevajo izpolnjevanje pogojev za uvrstitev v trgovanje (*ang. listing requirement*)
 - Število izdanih delnic
 - Minimalen obseg prihodkov in denarnega toka
 - Stroški uvrstitve (*ang. listing fee*)

LJSE – kriteriji za uvrstitev



in podpora na področju obveščanja in korporativnega upravljanja v skladu z najvišjimi standardi poročanja.

Kriteriji za uvrstitev v Prvo kotacijo

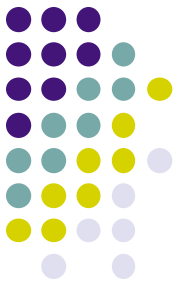
Kvantitativni kriteriji	
Leta poslovanja	3
Realnost in objektivnost računovodskih izkazov	Revidirana letna poročila za 3 poslovna leta
Minimalna vrednost kapitala	50 mio EUR
Minimalna velikost razreda delnic	1 mio EUR
Odstotek razreda v javnosti*	vsaj 25 %
Število imetnikov razreda delnic	vsaj 500
Likvidnostni kriteriji**	
Povprečno dnevno število sklenjenih poslov z VP posameznega razreda (brez svežnjev)	večje ali enako 10
Povprečni dnevni vrednostni obseg sklenjenih poslov z VP posameznega razreda	večje ali enako 40.000 EUR
Globina trga (metoda CGT; velikost naročila je enaka 7.500 EUR)	300
Kriteriji obveščanja	
Izjava družbe, da bo obveščala in poročala skladno z Mednarodnimi standardi računovodskega poročanja (MSRP)	
Izjava družbe, da bo zagotavljala javno objavo povzetkov svojih javnih objav tudi v angleškem jeziku	
Izjava družbe, da bo objavljala podatke o medletnem poslovanju.	
Izjava družbe, da bo objavljala izjavo o skladnosti s Kodeksom	
Izjava družbe, da si bo po svojih najboljših močeh prizadevala izpolnjevati prakso dobrega obveščanja, določene v Priporočilih	

*V primeru, da odstotek razreda delnic v javnosti ne dosega 25 %, se šteje, da je pogoj izpolnjen, če odstotek dosega vsaj 10 % in je velikost razreda delnic v javnosti 25 mio EUR.

Za pregled pogojev na NYSE, glej:

<http://www.nyse.com/Frameset.html?displayPage=/listed/1022540125610.html>

Borze (nad.)



- Podaljšano trgovanje (*ang. extended trading sessions*)
 - Nekatere borze (vključno NYSE, AMEX in Nasdaq) dovolijo podaljšano trgovanje
 - Prodaja ali nakupi po trenutku, ko se trgi zaprejo
 - Nakupu naslednjega jutra, ko je trg še zaprt
 - Ista logika kot ECNs

Tečajnica (LJSE)



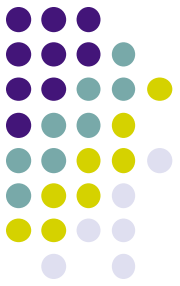
Ljubljanska borza d.d. - Windows Internet Explorer
 http://www.ljse.si/cgi-bin/fjve.cgi?doc=2552

