

# Underpricing: fenomén spojený s realizací IPO

**Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.**

*Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav ekonomiky,  
Kolejni 2906/4, 612 00 Brno, E-mail: meluzint@fbm.vutbr.cz*

## **Abstrakt**

Empirické výzkumy dochází k závěru, že většinou existuje kladný rozdíl mezi kurzem akcií vytvořeným během prvního dne obchodování na sekundárním trhu a emisním kurzem akcií při IPO. Tato skutečnost, ve světové odborné literatuře označovaná termínem *underpricing*, představuje v současné době jedno z nejvíce diskutovaných témat spojených s IPO. Cílem článku je analyzovat dopad *underpricingu* na emitující společnosti, resp. jejich akcionáře a podrobit diskusi soudobé teoretické přístupy k vysvětlení existence tohoto fenoménu. Příspěvek byl uskutečněn za finanční podpory Grantové agentury České republiky v rámci řešení grantového projektu č. 402/09/P134 s názvem „Rozhodovací model financování podniků prostřednictvím IPO“.

## **Klíčová slova**

IPO, underpricing, informační asymetrie, emitenti, investoři, upisovatelé.

## **Úvod**

Empirické výzkumy, které se zabývají vývojem tržního kurzu akcií krátce po jejich prvotní veřejné nabídce, dochází velmi často k závěru, že emitující společnosti nabízejí své akcie při IPO<sup>8</sup> za nižší cenu, než za kterou se poprvé obchodují na sekundárním trhu. V angl. psané literatuře, např. Loughran, Ritter, Rydqvist (1994) a Paleari et al. (2006), se tato skutečnost označuje termínem „*underpricing*“, pro který je možné zavést český ekvivalent „podhodnocení emisního kurzu akcií“. Cílem článku je analyzovat dopad *underpricingu* na emitující společnosti, resp. jejich akcionáře a podrobit diskusi soudobé teoretické přístupy k vysvětlení existence tohoto fenoménu.

---

<sup>8</sup> IPO představuje zkratku pro „*Initial Public Offering*“, v české odborné terminologii označované jako prvotní veřejná nabídka akcií. Ta se vyznačuje tím, že firma poprvé nabízí veřejnosti své akcie, a zároveň vstupuje na veřejný organizovaný trh cenných papírů, představovaný nejčastěji burzou jakožto vrcholovou institucí.

## Dopad underpricingu na emitující společnosti a jejich akcionáře

*Underpricing* je v současné době jedním z nejvíce diskutovaných témat spojených s prvotními veřejnými nabídkami akcií. Empirické studie ukazují, že první kurzy, za které se s akciemi na veřejných sekundárních trzích obchoduje, jsou přibližně o 10–15 % vyšší než ty, za které jsou veřejnosti nabídnuty poprvé. Pro menší společnosti s kratší historií tento rozdíl někdy přesahuje i 50 %. Na méně rozvinutých trzích, např. v jihovýchodní Asii, Brazílii, Řecku nebo Portugalsku, a v období s vysokým počtem IPO (zejména v období ekonomické konjunktury) může podhodnocení emisního kurzu vzrůst až na 80 %. Tato skutečnost na jedné straně stimuluje poptávku investorů po prvotních veřejných nabídkách, neboť mohou realizovat kapitálový zisk již několik málo dnů po jejich uskutečnění.<sup>9</sup> Na straně druhé představuje **implicitní náklad IPO**, neboť společnosti, resp. původní akcionáři (při nabídce sekundárních akcií<sup>10</sup>) získávají méně peněžních prostředků.

Pro vyjádření *underpricingu* existují dva přístupy. První z nich bere v úvahu pouze změnu mezi emisním kurzem a tržní cenou akcií na sekundárním trhu. Podhodnocení emisního kurzu akcií je možné v tomto případě vyjádřit pomocí následujícího vztahu:

$$U = \frac{(P_I - P_E)}{P_E} \cdot 100, \quad (1-1)$$

- kde  $U$  = podhodnocení emisního kurzu akcií (*underpricing*) v %,  
 $P_I$  = kurz akcie na konci prvního dne obchodování emise na sekundárním trhu<sup>11</sup>,  
 $P_E$  = emisní kurz akcie.

Pozn.: Pokud bude tržní kurz akcie ( $P_I$ ) nižší než její emisní kurz ( $P_E$ ), vyjde nám při výpočtu *underpricingu* ( $U$ ) záporná hodnota a lze konstatovat, že v daném případě byl emisní kurz nadhodnocen.

<sup>9</sup> *Underpricing* se proto často označuje termínem počáteční výnosnost akcií (angl. *initial return*).

