

VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

Ústav ekonomiky

Ing. Sylvia Plottová MSc

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

PERSPECTIVES OF IPO DEVELOPMENT IN CENTRAL AND EASTERN
EUROPEAN REGION

Zkrácená verze Ph.D. Thesis

Obor: Podnikové finance

Školitel: doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.

Datum obhajoby:

Oponenti:

KLÍČOVÁ SLOVA

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

KEY WORDS

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

MÍSTO ULOŽENÍ PRÁCE

Vysoké učení technické v Brně Fakulta podnikatelská
Oddělení pro vědu a výzkum
Kolejní 2906/4 612 00 Brno
Knihovna FP VUT v Brně

© Sylvia Plottová, 2018

ISBN 80-214

ISSN 1213-4198

OBSAH

ÚVOD	5
1 CÍLE DISERTAČNÍ PRÁCE	5
2 METODIKA ZPRACOVÁNÍ DISERTAČNÍ PRÁCE	6
2.1 METODY POUŽITÉ VE VÝZKUMU	6
2.2 POSTUP ZPRACOVÁNÍ DISERTAČNÍ PRÁCE	7
3 SOUČASNÝ STAV POZNÁNÍ ZKOUMANÉ PROBLEMATIKY	8
3.1 MOTIVY A BARIÉRY ROZHODNUTÍ SPOLEČNOSTI O IMPLEMENTACI IPO	8
3.1.1 Financování růstových příležitostí, likvidita, omezení zadlužení	8
3.1.2 Publicita a image společnosti	10
3.1.3 Výhody stávajícím akcionářům	10
3.1.4 Načasování vstupu na kapitálový trh	11
3.1.5 Náklady emise IPO	13
3.1.6 Podhodnocení emisního kurzu akcií	13
3.1.7 Náklady spojené s veřejnou obchodovatelností akcií	14
4 VÝVOJ POČTU EMISÍ VE VYBRANÝCH ZEMÍCH REGIONU CEE	15
5 FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ ROZHODOVÁNÍ O VSTUPU PODNIKU NA KAPITÁLOVÝ TRH FORMOU IPO	17
5.1 MOTIVY IPO	17
5.2 BARIÉRY (NEVÝHODY) IPO	18
5.3 VLIVY EXTERNÍHO PROSTŘEDÍ NA IPO	19
6 DOPORUČENÍ PRO EMITENTY A DALŠÍ ROZVOJ PRVOTNÍCH VEŘEJNÝCH NABÍDEK AKCIÍ	21
7 PŘÍNOSY DISERTAČNÍ PRÁCE	25
ZÁVĚR	26
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY A ZDROJŮ	26
ŽIVOTOPIS	30
PUBLIKAČNÍ ČINNOST	32
ABSTRAKT	33
ABSTRACT	34

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 EE, 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 úplatu 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

Aby bylo dosaženo druhého dílčího cíle dizertační práce, budou definovány klíčové 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 závislostí 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 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.

3.1.1 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.

3.1.2 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.

3.1.3 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, Meluzin, 2009) v rodinných společnostech. V případě, že se v rodinných společnostech nenachází zájemci o pokračování ve vedení společnosti, nezbyvá 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.

3.1.4 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 Brzeszczyňského (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.

3.1.5 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.

3.1.6 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

tržích, kde je presumpce vyšší informační asymetrie než na tržích již rozvinutých např. v USA a západní Evropě. Zjistili, že na rozvojových tržích mají domácí emitenti vyšší míru informovanosti než investoři. Dále zjistili, že i domácí emitenti mají tendenci podceňovat IPO, aby signalizovali kvalitu akcií. Na rozvojových tržích, 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 podcenování. Jsou to většinou ty společnosti, které aplikují takové podcenění, které přinese prvním investorům získání výnosů z prodeje akcií na veřejných tržích jen několik dní po IPO.

3.1.7 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

4 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 dekádách 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 2 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
Celkem	376	23925	11	2639,33	23	300,96	14	530,57	16	1689,98	14	1103,34	20	232,93

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

5 FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ ROZHODOVÁNÍ O VSTUPU PODNIKU NA KAPITÁLOVÝ TRH FORMOU IPO

5.1 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.

5.2 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 nejvýznamnějšími 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 vyzrazení 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 2/3 dotázaných emitentů vážnou nevýhodou IPO. Není bez zajímavosti, že 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 mnohastránkový 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 jednáním 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 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 uskutečňuje 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 nejrozličnějších 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 obrací 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 prodejm 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 et al. 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 et al. (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 společnost 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 změnil 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, postoje 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 ředitelů 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

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.,

- 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
- 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.
- 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. ISSN 0304-405X.
- 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.elsevier.com>, citováno: 12.12.2017
- 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.
- 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
- 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
- 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
- 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
- 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
- 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
- EIBIS, 2017, *EIB investment survey 2017 among EU countries*, [online] dostupné z: <http://www.eib.org/en/infocentre/publications/all/>, citováno 8.8.2018
- 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
- 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.
- 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.
- 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.
- KONEČNÝ, M., 1993, *Metodologie vědy a výzkumu*. 1. vyd. Brno: Fakulta podnikatelská VUT v Brně, Knihovně FP VUT v Brně, evidenční číslo S 5274.
- 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.
- 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.
- 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
- 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.; 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.
- MERVART, J., 1977, *Základy metodologie vědy*. 1. vyd. Svoboda Praha: Brno, ISBN 25-067-77.
- 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
- 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
- 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, 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
- PALEARI, S., PIAZZALUNGA, D., REDONDI R., VISMARA S., 2006, *Academic EurIPO Fact Book 2006*, Bergamo: Universoft, 137 s. ISBN 1-4196-4673-7.
- 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.

- 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
- 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
- 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.
- 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
- ŘEZANKOVÁ, H., 2010, *Analýza dat z dotazníkového šetření*, Praha, Professional publishing, ISBN: 978-80-7431-019-5
- 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
- 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
- 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.

ŽIVOTOPIS

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 Engliš 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

Office 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

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%)

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.

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.