

Anomálie spojené s IPO

Tato kapitola je věnována analýze specifických fenoménů, které jsou spojeny s prvotními veřejnými nabídkami akcií na světových trzích. Mezi tyto anomálie patří zejména *underpricing* – podhodnocení emisního kurzu akcií a dlouhodobě nižší výnosnost akcií po jejich prvotní veřejné nabídce.

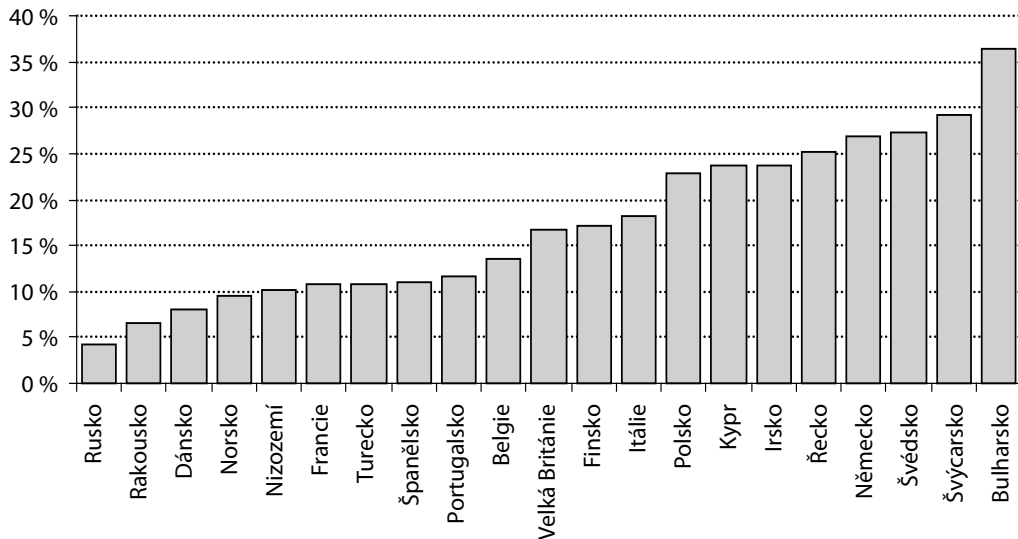
9.1 Podhodnocení emisního kurzu akcií

Jak již bylo zmíněno v předchozí kapitole, **většina IPO je spojena s kladným rozdílem mezi kurzem akcií vytvořeným během prvního dne obchodování s nimi na sekundárním trhu a jejich emisním kurzem.** V odborné literatuře je toto podhodnocení emisního kurzu akcií označováno termínem *underpricing*.

Underpricing představuje v současné době jedno z nejvíce diskutovaných témat spojených s prvotními veřejnými nabídkami akcií. Empirické studie ukazují, že první kurzy, za které se s akciami na veřejných sekundárních trzích obchoduje, jsou přibližně o 10–15 % vyšší než ty, za které jsou veřejnosti nabídnuty poprvé. U menších společností s kratší historií tento rozdíl někdy přesahuje i 50 %. Na rozvíjejících se 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 akcií, neboť mohou realizovat kapitálový zisk již několik málo dnů po jejich uskutečnění¹. Na straně druhé představuje implicitní náklad IPO, neboť podniky, resp. původní akcionáři (při nabídce sekundárních akcií) získávají méně peněžních prostředků.

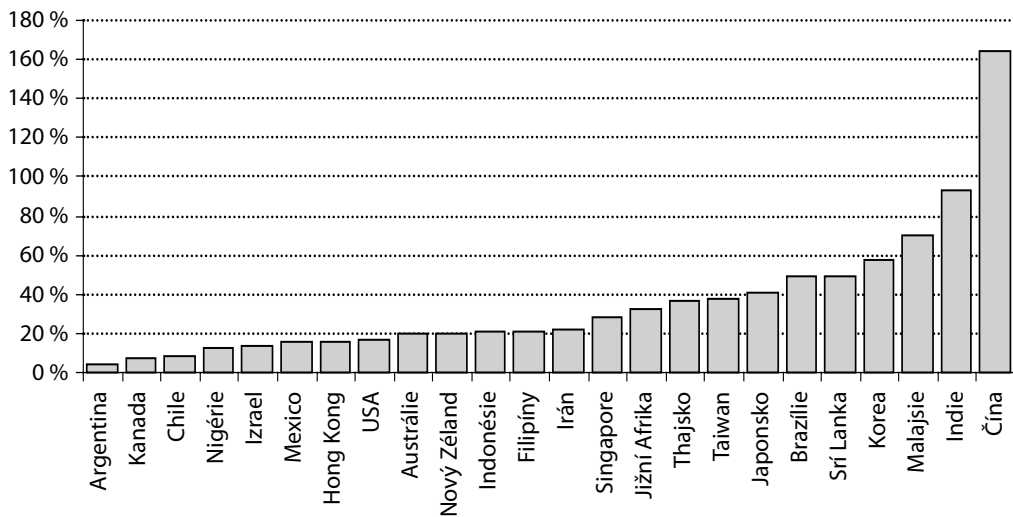
Dle Rittera (2008a), který se zabýval porovnáním *underpricingu* ve 45 zemích světa, dosahuje podhodnocení emisního kurzu akcií nejnižší průměrné hodnoty v Rusku (4,2 %) a Argentíně (4,4 %). Za země s nejvyšší průměrnou hodnotou lze označit Indii (92,7 %) a Čínu (164,5 %). Údaje týkající se dalších zemí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

1 Pro *underpricing* se proto často používá alternativní termín „počáteční výnosnost IPO“ (angl. *initial return*).



Graf 9-1: Průměrná hodnota underpricingu ve vybraných evropských zemích

Zdroj: Ritter (2008a)



Graf 9-2: Průměrná hodnota underpricingu ve vybraných zemích mimo Evropu

Zdroj: Ritter (2008a)

V tabulce 9-1 je uvedena průměrná počáteční výnosnost IPO v závislosti na výši tržeb emitentů za posledních 12 měsíců před uskutečněním IPO na amerických trzích v letech 1980–2008. Z tabulky vyplývá, že s rostoucí výší tržeb emitentů lze očekávat nižší podhodnocení emisního kurzu akcií při jejich IPO.