<sup>10</sup> IPO sekundárních akcií představuje veřejnou nabídku dříve vydaných akcií, se kterými se dosud obchodovalo pouze na neveřejném sekundárním trhu cenných papírů.

<sup>11</sup> Někteří autoři při výpočtu *underpricingu* používají počáteční kurz, za který se s akciemi poprvé obchoduje na sekundárním trhu.

Vzhledem k tomu, že mezi stanovením emisního kurzu a začátkem obchodování emise na sekundárním trhu existuje vždy určitá časová prodleva, během které se akciové trhy vyvíjejí, lze při výpočtu *underpricingu* zohlednit změnu akciových kurzů. *Underpricing* upravený dle vývoje na akciovém trhu představuje druhý přístup k jeho vyjádření. K jeho výpočtu lze použít následující vzorec:

$$U_M = \left[ \frac{(P_I - P_E)}{P_E} - \frac{M_I - M_0}{M_0} \right] \cdot 100, \quad (1-2)$$

- kde  $U_M$  = *underpricing* po zohlednění vývoje tržního indexu v %,  
 $M_I$  = hodnota tržního indexu na konci prvního dne obchodování emise na sekundárním trhu,  
 $M_0$  = hodnota tržního indexu na konci dne předcházejícímu prvnímu dni obchodování emise na sekundárním trhu.

Velikost nákladů souvisejících s podhodnocením emisního kurzu akcií při IPO lze určit pomocí následujícího vzorce:

$$UC = (P_I - P_E) \cdot MC, \quad (1-3)$$

- kde  $UC$  = náklady spojené s podhodnocením emisního kurzu akcií při IPO,  
 $P_I$  = kurz akcie na konci prvního dne obchodování emise na sekundárním trhu,  
 $P_E$  = emisní kurz akcie,  
 $MC$  = velikost emise (tržní kapitalizace IPO).

V tabulce 1 je vyjádřena velikost *underpricingu* na vybraných akciových trzích v letech 2005–2006.

Tabulka 1: *Underpricing* na vybraných akciových trzích

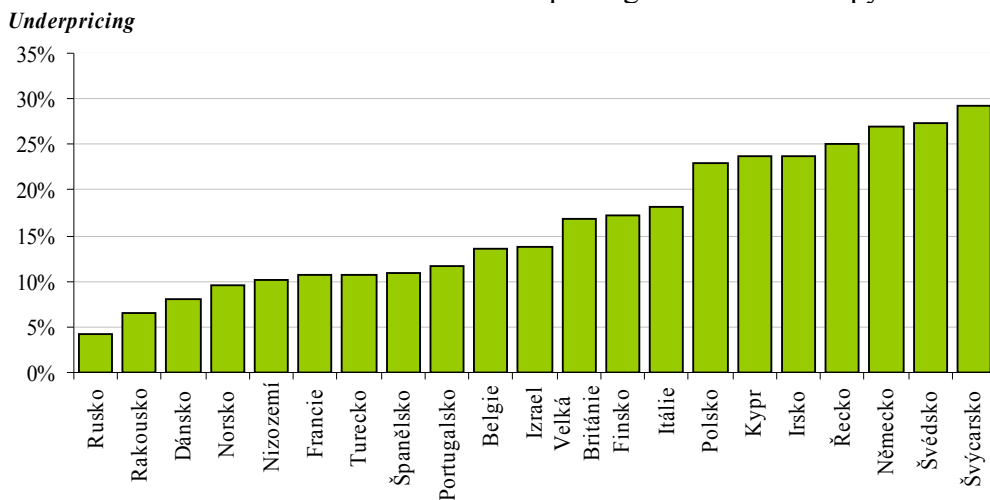
Tržní segment	Deutsche Börse		Euronext		HKSE		LSE		New York	
	Prime/General	Entry	Eurolist	Alternext	Main Board	GEM	Main Market	AIM	NYSE	Nasdaq
Vzorek	42	36	53	52	74	8	49	362	78	207
<b>Underpricing (v%)</b>										
Průměr	5,7	10,7	5,1	2,4	10,4	6,7	5,3	17,1	9,7	11,0
Medián	2,2	0,3	3,6	0,0	6,3	2,6	2,9	9,4	5,5	6,6
Min	-9,5	-6,0	-9,0	-24,5	-81,4	-12,0	-47,1	-56,5	-23,5	-38,9
Max	25,7	100,0	23,0	44,0	88,6	30,7	25,7	350,0	120,8	140,5
<b>Underpricing zohledňující vývoj tržního indexu (v%)</b>										
Průměr	5,7	10,8	5,1	2,3	10,5	7,1	5,1	17,0	9,6	11,0
Medián	2,7	0,7	3,4	0,2	5,6	2,4	2,5	9,2	5,3	6,5
Min	-8,5	-5,8	-8,2	-24,8	-80,1	-11,7	-47,3	-56,7	-24,7	-38,5
Max	26,3	99,3	22,9	43,4	89,4	32,2	25,5	350,2	120,8	140,6

