Vývoj underpricingu IPO na světových kapitálových trzích v období 2001 až 2009

An evolution of IPO underpricing in world capital markets in the period from 2001 to 2009

Oldřich Šoba, Václav Točík

Abstract

Purpose of the article This article focuses on the IPO (initial public offering) in selected world capital markets by analyzing underpricing in the period from 2001-2009, a noteworthy period from the standpoint of societal events and the economy.

Scientific aim The goal of this paper is to analyze and to evaluate the level of undervaluation in IPO issue prices (underpricing) in selected European and U.S. capital markets from 2001 to 2009. The capital markets selected for observation were the London Stock Exchange, Deutsche Börse AG and the New York Stock Exchange. The paper will evaluate underpricing in IPOs on selected world markets during the highly interesting period from 2001-2009, which takes in the period after the terrorist attack on the USA and includes the economic boom and lingering economic crisis.

Methodology/methods The study methodology employed is standard for this area of inquiry and involves comparing the initial offer price of IPOs with the final trade price of the stock at the close of the first day of trading. Additional timeframes of one week, one month, 3 months and 6 months were chosen to study the development of IPO underpricing.

Findings Results of this analysis which may serve as foundational material for further research into the area show relatively similar development in IPO underpricing within the selected European markets. The American market observed provided disparate results. If the results are compared in terms of their statistics, including the maximum and minimum underpricing values during individual periods and over the entire timeframe, the American capital market stands out as a specific case, having the highest average and median underpricing values and, of special note, the highest maximum underpricing value.

Conclusions Results of the analysis for the European capital markets selected were highly similar, while those for the American capital market were relatively distinct. These different results could be logically influenced by different IPO development in these markets, especially in period 2004-2004, period of the world economic growth. Number of IPOs was dramatically increasing in the European markets in this period and average volume of IPO was increasing too. But in the U.S. market there was less important increasing of number of IPOs and average volume of IPO was decreasing. The influence of financial and economic crisis on IPO underpricing in selected European capital market and in U.S. market was the same. Underpricing and number of IPOs was decreasing.

Key words: Raising capital, Initial Public Offering (IPO), capital markets, underpricing, LSE, DBAG, NYSE

JEL Classification: G12, G32
Úvod

Jednou z konkrétních možností získání nových zdrojů financování rozvoje korporací je využití primární veřejné emise akcií (IPO). Zvláště v nových a dynamicky se rozvíjejících oborech, kde je čas pro obstarání kapitálu klíčovým faktorem v konkurenčním boji, je primární emise zvláště významnou alternativou. Český kapitálový trh je doposud v porovnání s vyspělými trhy v tomto ohledu v počátcích. Tato forma navýšení kapitálu, nebo prodeje části akcií v držení původních vlastníků, případně kombinace obojího, je však více než zajímavá, a to nejen z pohledu emitenta.

Celá řada autorů a významná část odborné veřejnosti ve svých analýzách a studiích hodnotí a porovnává, do jaké míry jsou jednotlivé trhy efektivní v procesu alokace, jaký význam v tomto procesu sehřávají informace a jaké jsou konsekvence jejich případné asymetrie mezi účastníky transakcí na mechanismus a průběh tvorby cen na těchto trzích.

Příjem předpokladu efektivní fungujícího trhu se současně předpokládá, že sledovaná akčí v každém okamžiku přesně reflektoval jejich skutečnou vnitřní hodnotu vyjádřenou na trhu obchodovanou cenou. V případě financování rozvoje korporace emisi akcií na primárním trhu je tedy tato nová emisa upisovatelem ohodnocena a trhem akceptována na úrovní ceny skutečně odpovídající vnitřní hodnotě této společnosti. Tento předpoklad však neplatí. Prakticky na všech kapitálových trzích zemí s veřejnou nabídkou akcií je tento proces spojen s fenoménem podhodnocení veřejné primární nabídky nově emitovaných akcií společností, tzv. underpricingem.