Tržby emitentů v mil. USD	1980–1989		1990–1998		1999–2000		2001–2008	
	Počet IPO	Průměrná počáteční výnosnost	Počet IPO	Průměrná počáteční výnosnost	Počet IPO	Průměrná počáteční výnosnost	Počet IPO	Průměrná počáteční výnosnost
tržby < 10	416	10,3 %	716	17,3 %	334	68,8 %	135	6,4 %
10 ≤ tržby < 20	252	8,5 %	388	18,4 %	139	80,1 %	41	8,4 %
20 ≤ tržby < 50	497	7,7 %	783	18,8 %	152	75,9 %	126	13,4 %
50 ≤ tržby < 100	352	6,6 %	583	12,9 %	89	60,4 %	137	16,9 %
100 ≤ tržby < 200	238	4,8 %	446	11,8 %	57	34,9 %	120	15,1 %
200 ≤ tržby	287	3,5 %	630	8,6 %	88	25,5 %	322	11,0 %
Celkem	2 042	7,2 %	3 546	14,8 %	859	64,3 %	881	11,9 %

Tabulka 9-1: Průměrná počáteční výnosnost IPO podle výše tržeb emitentů na amerických trzích v letech 1980–2008

Zdroj: Ritter (2009b)

Dopad *underpricingu* na emitující společnosti, resp. jejich akcionáře byl popsán v kapitole 8.1.2. Nyní budou analyzovány soudobé teoretické přístupy k vysvětlení existence tohoto fenoménu. Ty 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. K teoriím podporujícím tento předpoklad patří zejména **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, tj. SEO. Předpokládají, že při následné veřejné nabídce akcií získají kapitál výrazně vyšší hodnoty, než kdyby akcie při jejich prvotní nabídce nebyly podhodnoceny. Zároveň lze očekávat, 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), na základě svého výzkumu dospěli k názoru, že existují i jiné alternativní signály emitentů, kterými jsou například volba renomovaného manažera emise, 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).

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:

- informovaní investoři, kteří jsou schopni určit reálnou hodnotu akcií emitenta, a proto investují pouze do podhodnocených emisí,
- 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 daném 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 popsání chování investorů lze uvést prostřednictvím následujícího příkladu.

Příklad 4

Předpokládejme, že na kapitálový trh hodlají vstoupit dvě společnosti formou prvotní veřejné nabídky akcií. Emise obou společností dosahují shodného objemu, a to 2 000 akcií, a jsou nabízeny za předem stanovený emisní kurz o stejné hodnotě. 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 vyplývají z následující tabulky.

Charakteristika IPO	Podhodnocená emise	Nadhodnocená emise
Podhodnocení / Nadhodnocení (%)	15	15
Objem emise (ks)	2 000	2 000
Poptávka informovaných investorů (ks)	1 000	0
Poptávka neinformovaných investorů (ks)	2 000	2 000
Celková poptávka (ks)	3 000	2 000
Pravděpodobnost uspokojení objednávky (%)	66,66	100

Tabulka 9-2: Chování investorů v modelu K. Rocka

Zdroj: vlastní zpracování dle lit. Podškubka (2007)

Průměrná očekávaná výnosnost neinformovaných investorů bude po prvním dni obchodování akcií na sekundárním trhu negativní ($0,6666 \times 0,15 - 1 \times 0,15 = -0,05$), neboť v jejich portfoliích budou 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 nižší než je tržní hodnota akcií, aby neinformovaným investorům kompenzoval ztrátu vyplývající z jejich menší informovanosti. Emitenti tedy využívají **underpricing k přilákání zájmu neinformovaných investorů**.

Empirické studie, které se zabývaly ověřením výše uvedené teorie v praxi, dospěly k následujícím závěrům:

- Institucionální investoři jsou všeobecně lépe informováni o skutečné hodnotě nabízených akcií než retailoví investoři, a proto se jim mnohem častěji daří investovat do podhodnocených emisí než retailovým investorům.

- Čím méně informací mají investoři o skutečné hodnotě 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 určován emisní kurz akcií a jejich následná alokace na základě *bookbuildingu*. Tento proces nechává manažerovi emise poměrně výrazné pravomoci při konečné alokaci 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 (*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. Podpůrný 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 manažeri emise nezohlední nově získané informace od investorů v emisním kurzu v plné míře. 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.

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 %

Tabulka 9-3: Průměrná počáteční výnosnost amerických IPO v závislosti na stanovení emisního kurzu pod, uvnitř nebo nad kurzovým rozpětím v letech 1980–2001

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.