Zdroj: Kaserer a Schiereck (2007)

Z tabulky vyplývají dva zajímavé poznatky. Zaprvé, rozdíl mezi výpočtem *underpricingu* bez zohlednění tržního indexu (vzorec 1-1) a s jeho zohledněním (vzorec 1-2) je zanedbatelný. Zadruhé, velikost počáteční výnosnosti akcií, resp. *underpricingu* je na jednotlivých trzích značně rozdílná. Hlavní vliv na výši *underpricingu* má dle empirických výzkumů zejména velikost a stáří emitující společnosti.

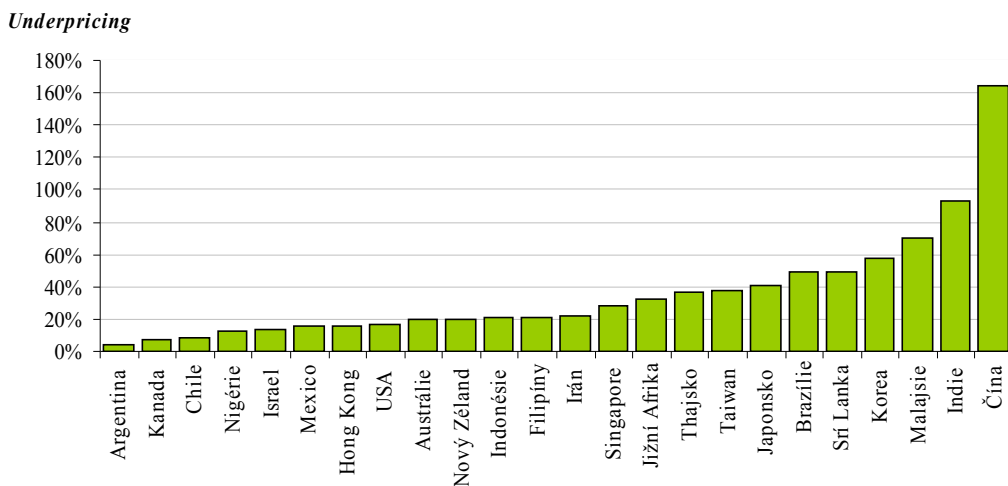
Dle Rittera (2008), který se zabýval porovnáním *underpricingu* ve 45 zemích světa, dosahuje podhodnocení emisního kurzu akcií nejnižší průměrné hodnoty v Rusku (4,2 %) a Argentíně (4,4 %). Za země se nejvyšší průměrnou hodnotou lze označit Indii (92,7 %) a Čínu (164,5 %). Údaje týkající se dalších zemí jsou uvedeny v následujících dvou grafech.

Graf 1: Průměrná hodnota *underpricingu* v zemích Evropy



Zdroj: Ritter (2008)

Graf 2: Průměrná hodnota *underpricingu* v zemích mimo Evropu



Zdroj: Ritter (2008)

Podhodnocení emisního kurzu má také **negativní dopad na vliv původních akcionářů ve společnosti**, neboť ta bude nucena za účelem získání potřebné výše peněžních prostředků vydat více nových akcií. Jinými slovy řečeno, v případě absence podhodnocení emisního kurzu by společnost mohla získat požadovaný objem peněžních prostředků emitováním menšího počtu akcií, a tím by se méně oslabil vliv původních akcionářů ve společnosti. Význam podhodnocení emisního kurzu akcií je proto přímo úměrný podílu nabízených akcií na základním kapitálu společnosti<sup>12</sup>. Vliv podhodnocení emisního kurzu akcií na množství získaných peněžních prostředků (bohatství) a podíl původních akcionářů ve společnosti lze ilustrovat pomocí následujícího příkladu. Uvažujme o prvotní veřejné nabídce akcií, která má následující charakteristiky:

- množství akcií vydaných před IPO = 14 000 000 ks,
- hrubý výnos z IPO = 60 000 000 EUR,
- *free float* (množství akcií rozptýlených mezi veřejnost) = 30 %,
- stávající akcionáři neprodají žádné akcie.

Předpokládejme dále, že na trhu mohou nastat následující situace:

- podhodnocení emisního kurzu neexistuje;
- podhodnocení emisního kurzu dosahuje výše 15 %.