Tečajnica Ljubljanske borze, 27.2.2009

Natisni | Zapri **BORZA**
 LJUBLJANSKA BORZA

Tečajnica		Tečajnica poslov s svežnji				Statistični povzetek trgovanja					
Trg delnic - Prva kotacija											
VP	Izdajatelj	Način trgovanja	En. tečaj	% sprem.	Zaklj. tečaj	Najbolj. povpr.	Najbolj. ponud.	Promet v 000 EUR	Promet v lotih	Št.poslov	Opombe
GRVG	GORENJE	N	9,04	-0,44	9,18	9,05	9,33	42,25	4.676	37	
IEKG	INTEREUROPA	N	8,67	-1,37	8,60	8,58	8,72	0,49	56	6	
KRKG	KRKA	N	52,84	0,65	52,71	52,60	52,65	252,25	4.774	125	
LKPG	LUKA KOPER	N	22,73	2,02	22,78	22,50	22,79	8,36	368	8	
MELR	MERCATOR	N	160,32	-0,30	164,00	164,00	167,40	17,64	110	6	
PETG	PETROL	N	264,27	-0,27	264,72	261,00	272,80	32,51	123	11	
TLSG	TELEKOM SLOVENIJE	N	123,08	0,74	123,00	123,00	125,00	158,40	1.287	13	
Trg delnic - Standardna kotacija											
VP	Izdajatelj	Način trgovanja	En. tečaj	% sprem.	Zaklj. tečaj	Najbolj. povpr.	Najbolj. ponud.	Promet v 000 EUR	Promet v lotih	Št.poslov	Opombe
ABKN	ABANKA	N				50,30	51,80				
AELG	AERODROM LJUBLJANA	N	25,45	-0,20	25,40	25,40	26,25	5,80	228	5	
DPRG	DELO PRODAJA	A				28,00					
ETOG	ETOL	A				154,00					
IALG	ISKRA AVTOELEKTRIKA	N				37,50					
ITBG	ISTRABENZ	N	21,73	-0,05	21,70	21,60	21,89	2,24	103	7	
KBMR	NOVA KREDITNA BANKA MARIBOR	N	8,09	-2,65	7,86	7,90	7,99	48,48	5.994	44	
MAJG	MLINOTEST	A				6,00					
MTSG	KOMPAS MTS	A				17,55					
NIKN	NIKA	A				14,80	15,24				
PILR	PIVOVARNA LAŠKO	N	47,26	-1,07	47,50	46,08	47,00	24,10	510	11	
POSR	POZAVAROVALNICA SAVA	N	10,64	3,80	10,65	10,30	10,59	6,92	650	4	
PRBP	PROBANKA	A				33,50					
SALR	SALUS, LJUBLJANA	A	419,00	2,95	419,00	401,00	419,00	1,26	3	1	
SAVA	SAVA	N	225,48	0,04	225,41	209,00	229,90	105,52	468	11	
TCRG	TERME ČATEŽ	A				189,90					
ZTOG	ŽITO	A	68,00	-2,86	68,00	68,00	69,90	0,07	1	1	
ZVTG	ZAVAROVALNICA TRIGLAV	N	14,19	-2,41	14,08	14,09	14,24	40,19	2.833	25	

start | Synchronizat... | 8 Internet... | Skype™ | 5 Windows... | Inbox - Micro... | Microsoft Po... | 2 Microsoft... | SL | 100% | 10:53



Podatki o trgovanju (NYSE)

Koppers Holdings Inc.

[Profile](#) |
 [Data](#) |
 [News](#) |
 [SEC Filings](#)

Powered by [NYSE MarkeTrac](#) | as of 18:24 ET 28 Mar 2006
 Market data delayed 20 min.

Symbol	Last Trade 16:03 28 Mar	NYSE Only Close 28 Mar 06	Change	Volume
KOP	20.25	20.25	+0.19 (+0.95%)	116,100

Website: <http://www.koppers.com/>
 Specialist: [Bear Wagner Specialists LLC](#)

1 Day (1 mins)
 Stock Price in Dollars



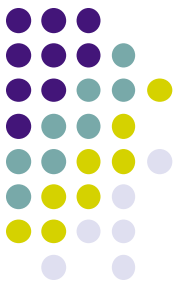
Volume (10,000s of shares)

Today's		
Open	High	Low
20.11	20.30	19.77

Previous Day's	
Close	NYSE Only Close
20.06	20.06

52 Week	
High	Low
20.70	14.50
27 Mar 2006	01 Feb 2006

P/E Ratio	0.00
Indicated Annual Dividend	0.40
Beta Coefficient	0.00
Earnings per Share	-6.58
Yield (%)	1.98
Market Cap (billion)	0.42 B
Shares Outstanding	20,700,000



Borzni indeksi

- Različno uteževanje borzних indeksov:
 - 1- Dow Jones Industrial Average (DJIA) je cenovno utežen (*ang. price-weighted*)
 - Predstavlja 30 velikih ameriških podjetij
 - Katere delnice imajo večjo utež?
 - 2 - Standard and Poor's (S&P) 500 je utežen po tržni vrednosti (*ang. value-weighted*)
 - Predstavlja 500 velikih ameriških podjetij
- Wilshire 5000 Total Market Indexes predstavlja najširši nabor ameriškega delniškega trga (danes več kot 5000 delnic)
- Zakaj potrebujemo borzne indekse?