Existuje vysoký počet přístupů a teoretických koncepce s větší či menší podporou a empirickou verifikovatelností výchoďsku pro vysvětlení příčin vzniku tohoto efektu. Široce akceptovaný je vliv asymetrické informace na úrovně podhodnocení emise primární veřejné nabídky, ale prosazují se i další teorie akcentující další faktory. Z tohoto článku je významná především skutečnost dokázáná rozdílné úrovně podhodnocení v jednotlivých zemích a na jednotlivých trzích ve zvoleném období, které se pro analýzu underpricingu na významných světových trzích jeví jako velmi zajímavé.


Tento příspěvek se tak venuje vyhodnocení underpricingu u IPO na vybraných světových trzích, a to v zajímavém období let 2001 až 2009, které zahrnuje období po teroristických útocích v USA, přes ekonomickou konjunkturu a doznívající ekonomickou krizi. Může proto také sloužit jako velmi vhodný komparativní materiál pro předchozí i následující období.

Graf 1 znázorňuje počet IPO na evropském

---

**Graf 1** Počet IPO na evropském trhu a trhu USA

Zdroj: PriceWaterhouseCoopers (2009)
a americkém primárním trhu v uvedeném období. Graf 2 uvádí průměrnou hodnotu IPO na těchto trzích.

Z grafů je patrné, že v období ekonomické konjunktury vzrostl v obou teritorii počet IPO (zejména na evropském trhu), ovšem na americkém trhu klesla průměrná hodnota emisí IPO.

1 Literární přehled


Ellul a Paganio (2006) publikovali dedukci výše podhodnocení v závislosti na úrovní likvidity sekundárního trhu, kterou podpořili několika výzkumy vzorku IPO na Londýnské burze, kteří dospěli k závěru, že větší nejistota ohledně likvidity na sekundárním trhu vede současně k vyšší úrovni podhodnocení. Význam likvidity sekundárního trhu na úrovně podhodnocení zmína na podhodnocení zkomušela a podpořila také studie Corwina, Harrise a Lipsona (2004) na rozsáhlém vzorku IPO na americké NYSE.

Loughran et al. (1994) publikovali, že úroveň podhodnocení v zemích, kde dochozí k IPO ze strany převážně relativně velkých na trhu dlouhodobě působících firme a převládajícího aukčního mechanismu stanovení kurzu emise, má tendencí být nižší, než v jiných zemích.

Někteří autoři, např. Nguema a Sentis (2006), v tomto ohledu podávají vysvětlení skrže nesignifikantní odlišnosti těchto trhů v rizikovém profilu země. Do popředí faktorů vysvětlujících rozdílnou úrovní podhodnocení akcentuji determinaci rizikových profilů dané země zohledňující ekonomické, finanční a politické výhledy ovlivňující rozhodování investorů ohledně jejich investic a očekávané výnosnosti. Výsledkem této práce je teze, že v zemích se silnými rizikovými profily vykazují finanční trhy větší přítomnost subjektů inklujících k podhodnocení, kdy je podhodnocením emise kompenzováno vyšší riziko investorů plynoucí z vyšší rizikovosti dané země.


Množství vzájemně se nevylučujících teoretických studií, např. Ritter a Welch (2002) a dále, rozvíjí pestré koncepce přístupů vysvětlujících přítomnost tržní anomálie spojené s podhodnocením kurzu IPO. Podstatně menší pozornost se však dostává vysvětlení mohoucí výrazných rozdílů u úrovní tohoto podhodnocení mezi jednotlivými zeměmi a jejich trhy. Efekt podhodnocení emisního kurzu akcií se vyskytuje prakticky na všech akciových trzích jednotlivých zemí, kde dochází k primárním emisím akcií. Úroveň tohoto podhodnocení je však již poměrně značně odlišná a rozdíl může dosahovat až několik desítek procent. Ritter (2010) publikoval průměrné hodnoty underpricingu ve vybraných evropských a mimoevropských zemích.