V případě požadavku na **hrubý výnos z IPO ve výši 60 000 000 EUR** jsou parametry emise uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 2: Parametry emise v případě hrubého výnosu z IPO ve výši 60 000 000 EUR

PARAMETRY IPO	NEEXISTENCE UNDERPRICINGU	UNDERPRICING VE VÝŠI 15%
Emisní kurz akcií při IPO	10 EUR / akcie	8,5 EUR / akcie
Počet emitovaných akcií	6 000 000 ks	7 058 824 ks
Počet akcií po realizaci IPO	20 000 000 ks	21 058 824 ks
Hrubý výnos z IPO	<b>60 000 000 EUR</b>	<b>60 000 000 EUR</b>
Podíl původních akcionářů ve společnosti po realizaci IPO	<b>70,00 %</b>	<b>66,48 %</b>

Zdroj: vlastní zpracování

<sup>12</sup> Pokud se akcionáři rozhodnou prodat například 20 % svých akcií a podhodnocení emisního kurzu je odhadováno na 10 % z tržní hodnoty akcií, ztráta představuje 2 % z tržní hodnoty podniku. V případě, že by společnost nabízela investorům veškerý svůj akciový kapitál, bude ztráta odpovídat celým 10-ti %.

V případě požadavku na *free float* ve výši 30 % jsou parametry emise uvedeny v tabulce 3.

Tabulka 3: Parametry emise v případě *free floatu* ve výši 30 %

PARAMETRY IPO	NEEXISTENCE UNDERPRICINGU	UNDERPRICING VE VÝŠI 15%
Emisní kurz akcií při IPO	10 EUR / akcie	8,5 EUR / akcie
Počet emitovaných akcií	6 000 000 ks	6 000 000 ks
Počet akcií po realizaci IPO	20 000 000 ks	20 000 000 ks
Hrubý výnos z IPO	<b>60 000 000 EUR</b>	<b>51 000 000 EUR</b>
Podíl původních akcionářů ve společnosti po realizaci IPO	<b>70,00 %</b>	<b>70,00%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Z uvedeného příkladu je zřejmé, že podhodnocení emisního kurzu má negativní dopad na bohatství (tj. podíl na základním kapitálu) původních akcionářů. V případě požadování stejné výše hrubého výnosu z IPO je nutné v případě existence podhodnocení emisního kurzu emitovat více akcií, čímž dochází k většímu rozředění vlastnické struktury a snížení podílu původních akcionářů ve společnosti. Pokud však bude emitent ochoten nabídnout veřejnosti pouze omezené množství akcií, získá společnost, resp. původní akcionáři (v případě nabídky sekundárních akcií) menší výtěžek z IPO, což se negativně projeví na nákladnosti prvotní veřejné nabídky akcií, vyjádřené procentuelně z objemu emise.

### Diskuse teoretických přístupů k vysvětlení existence *underpricingu*

Vysvětlení, proč jsou emisní kurzy akcií při IPO obvykle podhodnoceny, jsou nejčastěji založeny na informační asymetrii mezi jednotlivými subjekty, které se účastní prvotní veřejné nabídky akcií. Jedná se o informační asymetrii mezi:

- emitenty a investory,
- emitenty a upisovateli,
- různými typy investorů,
- dalšími zúčastněnými subjekty.

*Teorie založené na informační asymetrii mezi emitenty a investory* předpokládají, že potenciální investoři mají méně informací o skutečné tržní hodnotě akcií než samotní emitenti. Skutečnost, že nelze ohodnotit kvalitu společnosti realizující IPO, pak vede k tomu, že investoři nejsou ochotni koupit akcie za tržní cenu a požadují *underpricing* jako odměnu za riziko, které nákupem akcií podstupují. Mezi tyto teorie patří zejména tzv. „*teorie signalizování kvality emitenta*“.

Podle této teorie se „kvalitní“ emitenti snaží prostřednictvím výrazného podhodnocení první veřejné nabídky akcií vyslat investorům signál, že právě oni si takové podhodnocení mohou dovolit a umožňují tak prvním investorům realizovat kapitálový zisk z prodeje akcií již po několika dnech jejich obchodování na sekundárním trhu. Emitenti jsou si vědomi toho, že investoři si to zapamatují a náklad v podobě vyššího *underpricingu* se jim vrátí, až se rozhodnou pro další veřejnou nabídku akcií, tzv. SEO<sup>13</sup>. Předpokládají, že při následné veřejné nabídce akcií získají výrazně vyšší kapitál, než kdyby akcie při jejich prvotní nabídce nebyly podhodnoceny. Zároveň tyto firmy očekávají, že pro „nekvalitní“ firmy bude příliš nákladné napodobovat „kvalitní“ firmy tím, že své emise budou také podhodnocovat.