Sestava SBITOP



SESTAVA INDEKSA SBITOP OD 20.9.2010 DALJE

Izdajatelj	Trgovalna oznaka	Tečaj v EUR (31.8.2010)	Število trgovanih delnic	Faktor prostega obtoka - FF	Faktor delež posamezne delnice - RF	Tržna kapitalizacija (v EUR)	Delež
KRKA	KRKG	66,02	35.426.120	0,80	0,25	467.766.488	29,44%
PETROL	PETG	239,61	2.086.301	0,70	1,00	349.929.008	22,02%
MERCATOR	MELR	136,14	3.765.361	0,60	1,00	307.569.748	19,36%
TELEKOM SLOVENIJE	TLSG	91,02	6.535.478	0,30	1,00	178.457.762	11,23%
NOVA KBM	KBMR	10,52	26.081.979	0,60	1,00	164.629.451	10,36%
GORENJE	GRVG	12,64	15.906.876	0,60	1,00	120.637.748	7,59%
Skupaj						1.588.990.206	100,00%

Vključitev: Zavarovalnica Triglav, ZVTG

Izključitev: Gorenje, GRVG

Promet na LJSE



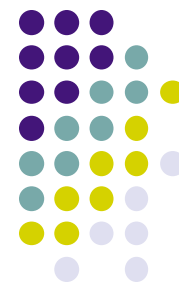
Tabela 9: Obseg prometa s finančnimi instrumenti na organiziranem trgu

Leto	Obseg prometa (v mrd EUR)						
	Delnice	Obveznice	IS	Pokoj. boni	Dolgoročni finančni instrumenti	Kratkoročni finančni instrumenti	Skupaj
1995	0,19	0,09	0,00	0,00	0,28	0,08	0,36
1996	0,28	0,06	0,00	0,00	0,34	0,03	0,37
1997	0,37	0,05	0,00	0,00	0,42	0,04	0,46
1998	0,56	0,09	0,04	0,00	0,69	0,03	0,72
1999	0,70	0,15	0,22	0,01	1,08	0,03	1,11
2000	0,61	0,24	0,26	0,01	1,12	0,01	1,13
2001	0,99	0,22	0,23	0,01	1,45	0,01	1,46
2002	1,16	0,46	0,36	0,02	2,00	0,00	2,00
2003	0,62	0,54	0,25	0,00	1,41	0,00	1,41
2004	0,93	0,47	0,25	0,00	1,65	0,00	1,65
2005	0,94	0,75	0,15	0,00	1,84	0,00	1,84
2006	1,45	0,19	0,17	0,00	1,81	0,00	1,81
2007	3,03	0,17	0,18	0,00	3,38	0,00	3,38
2008	0,95	0,26	0,08	0,00	1,29	0,00	1,29
2009	0,72	0,15	0,03	0,00	0,90	0,00	0,90
2010	0,36	0,11	0,02	0,00	0,49	0,00	0,49