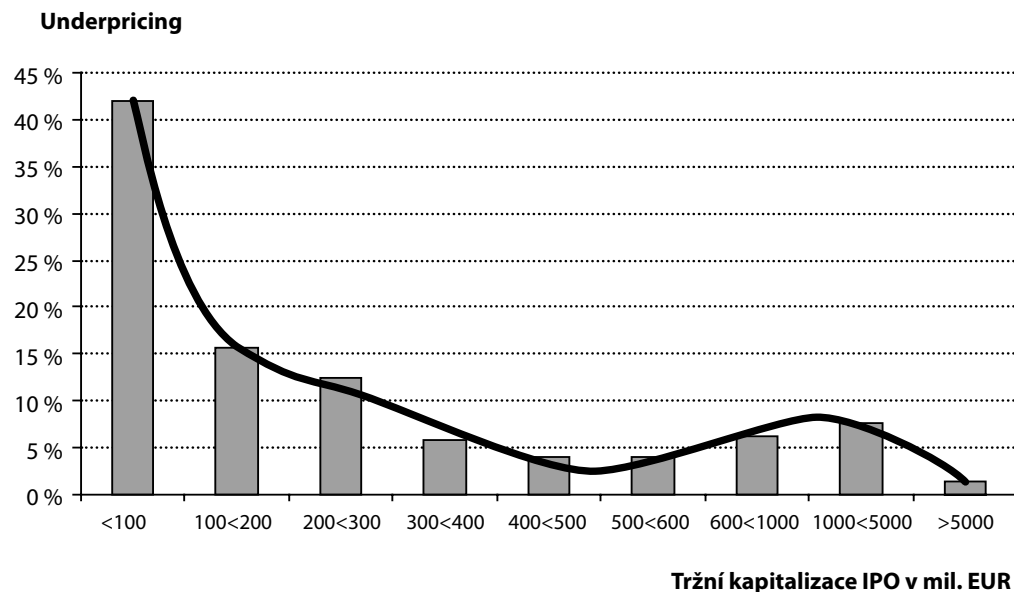
Brennan a Franks (1995) dospěli k názoru, že manažeři emitující společnosti využívají *underpricing* k vytvoření **silného převisu poptávky nad nabídkou akcií**. Díky tomu jsou akcie lépe alokovány mezi větší počet retailových investorů, čímž se zvyšuje likvidita akcií při jejich následném obchodování na sekundárním trhu. Především se však zvětšuje 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 v prospektu uvedena. 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.

Z výše uvedeného vyplývá, že 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. Lze se domnívat, 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.

V následujícím grafu je uvedena závislost mezi velikostí podhodnocení emisního kurzu a tržní kapitalizací IPO na hlavních evropských burzách v roce 2007. Největšího podhodnocení bylo dosaženo u emisí s nízkou tržní kapitalizací, tj. do 100 mil. EUR. S rostoucí tržní kapitalizací se pak *underpricing* snižuje. V souladu s výše uvedenými teoretickými přístupy je možné pro tuto skutečnost nalézt dvě základní vysvětlení. Především jde o to, že u větších společností existuje menší informační asymetrie mezi emitenty a investory než u malých společností, které podnikají na specifických trzích. Dle lit. Paleari et al. (2008) je stupeň informační asymetrie přímo závislý na velikosti podniku a lze konstatovat, že **u menších společností je podhodnocení emisního kurzu akcií většinou vyšší**. Menší společnosti jsou také obvykle spojeny s vyšším stupněm podnikatelského rizika a investoři proto požadují vyšší *underpricing*.



Graf 9-3: Vztah mezi tržní kapitalizací IPO a podhodnocením emisního kurzu akcií na hlavních evropských burzách v roce 2007

Zdroj: Paleari et al. (2008)

9.2 Dlouhodobě nižší výnosnost akcií po jejich prvotní veřejné nabídce

Vedle podhodnocení emisního kurzu se světová odborná veřejnost zabývá studiem dlouhodobé výnosnosti akcií po jejich prvotní veřejné nabídce. Dle lit. Paleari et al. (2006) **mají akcie podniků po uskutečnění IPO tendenci dosahovat nižší výnosnosti než akcie ostatních srovnatelných společností**. Období nižší výnosnosti akcií obvyklé trvá 3–5 let po jejich prvotní veřejné nabídce. Tato skutečnost byla poprvé prokázána Ritterem (1991) a poté potvrzena několika dalšími mezinárodními studii. Dlouhodobě nižší výnosnost akcií podniků po realizaci IPO je tedy dalším fenoménem spojeným s prvotními veřejnými nabídkami akcií.

Ritter (2009a) porovnává výnosnost akcií amerických podniků, které uskutečnily IPO, s výnosností akcií srovnatelných podniků za období 1970–2007. Vzorek srovnatelných podniků zahrnuje buď společnosti se stejnou tržní kapitalizací jakou dosahují emitenti nebo společnosti se stejnou tržní kapitalizací a navíc stejným poměrem účetní a tržní hodnoty.

	Prvních 6 měsíců	Navazujících 6 měsíců	Doba po uskutečnění IPO v letech					Průměr za 5 let
			1	2	3	4	5	
Společnosti, které uskutečnily IPO	5,9 %	0,4 %	6,7 %	5,0 %	9,7 %	17,9 %	12,2 %	10,2 %
Společnosti se stejnou tržní kapitalizací	5,3 %	5,6 %	11,4 %	13,8 %	14,2 %	16,4 %	14,3 %	14,0 %
Rozdíl	0,6 %	-5,2 %	-4,7 %	-8,8 %	-4,4 %	1,4 %	-2,2 %	-3,8 %
Počet IPO	8 206	8 179	8 206	8 178	7 416	6 523	5 648	–
Společnosti, které uskutečnily IPO	6,3 %	0,6 %	7,2 %	7,0 %	10,4 %	17,4 %	10,3 %	10,4 %
Společnosti se stejnou tržní kapitalizací a poměrem účetní a tržní hodnoty	3,9 %	4,8 %	9,0 %	12,7 %	10,9 %	18,2 %	12,7 %	12,7 %
Rozdíl	2,3 %	-4,2 %	-1,7 %	-5,6 %	-0,5 %	-0,9 %	-2,4 %	-2,2 %
Počet IPO	7 922	7 882	7 924	7 707	6 931	6 025	5 198	–