Teorie signalizování kvality emitenta byla rozpracována do mnoha dalších variant, které však vzhledem k jejich nízké empirické podpoře nelze považovat za obecně platné. Bylo sice prokázáno, že přibližně třetina emitentů brzy po první veřejné nabídce akcií skutečně získává dodatečný kapitál pomocí další veřejné nabídky, avšak žádný statisticky významný vztah mezi mírou podhodnocení první nabídky a mírou podhodnocení nabídek následujících nebyl prokázán. V současné době neexistuje jasný důkaz toho, že by chování investorů při SEO bylo příznivější u firem, které své kurzy při IPO podhodnotily více než ostatní emitenti. Je třeba si také uvědomit, že na efektivně fungujícím kapitálovém trhu se investoři snaží ohodnotit následující nabídku akcií na základě jeho současné situace a podle očekávání budoucího vývoje emitenta a nikoli podle jediného signálu z minulosti, kterým je podhodnocení emisního kurzu.

Někteří autoři, například Grinblatt a Hwang (1989) a Bernheim (1991), ve svém výzkumu dospěli k názoru, že existují i jiné alternativní signály emitentů, kterými jsou například volba manažera emise s vysokou reputací, výběr prestižní auditorské firmy pro validaci finančních výkazů nebo také závazek k výplatě dividend, které nejsou v mnoha zemích daňově uznatelným nákladem, a proto značně zatěžují cash-flow podniku, což slouží jako silný signál trhu o dostatečné ziskovosti emitující společnosti.

***Teorie založené na informační asymetrii mezi emitenty a upisovateli*** vychází z toho, že upisovatelé jsou lépe informováni o poptávce investorů po nových akciích než emitenti, a proto sami určují výši emisního kurzu akcií a jeho podhodnocení vůči očekávané tržní ceně. Výše podhodnocení emisního kurzu akcií je v tomto případě výsledkem kompromisu mezi pravděpodobností úspěšného úpisu (*underpricing* ji zvyšuje) a odměnou požadovanou upisovateli (*underpricing* ji snižuje).

---

<sup>13</sup> Seasoned Equity Offering.

**Teorie založené na informační asymetrii mezi různými typy investorů** předpokládají, že existují různé skupiny investorů, které mají odlišný přístup k informacím. Méně informovaní investoři pak většinou požadují *underpricing*. První z těchto teorií se označuje jako tzv. „**vítězovo prokletí**“, v anglickém originálu „*the winner's curse*“, jejímž představitelem je Kevin Rock (1986). Podle této teorie existují dvě skupiny investorů:

- 1) informovaní investoři, kteří jsou schopni určit reálnou hodnotu akcií emitenta, a proto investují pouze do podhodnocených emisí,
- 2) neinformovaní investoři, kteří nejsou schopni rozeznat podhodnocenou a nadhodnocenou emisi, a proto investují své peněžní prostředky do nově nabízených akcií zcela náhodně, bez jejich detailního zkoumání.

**Vítězovo prokletí** spočívá v tom, že v případě nadhodnocených emisí získají neinformovaní investoři všechny poptávané akcie, neboť informovaní investoři o ně nemají zájem. Pokud se však na trhu objeví podhodnocená emise, neinformovaní investoři o ni sdílejí zájem společně s investory informovanými. V dané případě obvykle poptávka po emisi výrazně převyšuje její nabídku, což vede k tomu, že přiděl akcií je mezi investory značně omezen. Důsledkem toho je, že všichni investoři, včetně těch neinformovaných, obdrží méně akcií, než poptávali. Výsledným efektem této situace je obvykle negativní průměrný očekávaný výnos neinformovaných investorů.

Výše popsané chování investorů lze uvést prostřednictvím následujícího příkladu. Předpokládejme, že na kapitálový trh hodlají vstoupit dvě společnosti formou prvotní veřejné nabídky akcií. Emise obou společností dosahují shodného objemu, a to 2000 ks akcií, a jsou nabízeny za předem stanovený emisní kurz o stejné velikosti. První emise je o 15 % podhodnocena, druhá o 15 % nadhodnocena. Dále předpokládejme, že na trhu existují jak informovaní investoři, kteří investují pouze do podhodnocených emisí, tak investoři neinformovaní, kteří investují průběžně do všech emisí na trhu. Objednávky investorů a pravděpodobnost jejich uspokojení u jednotlivých emisí je uvedena v následující tabulce.