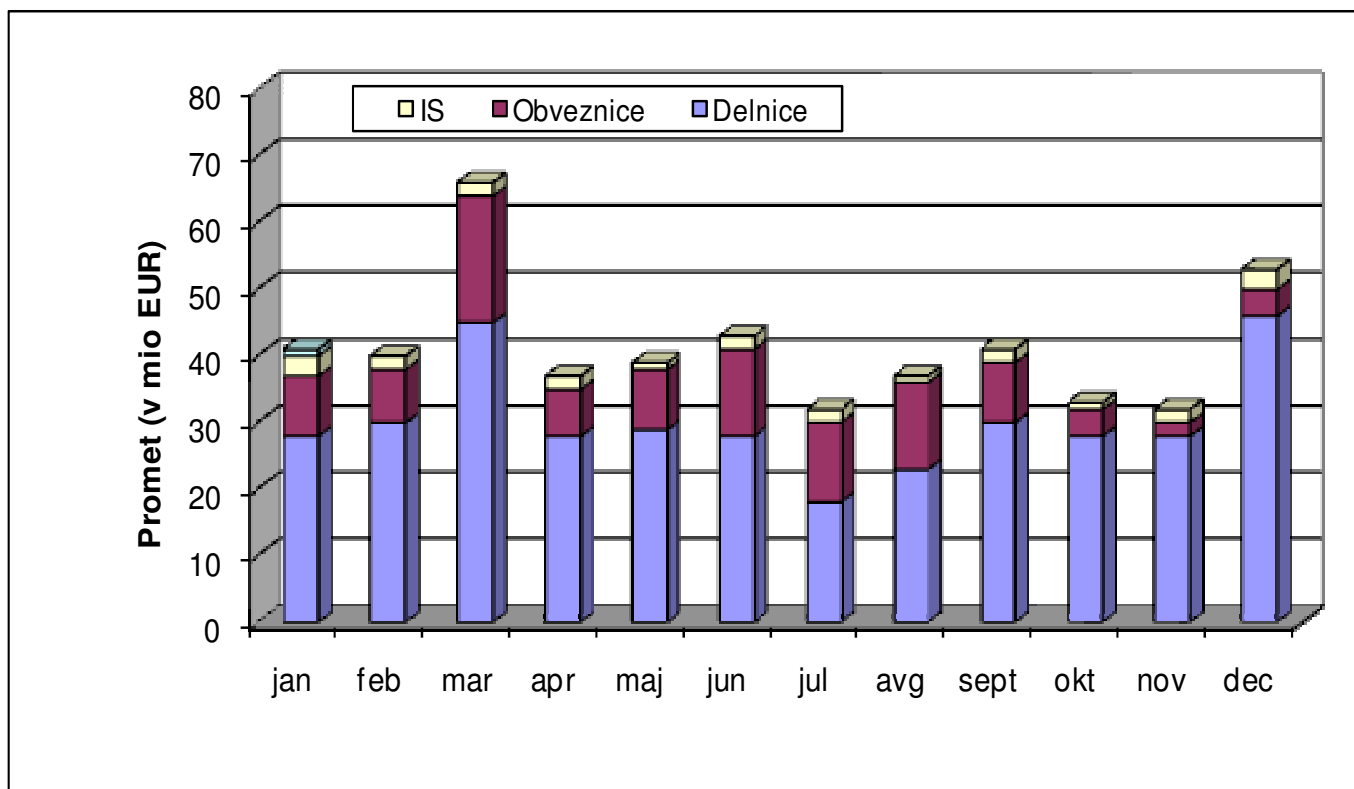
Opomba: Podatki do 31. 12. 2006 so preračunani po tečaju zamenjave 1 EUR = 239,640 SIT.

Vir: Ljubljanska borza.

Struktura prometa LJSE



Slika 1: Struktura prometa na organiziranem trgu v letu 2010 po mesecih



Vir: Ljubljanska borza.

Udeležba nerezidentov na LJSE

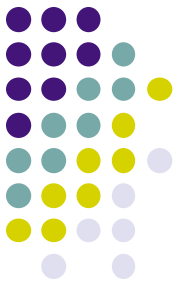
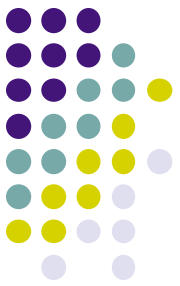


Tabela 11: Promet in delež nerezidentov v prometu na organiziranem trgu (v mio EUR)

Leto	Celotni promet	Promet nerezidentov	Delež nerezidentov v %	Neto nakupi nerezidentov
2008	1.285,8	419,3	32,6	-91,7
2009	904,0	244,3	27,0	49,3
2010	492,5	282,0	57,3	121,7

Vir: Banka Slovenije



Cena delnice in vrednost podjetja

- Cena delnice predstavlja vrednost celotnega navadnega lastniškega kapitala, razdeljenega s številom delnic:

$$\text{Stock price} = \frac{\text{Value of firm}}{\text{Number of shares}}$$

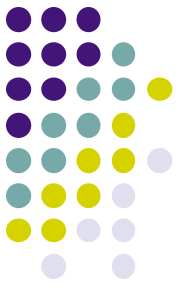
- Cena delnice sama po sebi ne pomeni vrednosti podjetja
 - Podjetje, katerega delnica se prodaja po 402 EUR ni nujno vredno več kot podjetje, katerega delnica se na tru prodaja po 13,50 EUR.