Tabulka 9-4: Výnosnost akcií amerických podniků po IPO a akcií srovnatelných společností za období 1970–2007

Zdroj: Ritter (2009a)

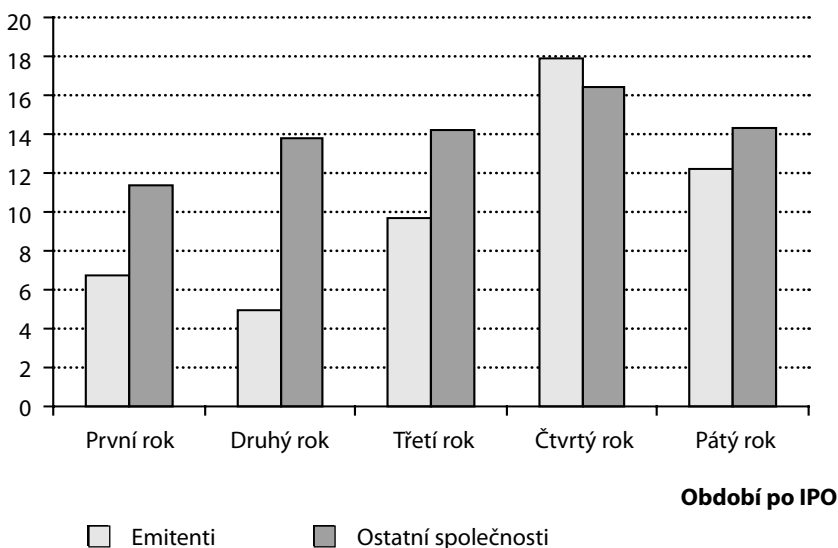
Z uvedené tabulky vyplývá, že úroveň výnosnosti akcií emitentů je v pěti následujících letech po uskutečnění IPO skutečně nižší než výnosnost akcií srovnatelných podniků. V případě porovnání emitentů s podniky se stejnou tržní kapitalizací je výnosnost akcií emitentů v průměru nižší

o 3,8 procentních bodů ročně. Pokud jsou do porovnání zahrnuty podniky, které mají stejnou tržní kapitalizaci i stejný poměr účetní a tržní hodnoty jako emitenti, pak je výnosnost akcií emitentů v průměru nižší o 2,2 procentních bodů ročně.

Z tabulky 9-4 dále vyplývá, že výnosnost akcií emitujících společností je v prvních šesti měsících po uskutečnění IPO vyšší než výnosnost akcií společností, které byly zahrnuty do srovnání. Za možné vysvětlení toho jevu lze považovat strategii emitentů a manažerů emise, kteří často uzavřou dohodu o dočasném zákazu prodeje akcií (tzv. *lock-up agreement*), podle které původní akcionáři (nejčastěji management firmy) nesmějí určitou dobu po uskutečnění IPO prodat své podíly ve společnosti. Dočasný zákaz prodeje akcií, který obvykle trvá 180 dnů od realizace IPO, má management nadále nejen motivovat ke snaze o zvýšení tržní hodnoty společnosti, ale zároveň i zajistit (a dát tím investorům pozitivní signál), že management nevyužije informační asymetrie ve svůj prospěch.

Jak ukazuje následující graf, rozdíl mezi výnosností akcií emitujících společností a akcií ostatních firem se postupem času snižuje. Největší rozdíly lze obvykle zaznamenat během prvních tří let po uvedení emise na trh. Zároveň je možné pozorovat, že akcie emitujících společností ztrácí na své výnosnosti nejvíce ve druhém roce po uskutečnění IPO, což lze interpretovat tak, že akcie odprodávají především investoři, kteří se snažili dosáhnout relativně rychlého zisku. V tento okamžik se zřejmě začínou oddělovat kvalitnější firmy od méně kvalitních, které v následujících letech začínají opouštět trh. V důsledku tohoto „prosévání“ trhu se již průměrné výnosy emitujících společností ve čtvrtém a pátém roce po emisi začínají blížit výnosům srovnatelných firem.

Výnosnost v %



Graf 9-4: Porovnání roční výnosnosti akcií emitentů s akciemi ostatních firem

Zdroj: vlastní zpracování na základě lit. Ritter (2009a)

V následující tabulce je uveden rozdíl mezi výnosností amerických IPO a výnosností tržního indexu CRSP², resp. výnosností firem srovnatelných s emitenty v letech 1980–2005.