Tabulka 4: Chování investorů v modelu K. Rocka

	PODHODNOCENÁ EMISE	NADHODNOCENÁ EMISE
Podhodnocení / Nadhodnocení	15 %	15%
Objem emise (ks)	2000	2000
Poptávka informovaných investorů (ks)	1000	0
Poptávka neinformovaných investorů (ks)	2000	2000
Celková poptávka (ks)	<b>3000</b>	<b>2000</b>
<b>Pravděpodobnost uspokojení objednávky</b>	<b>66,66 %</b>	<b>100 %</b>

Zdroj: vlastní zpracování



Průměrná očekávaná výnosnost neinformovaných investorů bude po prvním dni obchodování akcií na sekundárním trhu negativní ( $0,6666 \cdot 0,15 - 1 \cdot 0,15 = -0,05$ ), neboť budou v jejich portfoliích převládat akcie z nadhodnocené emise. To má za následek, že jejich očekávaný výnos nebude roven průměrnému výnosu trhu, přestože se do něj snaží jako do celku investovat. Pokud tedy chtějí emitenti (případně upisovatelé) přesvědčit ke koupi akcií všechny skupiny investorů, musí stanovit emisní kurz pod jejich tržní hodnotu tak, aby neinformovaným investorům kompenzoval ztrátu vyplývající z jejich menší informovanosti.

Emitenti tedy využívají *underpricing* k přilákání zájmu neinformovaných investorů.

Provedené empirické studie, které se zabývaly ověřením výše uvedené teorie v praxi, dospěly k následujícímu poznání.

- Institucionální investoři jsou všeobecně lépe informováni ohledně skutečné hodnoty nabízených akcií než retailoví investoři, a proto se jim mnohem častěji daří investovat do podhodnocených emisí než retailovým investorům.
- Čím méně informací mají investoři ohledně skutečné hodnoty emitenta, tím větší *underpricing* požadují a jeho existence je nezbytnou podmínkou pro úspěšný úpis všech nabízených akcií.
- Snížení informační asymetrie mezi jednotlivými skupinami investorů obvykle vede k nižšímu podhodnocení emisního kurzu, což má ve svém důsledku pozitivní dopad na nákladnost emise.
- Efekt vítězova prokletí se projevuje zejména v případě úpisu akcií za předem stanovenou cenu.

Z důvodu existence informační asymetrie mezi jednotlivými investory se mohou méně informovaní investoři při výběru vhodné investiční příležitosti rozhodovat podle volby ostatních investorů. Na základě tohoto předpokladu vznikla *teorie informační kaskády*, jejímž autorem je Ivo Welch (1992). Tato teorie je založena na myšlence, že individuální investoři si všímají, jak velký zájem mají o nové emise ostatní investoři, a podle toho si pak vybírají společnosti, do kterých vloží své peněžní prostředky. Pokud investor zjistí, že se o emisi ostatní investoři příliš nezajímají, může se rozhodnout, že od zamýšlené koupě odstoupí, a to například i přesto, že má k dispozici pozitivní informace o emitentovi. Z tohoto pohledu je velmi důležitá role počátečních investorů, kteří mohou iniciovat jak pozitivní, tak negativní kaskádový efekt. Pro emitenta je případný nezájem ze strany investorů pochopitelně nežádoucí, a proto se právě pomocí podhodnocení emisního kurzu bude snažit přesvědčit několik prvních investorů o výhodnosti koupě akcií a bude očekávat, že o nabízené akcie projeví zájem i další investoři a bude vytvořena dostatečná poptávka po akciích.

Další teorie je založena na existenci **informační asymetrie mezi upisovateli (manažery emise) a institucionálními investory**. V současné době je ve většině zemí, včetně České republiky určován emisní kurz akcií a jejich následná alokace formou *bookbuildingu*. Tento proces nechává manažerovi emise poměrně výrazné pravomoci ohledně konečné alokace akcií investorům. Na začátku celého procesu určení emisního kurzu akcie stanoví manažer emise kurzové rozpětí, resp. maximální cenu emisního kurzu. Během následného setkání s investory (v angl. označované jaké *road show*) se pak od nich snaží získat co nejvíce informací, které se týkají jejich odhadu reálné ceny akcií. Z pohledu investora však nemusí být výhodné sdělovat skutečný odhad ceny akcie, neboť lze očekávat, že takovéto sdělení způsobí zvýšení emisního kurzu. Pokud tedy manažer emise chce, aby mu investoři o emisi sdělili své skutečné představy, musí jim poskytnout určitou kompenzaci, kterou může představovat přidělení většího podílu akcií na emisích s vyšším počátečním výnosem. Podpurný empirický fakt, že institucionálním investorům skutečně obvykle připadne vyšší podíl u výnosnějších emisí, byl již popsán u teorie vítězova prokletí.

Empirické studie, které ověřovaly platnost této teorie dospěly mj. k závěru, že manažeři emise nepřizpůsobí emisní kurz zcela tak, jak by odpovídalo nově získaným informacím od investorů. IPO s emisním kurzem stanoveným nad původně plánované cenové rozpětí dosahovaly výrazně vyššího průměrného počátečního výnosu než IPO, u kterých byl emisní kurz určen pod či uvnitř plánovaného cenového rozpětí. V následující tabulce je uvedena průměrná počáteční výnosnost amerických IPO v závislosti na stanovení emisního kurzu pod, uvnitř nebo nad kurzovým rozpětím v letech 1980–2001.