Institucionalni vlagatelji



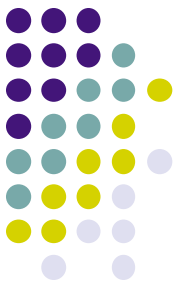
Type of Financial Institution	Participation in Stock Markets
Commercial banks	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Issue stock ➤ Manage trust funds
Stock-owned savings institutions	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Issue stock to boost their capital base
Savings banks	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Invest in stocks for their investment portfolios
Finance companies	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Issue stock
Stock mutual funds	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Use the proceeds from selling shares to invest in stocks
Securities firms	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Issue stock ➤ Place new issues of stock ➤ Offer advice to corporations that consider acquiring stock companies ➤ Execute buy and sell orders
Insurance companies	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Issue stock ➤ Invest a large proportion of their premiums in the stock market
Pension funds	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Invest a large proportion of pension fund contributions in the stock market

Nadzor vlagateljev (*ang. monitoring by Investors*)



- Cilji managementa in lastnikov z ločitvijo funkcije upravljanja in lastništva niso vedno usklajeni
- Managerji so agenti, ki naj bi zasledovali cilje lastnikov
- Kakšne cilje imajo managerji?
- Kakšna je povezava s ceno delnice?

- Računovodske nepravilnosti:
 - Manipuliranje finančnih izkazov z namenom prikrivanja dejstev vlagateljem (Enron, Tyco, WorldCom)
 - Vloga revizorjev
- Sarbanes-Oxley (2002)
- Nadzor delničarjev (*shareholder activism*)
 - Komuniciranje z vodstvom, *proxy contests*, tožbe...



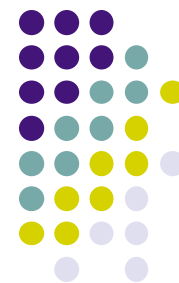
Nadzor vlagateljev in ovire

- Trg nadzora nad podjetji (*ang. market for corporate control*)
 - Odkupi lastnih delnic (*stock repurchase*)
 - Prezemna dejavnost in vplivi na nadzor
 - Poleg učinka discipliniranja lahko prinaša sinergije
 - Sprememba cene prevzetega podjetja (*ang. target firm*)
 - Odkup z zadolžitvijo (*ang. leveraged buyouts*)
- Ovire delovanja trga nadzora (*ang. barriers to corporate control*)
 - **Protiprevzemna določila (*ang. antitakeover amendments*)**
 - Kvalificirana večina odločanja na skupščini
 - **Strupene tabletki (*ang. poison pills*)**
 - Posebne pravice (npr. razdelitev 25% delnic vsem obstoječim delničarjem)
 - **Zlata padala (*ang. golden parachute*)**

Globalizacija delniških trgov



- Omejitve in ovire (*ang. barriers*) med državami so se v zadnjih letih zelo sprostile
 - Dostopnost tujih trgov
 - Vlagatelji lahko kupujejo tuje delnice
- ZDA postale zanimiv finančni trg za uvrstitev delnic na organiziran trg:
 - Obsežni programi privatizacije (*ang. privatization programs*) v Latinski Ameriki in Evropi so za lokalne trge lahko prevelik zalogaj
 - Razpršitev baze vlagateljev (*ang. diversification of shareholder base*)
 - Uvrstitev na borzo mogoče prek t.i. American depository receipts (ADRs) oz. GDR.



Globalizacija delniških trgov (nad.)

- Mednarodne investicijske banke čedalje bolj skrbijo za mednarodno “pokritje” trgov
- (Navzkrižna) uvrstitev v kotacijo (*ang. listing on a foreign stock exchange*):
 - Poveča likvidnost delnice
 - Lahko poveča finančno stanje (*ang. perceived financial standing*)
 - Lahko nudi zaščito pred sovražnim prevzemom
 - Dodatni stroški?!
- Kljub temu trgi v razvoju (*ang. emerging markets*):
 - Manj (informacijsko) učinkoviti
 - Bolj tvegani (in donosni)
 - Nestanovitnost (*ang. volatility*) zaradi manjšega obsega trgovanja in trgovanja na podlagi govoric