Rok	Počet IPO	Průměrná jednodenní výnosnost	Průměrná výnosnost po 3 letech		
			Výnosnost IPO	Rozdíl mezi výnosností IPO a výnosností tržního indexu (CRSP)	Rozdíl mezi výnosností IPO a výnosností srovnatelných firem
1980	70	14,5 %	88,2 %	35,5 %	17,1 %
1981	191	5,9 %	12,8 %	-26,2 %	-7,4 %
1982	77	11,4 %	32,2 %	-36,5 %	-48,7 %
1983	442	10,1 %	15,4 %	-38,7 %	2,5 %
1984	172	3,6 %	27,7 %	-51,3 %	3,0 %
1985	179	6,3 %	7,6 %	-39,5 %	7,3 %
1986	378	6,3 %	18,6 %	-20,4 %	14,3 %
1987	271	6,0 %	-1,8 %	-18,9 %	4,5 %
1988	97	5,4 %	55,7 %	8,3 %	51,3 %
1989	105	8,1 %	51,1 %	16,8 %	32,5 %
1990	104	10,8 %	12,2 %	-34,1 %	-32,4 %
1991	273	12,1 %	31,5 %	-1,7 %	5,8 %
1992	385	10,2 %	34,8 %	-2,3 %	-19,4 %
1993	483	12,8 %	44,9 %	-7,8 %	-23,9 %
1994	387	9,8 %	74,1 %	-8,3 %	1,0 %
1995	432	21,5 %	24,8 %	-62,3 %	-14,1 %
1996	621	16,7 %	25,6 %	-57,0 %	8,6 %
1997	432	13,8 %	67,7 %	6,8 %	41,0 %
1998	267	22,3 %	27,1 %	9,1 %	12,2 %
1999	457	71,7 %	-45,2 %	-30,2 %	-52,0 %
2000	344	56,2 %	-59,6 %	-30,2 %	-48,5 %
2001	80	13,7 %	16,8 %	13,4 %	-9,5 %
2002	66	9,1 %	68,5 %	39,9 %	19,7 %
2003	63	12,2 %	35,9 %	-6,1 %	-12,9 %
2004	174	12,3 %	44,3 %	8,8 %	-1,9 %
2005	161	10,0 %	24,6 %	2,8 %	-0,7 %

2 Jedná se o akciový index složený z firem kotovaných na amerických trzích Amex, Nasdaq a NYSE.

1980–1989	1982	7,4 %	20,8 %	-24,7 %	6,9 %
1990–1994	1632	11,2 %	44,7 %	-7,2 %	-12,7 %
1995–1998	1752	18,1 %	36,0 %	-32,3 %	11,6 %
1999–2000	801	65,0 %	-51,4 %	-30,2 %	-50,0 %
2001–2005	544	11,5 %	36,4 %	9,6 %	-1,3 %
1980–2005	6711	18,4 %	23,1 %	-20,4 %	-3,8 %

Tabulka 9-5: Rozdíl mezi výnosnostmi amerických IPO a výnosností tržního indexu a srovnatelných firem v letech 1980–2005

Zdroj: Ritter (2008b)

Výzkum profesora Jay R. Rittera (2009b) prokazuje, že tříletá nižší výnosnost akcií se projevuje zejména u emitentů, jejichž tržby byly před uskutečněním IPO nižší než 50 mil. USD. Jak ukazuje následující tabulka, s rostoucí výší tržeb podniků před IPO se následná ztráta výnosnosti akcií snižuje.

Tržby emitentů v mil. USD	Počet IPO	Průměrná jednodenní výnosnost	Průměrná tříletá výnosnost		
			IPO	Rozdíl mezi výnosnostmi IPO a tržního indexu (CRSP)	Rozdíl mezi výnosnostmi IPO a srovnatelných firem ³
tržby < 10	1 370	26,4 %	-9,6 %	-47,3 %	-29,6 %
10 ≤ tržby < 20	726	26,3 %	6,6 %	-36,0 %	-5,4 %
20 ≤ tržby < 50	1 447	21,0 %	24,3 %	-21,9 %	0,9 %
50 ≤ tržby < 100	1 054	15,0 %	40,7 %	-5,9 %	4,8 %
100 ≤ tržby < 500	1 455	10,6 %	43,5 %	-4,2 %	13,3 %
500 ≤ tržby	533	8,6 %	40,1 %	-1,5 %	10,2 %
tržby < 50	3 543	24,2 %	7,6 %	-34,6 %	-12,2 %
50 ≤ tržby	3 042	11,8 %	41,9 %	-4,3 %	9,8 %
1980–2004	6 585	18,4 %	23,4 %	-20,6 %	-2,0 %

Tabulka 9-6: Průměrná tříletá výnosnost akcií emitentů podle objemu jejich tržeb před IPO

Zdroj: Ritter (2009b)

³ Jedná se o společnosti se stejnou tržní kapitalizací a poměrem účetní a tržní hodnoty jako emitenti.

Dlouhodobě nižší výnosnost akcií podniků, které uskutečnily IPO, se nevyskytuje pouze v USA, ale lze ji identifikovat i na ostatních světových trzích. V následující tabulce je uveden rozdíl mezi průměrnou tříletou výnosností z investice do akcií emitentů a srovnatelných firem na vybraných světových trzích. Relativní výnosnost z investice do IPO je počítána dle následujícího vzorce:

$$RR = \left(\frac{1 + R_{IPO}}{1 + R_M} \right) \times 100 - 100 \quad (9-1)$$

- kde RR = relativní výnosnost z investice do IPO v %,
 R_{IPO} = průměrná tříletá výnosnost z investice do akcií firem, které realizovaly IPO (ve tvaru indexu),
 R_M = průměrná tříletá výnosnost z investice do akcií srovnatelných firem (ve tvaru indexu).

Země	Počet IPO	Sledované období	Relativní výnosnost
Austrálie	266	1976–1989	-46,5 %
Rakousko	57	1965–1993	-27,3 %
Brazílie	62	1980–1990	-47,0 %
Kanada	216	1972–1993	-17,9 %
Chile	28	1982–1990	-23,7 %
Finsko	79	1984–1989	-21,1 %
Německo	145	1970–1990	-12,1 %
Japonsko	172	1971–1990	-27,0 %
Korea	99	1985–1988	+2,0 %
Singapur	45	1976–1984	-9,2 %
Švédsko	162	1980–1990	+1,2 %
Velká Británie	712	1980–1988	-8,1 %
USA	4 753	1970–1990	-20,0 %

Tabulka 9-7: Relativní výnosnost z investice do IPO na vybraných světových trzích

Zdroj: Ritter (1998)

Relativní výnosnost z investice do IPO je možné na základě údajů z tabulky 9-7 interpretovat jako situaci, ve které by investor při vložení svých peněžních prostředků do akcií firem, které

realizovaly IPO například v Německu, vlastnil po třech letech o 12,1 % méně hodnotné portfolio než v případě investice do akcií ostatních srovnatelných firem.