Tabulka 5: Průměrná počáteční výnosnost amerických IPO v závislosti na stanovení emisního kurzu pod, uvnitř nebo nad kurzovým rozpětím v letech 1980–2001

Období	Počet IPO	Průměrná počáteční výnosnost	Průměrná počáteční výnosnost			% IPO s počáteční výnosností > 0		
			Cena pod kurzovým rozpětím	Cena uvnitř kurzového rozpětí	Cena nad kurzovým rozpětím	Cena pod kurzovým rozpětím	Cena uvnitř kurzového rozpětí	Cena nad kurzovým rozpětím
1980-1989	1971	7,4 %	0,6 %	7,8 %	20,5 %	32 %	62 %	88 %
1990-1994	1632	11,2 %	2,4 %	10,8 %	24,1 %	49 %	75 %	93 %
1995-1998	1752	18,1 %	6,1 %	13,8 %	37,6 %	59 %	80 %	97 %
1999-2000	803	65,0 %	7,9 %	26,8 %	119,0 %	59 %	77 %	96 %
2001	80	14,0 %	7,2 %	12,5 %	31,4 %	70 %	83 %	92 %
1980-2001	6238	18,8 %	3,3 %	12,0 %	52,7 %	47 %	72 %	94 %

Zdroj: Ritter a Welch (2002)

Kromě výše uvedených teorií, které byly založeny na informační asymetrii mezi zúčastněnými subjekty IPO, existují i další teorie nabízející možné vysvětlení existence *underpricingu*. Vybrané z nich jsou stručně charakterizovány níže.

Brennan a Franks (1995) dospěli k názoru, že manažeři emitující společnosti využívají *underpricing* k vytvoření **silného převisu poptávky nad nabídkou akcií**. Díky tomu jsou akcie lépe alokovány mezi větší počet retailových investorů, čímž se zvyšuje likvidita akcií při jejich následném obchodování na sekundárním trhu. Především se však zvyšuje manévrovací prostor pro management firmy, neboť retailoví akcionáři nemají až tak vysokou motivaci ke kontrole managementu.

Další možné vysvětlení podhodnocování emisních kurzů akcií nabízí **teorie ochrany před žalobami**. Stejně jako předchozí teorie i tato považuje podhodnocení emisního kurzu za úmyslné. Důvodem této skutečnosti jsou právní systémy některých zemí, které obvykle stanovují přísná pravidla pro poskytování informací o firmách realizujících IPO. V praxi jde zejména o to, aby představitelé těchto firem poskytli veškeré relevantní informace potenciálním investorům, a to především prostřednictvím emisního prospektu. Pokud tak neučiní, mohou riskovat, že budou investory v budoucnu žalováni. *Underpricing* je v tomto případě prostředkem k tomu, aby se **zabránilo pozdějším žalobám ze strany investorů v důsledku výrazného poklesu kurzu**, ke kterému by mohlo dojít proto, že některá významná fakta nebyla uvedena v prospektu.

Přestože je toto vysvětlení podhodnocení emisního kurzu vcelku přesvědčivé, empirické důkazy shromážděné Ljungqvistem (2004) ukazují, že teorii ochrany před žalobami nelze v žádném případě považovat za jednu z hlavních příčin krátkodobého podhodnocení emisního kurzu. Tento závěr je také podpořen Ritterem (1998), který tvrdí, že země, ve kterých je pravděpodobnost žalob nízká, jako jsou například Finsko, Německo, Japonsko, Švýcarsko a Švédsko, mají podobnou úroveň podhodnocení jako Spojené státy americké. Právě v USA totiž platí velmi přísný zákon o poskytování informací a provedení *due diligence* (*Securities Act of 1933*). Je-li tedy tato teorie správná, mělo by podhodnocení v USA výrazně převyšovat podhodnocení v jiných zemích.

Jedna z posledních teorií je založena na tom, že *underpricing* je prostředkem, který využívají upisovatelé k podnícení zájmu o obchodování s novými emisemi akcií na sekundárním trhu. Vede je k tomu následné profitování z obchodních poplatků.

## Závěr

Z výše uvedeného vyplývá, že *underpricing* představuje implicitní náklad IPO, neboť emitující společnosti, resp. původní akcionáři získávají méně peněžních prostředků z realizace IPO. Společnost je proto nucena za účelem získání potřebné výše peněžních prostředků vydat více nových akcií. Jinými slovy řečeno, v případě absence podhodnocení emisního kurzu by společnost mohla získat požadovaný objem peněžních prostředků emitováním menšího počtu akcií, a tím by se méně oslabil vliv původních akcionářů ve společnosti.

Význam podhodnocení emisního kurzu akcií je proto přímo úměrný podílu nabízených akcií na základním kapitálu společnosti. V současné době existuje mnoho různých teorií, které se zabývají vysvětlením krátkodobého podhodnocování emisních kurzů akcií při IPO. Mnohé z těchto teorií byly podpořeny empirickými výzkumy, v současné době však neexistuje ucelená teorie, která by fenomén podhodnocování, a především jeho úroveň, dokázala vysvětlit v každé zemi. Osobně se domnívám, že na výši *underpricingu* působí několik vzájemně se doplňujících faktorů a v podmínkách českého kapitálového trhu, na kterém zatím není příliš obvyklé získávat kapitál formou IPO, půjde především o zajištění dostatečné poptávky ze strany institucionálních i soukromých investorů.

### Literatura

1. BOEHMER, E. - FISHE, R. Who ends up short from underwriter short covering? A detailed analysis of IPO price stabilization. Working Paper, University of Georgia and University of Miami, 2001.
2. BERNHEIM, D. Tax Policy and the Dividend Puzzle. *Rand Journal of Economics*, 1991, Vol. 22, No. 4, p. 455-476. ISSN 0741-6261.
3. BRENNAN, M. J. - FRANKS, J. R. Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK. In *CEPR Discussion Papers*, No. 1211, 1995.
4. GRINBLATT, M. - HWANG, C. Y. Signalling and the Pricing of New Issues. *Journal of Finance*, 1989, Vol. 44, p. 393-420. ISSN 0022-1082.
5. JAGADEESH, N. - EINSTEIN, M. - WELCH, I. An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offering. *Journal of Financial Economics*, 1993, No. 34, p. 153-175. ISSN 0304-405X.
6. KASERER, CH., SCHIERECK, D., 2007: Going Public and Being Public - A Global Comparison of the Impact of the Listing Decision on the Cost of Capital [online]. Dostupné z: [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb\\_navigation/listing/20\\_Going\\_Public](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb_navigation/listing/20_Going_Public) [cit. 2009-02-14].
7. LJUNGQVIST, A. IPO Underpricing: A Survey. In *HANDBOOK IN CORPORATE FINANCE: EMPIRICAL CORPORATE FINANCE*, B. Espen Eckbo, ed. [online]. 2004, [cit. 2007-09-20]. Dostupné z: <http://ssrn.com/abstract=609422>.
8. LOUGHRAN, T. - RITTER, J. R. - RYDQVIST. Initial Public Offerings: International Insight. *Pacific-Basin Finance Journal*, 1994, Vol. 2, p. 165-199. Updated August 5, 2007. ISSN 0927-538X.
9. PALEARI, S. et al. *Academic EurIPO Fact Book 2006*. Bergamo: Universoft, 2006. 137 s. ISBN 1-4196-4673-7.
10. RITTER, J. R. Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*, 1998, Vol. 2, No. 1, p. 5-30.
11. RITTER, J. R. Some Factoids about the 2006 IPO Market [online]. 2007, [cit. 2007-10-02]. Dostupné z: <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>.
12. RITTER, J. R. Initial Public Offerings: International Insight. [online]. 2008, [cit. 2009-06-05]. Dostupné z: <http://bear.cba.ufl.edu/ritter/Int2008.pdf>

13. RITTER, J. R. – WELCH, I. A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance*, 2002, Vol. 57, p. 1795-1828. ISSN 0022-1082.
14. ROCK, K. Why new issues are underpriced? *Journal of Financial Economics*, 1986, Vol. 15, p. 187-212. ISSN 0304-405X.
15. WELCH, I. Sequential sales, learning, and cascades. *Journal of Finance*, 1992, Vol. 47, p. 695-732. ISSN 0022-1082.

### **Summary**

Tomáš Meluzín

### **UNDERPRICING: PHENOMENON ASSOCIATED WITH IPO REALIZATION**

Underpricing in various international market is studied in the financial literature, and during the various periods analyzed it has been found that on average buying of shares in newly listed companies and their resale on the secondary market on the first day of negotiation generates a positive return. The aim of this paper is to analyze the impact of underpricing on issuers or their shareholders and to put to discussion contemporary theoretical approaches to explaining of this phenomenon. The paper was written with the financial support of the Czech Science Foundation (Grant Agency of the Czech Republic), grant project No. 402/09/P134 “Decision Model of Company Financing via IPO”.

**Doručeno redakci:** 15.4. 2009

**Recenzováno:** květen 2009

**Schváleno k publikování:** 15.6. 2009