Z výše uvedeného vyplývá, že akcie většiny podniků po uskutečnění IPO skutečně dosahují nižší výnosnosti než akcie srovnatelných společností. K vysvětlení tohoto jevu lze v odborné literatuře nalézt několik teorií. Dle lit. Khurshed, Paleari a Vismara (2005) lze za hlavní z nich považovat:

- teorii načasování vstupu na kapitálový trh,
- teorii „vylepšování zpráv“,
- teorii informační asymetrie mezi investory.

První teorie spočívá v tom, že **společnosti nevstupují na kapitálový trh tehdy, když mají vysoký růstový potenciál a potřebují získat dodatečné finanční zdroje, ale v okamžiku, kdy to považují za výhodné stávající akcionáři společnosti**. Ti se dle lit. Loughran a Ritter (1995) snaží o vstup na kapitálový trh tehdy, když se společnost těší velmi dobrým finančním výsledkům, vykazuje maximální výkonnost a odvětví, ve kterém působí, je na vrcholu svého růstu. Předpokládají tak pozitivní naladění investorů ve vztahu ke skutečné hodnotě emitující společnosti.

Firmy se také snaží emitovat akcie v období, kdy je po nich zvýšená poptávka a jsou nadhodnoceny. Na základě tohoto předpokladu vznikla hypotéza, že emise uskutečněné v období s vysokým počtem IPO mají dlouhodobě nižší výnosnost než emise realizované v období s nízkým počtem IPO. Tato hypotéza byla potvrzena několika empirickými studiemi.

Teorie „vylepšování zpráv“ je založena na úvaze, že dříve než společnosti přistoupí k realizaci IPO, pokusí se v rámci možností, které jim poskytuje účetnictví, „**upravit své účetní výkazy a vykázat tak lepší výkonnost**, než kterou skutečně dosahují. Výsledkem takových zásahů je nadhodnocení emisního kurzu akcií. Současně bude pro firmy po uskutečnění IPO nereálné dlouhodobě dosahovat výsledků očekávaných ze strany investorů a kurzy akcií začnou klesat. Vzhledem k tomu, že ve většině vyspělých zemí je emitujícím společenstvem uložena povinnost zpracovat finanční výkazy dle mezinárodních účetních standardů a nechat je ověřit auditorem, nelze tuto teorii v současné době považovat za hlavní příčinu nižší výnosnosti emitujících společností.

Poslední teorie, která se zabývá vysvětlením dlouhodobě nižší výnosnosti akcií po IPO, je založena na předpokladu existence **informační asymetrie mezi investory**, kteří mají rozdílná očekávání ve vztahu ke skutečné hodnotě emitenta. Pokud na trhu existuje dostatek optimistických investorů, emise bude nadhodnocena. Avšak s postupujícím časem od uskutečnění emise a s novými informacemi, které vedou ke snížení informační asymetrie, budou pesimistické i optimistické názory investorů konvergovat a dojde k poklesu kurzu akcií.

V následující tabulce je zaznamenána výkonnost firem, které vstoupily na hlavní evropské burzy⁴ formou veřejné nabídky akcií v letech 1996–2007. U každého emitenta byla porovnána účetní data za období tří let před a tří let po realizaci IPO. V období označeném nulou podnik uskutečnil IPO. Údaje uvedené v tabulce představují medián hodnot jednotlivých ukazatelů výkonnosti emitentů.

4 London Stock Exchange, Euronext, Deutsche Börse a Borsa Italiana.

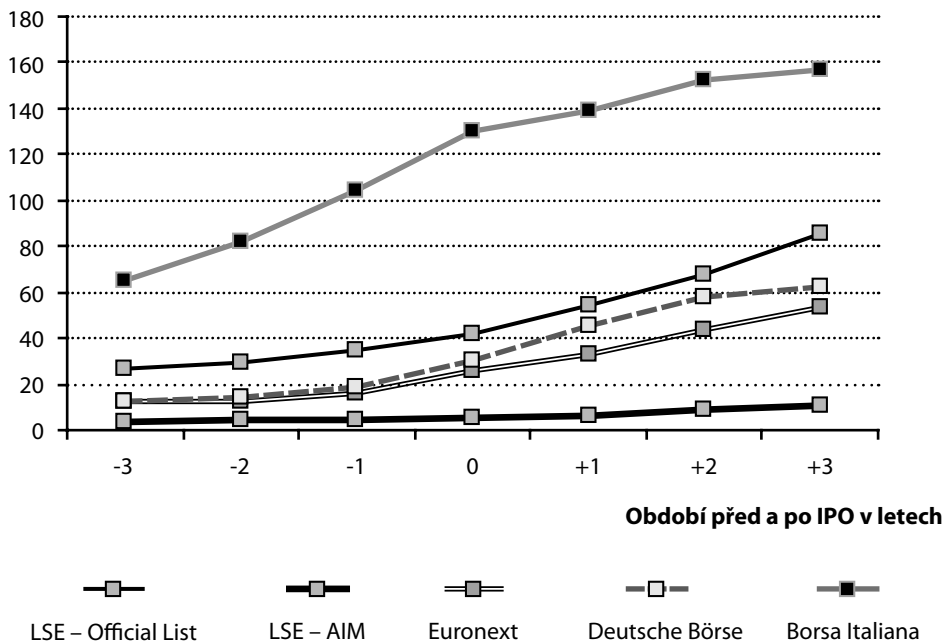
Burza	Počet IPO	Období před a po realizaci IPO v letech						
		-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
		Tržby (v mil. EUR)						
LSE - Official List	385	26,5	29,5	34,4	42,3	54,2	67,9	85,5
LSE - AIM	1 578	3,7	4,3	4,9	5,3	6,3	9,0	11,0
Euronext	905	12,2	12,9	16,0	25,5	33,3	43,8	53,1
Deutsche Börse	564	12,4	14,1	18,3	30,5	45,8	57,8	62,6
Borsa Italiana	204	65,1	82,4	104,5	129,9	138,7	152,2	157,0
		Čistý zisk (v tis. EUR)						
LSE - Official List	385	632	842	1 062	2 013	2 642	3 200	3 633
LSE - AIM	1 578	-31	0	-2	-112	-500	-458	-457
Euronext	905	280	417	628	1 110	1 229	987	813
Deutsche Börse	564	228	256	506	402	-962	-2 698	-1 509
Borsa Italiana	204	1 523	2 890	3 551	5 302	5 184	3 641	3 434
		ROE (%)						
LSE - Official List	385	16,4	20,6	15,1	9,7	9,9	9,9	8,9
LSE - AIM	1 578	17,0	18,3	14,8	2,3	-6,0	-3,3	-2,9
Euronext	905	14,9	17,4	19,0	13,8	12,1	9,7	8,0
Deutsche Börse	564	16,0	23,9	16,2	2,3	-3,0	-9,5	-3,9
Borsa Italiana	204	8,2	12,0	13,4	7,6	7,2	5,7	4,8
		ROI (%)						
LSE - Official List	385	4,0	6,1	5,3	5,0	5,7	4,4	3,6
LSE - AIM	1 578	-2,4	-0,6	-0,9	-2,6	-7,3	-5,8	-4,0
Euronext	905	3,7	4,4	5,2	5,4	4,3	3,1	2,3
Deutsche Börse	564	2,6	3,3	3,4	1,3	-1,8	-6,5	-3,8
Borsa Italiana	204	2,0	2,9	3,7	3,2	2,7	2,0	1,5
		Cizí zdroje / Vlastní kapitál (%)						
LSE - Official List	385	22,1	32,6	19,4	28,2	28,1	36,2	28,3
LSE - AIM	1 578	20,0	17,7	24,0	14,6	21,5	27,3	14,4
Euronext	905	51,1	61,6	58,1	38,2	52,9	59,2	59,9
Deutsche Börse	564	91,9	65,4	64,3	13,9	15,8	30,5	34,2
Borsa Italiana	204	53,8	55,3	49,3	17,4	23,0	32,3	36,8

Tabulka 9-8: Výkonnost firm, které vstoupily na hlavní evropské burzy v letech 1996–2007

Zdroj: Paleari et al. (2008)

Z uvedené tabulky a následujícího grafu vyplývá, že **vývoj tržeb emitentů vykazuje ve sledovaném období trvalý růst**. U společností, které uskutečnily svoji prvotní veřejnou nabídku akcií na některém z uvedených trhů, došlo po třech letech po realizaci IPO ke zvýšení tržeb o cca 30 mil. EUR. Výjimku tvoří emitenti, kteří provedli veřejný úpis akcií na londýnském trhu AIM. Společnosti, které vstoupily na tento trh byly většinou malé velikosti. Medián jejich tržeb se v období před uskutečněním IPO pohyboval okolo 5 mil. EUR, avšak tři roky po uvedení na burzu tato hodnota výrazně stoupla, a to na cca 11 mil. EUR.

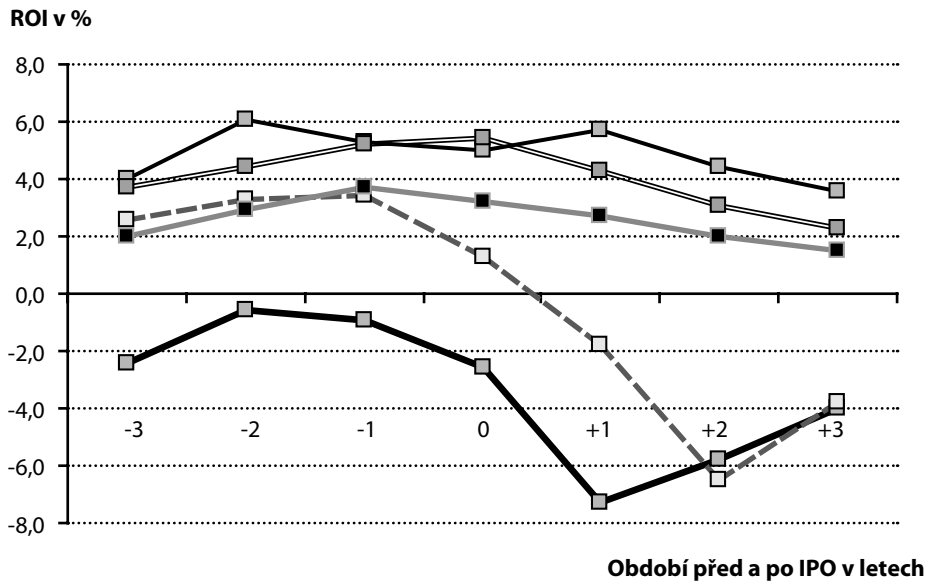
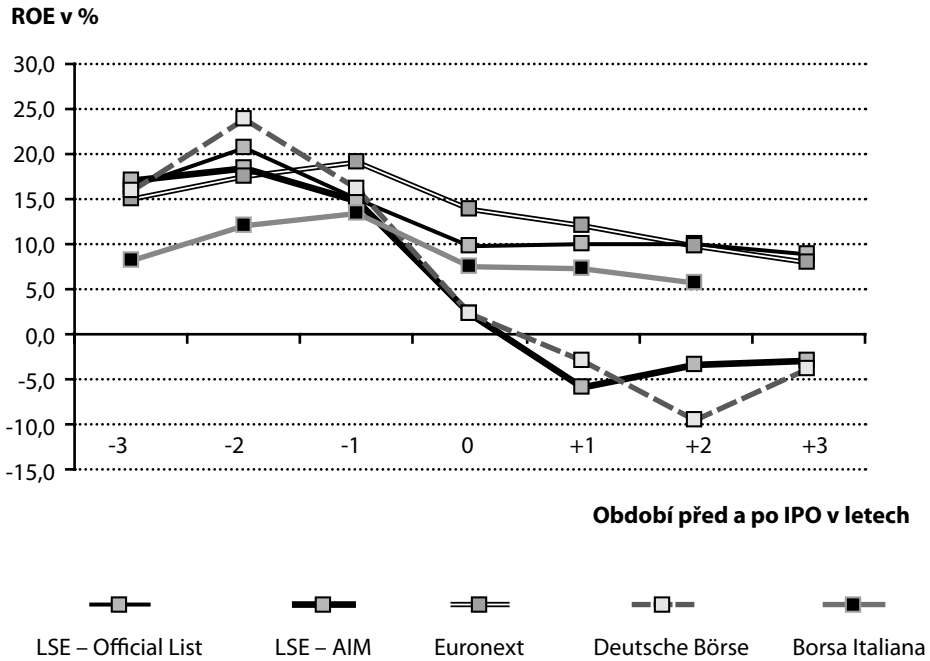
Tržby v mil. EUR



Graf 9-5: Vývoj tržeb u emitujících společností

Zdroj: vlastní zpracování na základě lit. Paleari et al. (2008)

S výjimkou emitentů kotovaných na hlavním trhu londýnské burzy došlo u všech ostatních emitentů v období po uskutečnění IPO k poklesu **čistého zisku**. Pokud jde o **ukazatele ziskovosti** (ROE a ROI), jejich hodnota se téměř na všech analyzovaných trzích v prvních třech letech po realizaci IPO výrazně snížila. Tento vývoj tak podporuje výše uvedené teorie o dlouhodobě nižší výnosnosti akcií emitujících společností.

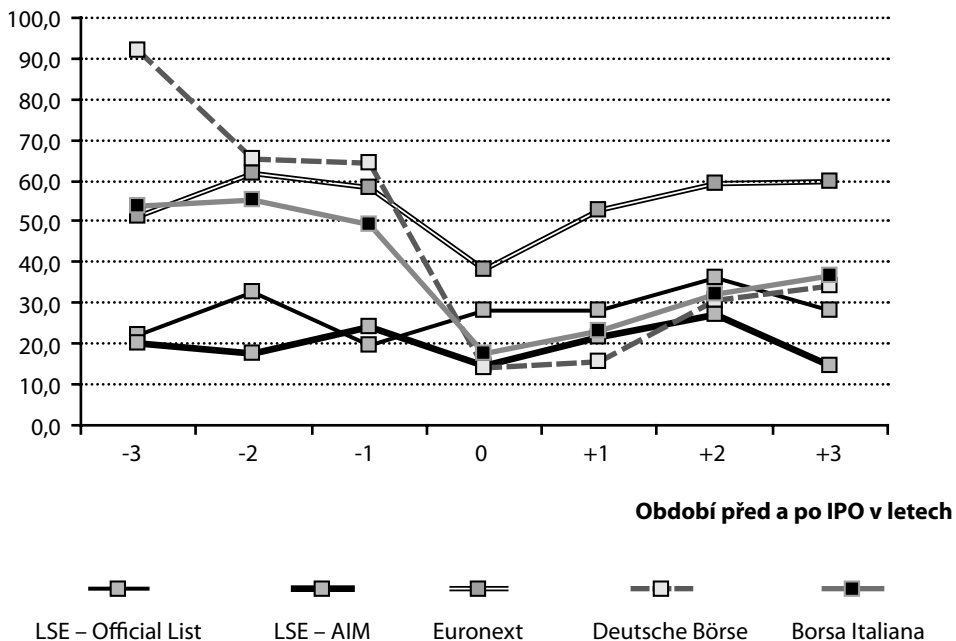


Graf 9-6: Vývoj ukazatelů ROE a ROI u emitujících společností

Zdroj: vlastní zpracování na základě lit. Paleari et al. (2008)

V důsledku přílivu nového kapitálu do společnosti se **podíl cizích zdrojů na vlastním kapitálu** v roce uskutečnění IPO výrazně snížil, v následujících letech pak opět vzrostl. Za jeden z důvodů růstu zadlužení společnosti v letech následujících po uskutečnění IPO lze považovat sjednání výhodnějších úvěrových podmínek s bankovními institucemi.

Cizí zdroje/Vlastní kapitál v %



Graf 9-7: Vývoj ukazatele kapitálové struktury u emitujících společností

Zdroj: vlastní zpracování na základě lit. Paleari et al. (2008)