Obecně platí, že se odkazem např. právě na studii Rittera (2010), větší podhodnocení a tím možné vyšší počáteční výnosy pozorujeme na méně vyspělých a rozvíjejících se kapitálových trzích (Indie, Řecko, Bulharsko, Mexiko, Brazílie) a trzích jihovýchodní Asie (Čína, Malajsie, Korea, Tajván). Toto vysoké podhodnocení bývá často vysvětlováno jako určitá přemie za riziko, které zde investoři podstupují ve srovnání s možnou alternativní investicí na jiných vyspělých a stabilních kapitálových trzích, kdy je vyšší nejistota kompenzována i potenciálně vyšší výnosností. Úrovň podhodnocení vybraných zemí byla také publikována ve studii Loughrana, Rittera a Rydquist (1994), která podává jeden z nejkomplexněji prezentovaných zdrojů dat přehledu procentní výše underpricingu, zahrnující z tohoto pohledu velmi stabilní, etablované a vyspělé kapitálové trhy, ale současně i méně vyspělé, dynamicky se rozvíjející trhy ekonomicky expantujících zemí. Stanovení výše underpricingu a jeho existence je metodologicky určena procentem počáteční návratnosti, jako rozdíl mezi upisovanou cenou nabídnutou investorům primárního trhu a cenou, za kterou je cenný papír následně obchodován na sekundárním trhu po skončení prvního dne obchodování. Sledovaný vzorek uskutečněných IPO v jednotlivých zemích a daných letech následně umožňuje autorům s pomocí dat zís-
kaných z analýz popisujících konkrétní trhy stanovit vážený průměr počáteční návratnosti, tj. výši underpricingu.

Metodika přístupů ke stanovení a výpočtu výše podhodnocení je popsána v následujícím textu a je technickým východiskem pro výpočty v další části článku.

2 Metodika

Model v tomto článku bude vyhodnocovat přítomnost, úroveň a vývoj underpricingu dle stanovené metody specifikovaného souboru IPO realizovaných v zajímavém období let 2001 až 2009 začínajícím rokem spojeným s teroristickými útoky v USA, přes období ekonomické conjunktury a končícím roky spojenými s nástupem finanční a ekonomické krize. Toto jsou všechno události, které bez pochyb svým významem dopadají na kapitálový trh, a to i ve vztahu k IPO.

Vybranými trhy jsou hlavní trhy burz The London Stock Exchange (dále jen „LSE“), Deutsche Börse AG (dále jen „DBAG“) a New York Stock Exchange (dále jen „NYSE“). Sledované tržní segmenty zachovávající uvedené pořadí burz jsou Main Market, Prime Standard a NYSE. Na těchto segmentech jsou analyzována data dle tržní kapitalizace významných (významně objemě) IPO jednotlivých let, pokud k takové emisí na daném trhu došlo. Počet emisí u jednotlivých trhů ve sledovaném období (včetně uvedení způsobu stanovení emisního kurzu) je uveden v Tabulce 1.

Z pohledu emitující firmy představuje podhodnocení emisního kurzu akcií implicitní a nikoliv zanedbatelný náklad přímo determinovaný velikostí tohoto podhodnocení, a to ať už v případě primární či sekundární nabídky. Z pohledu uvedených definic, jak uvádí Meluzín a Žinecker (2009), existují v zásadě dva přístupy analytických metod pro vyjádření velikosti underpricingu. První z nich vyjadřuje (vzorec 1) procentní podhodnocení emisního kurzu akcie (U) pouze jako změnu mezi emisním kurzem a závěrečnou tržní cenou akcie na sekundárním trhu nabývající kladné hodnoty:

\[ U = \left( \frac{P_i - P_k}{P_k} \right) \times 100 \]  \hspace{1cm} (1)

kde:
- P1 se rovná závěrečnému kurzu akcie na konci prvního dne obchodování
- PE emisnímu kurzu akcie.

Analogicky, pokud by došlo k situaci, že na konci prvního obchodního dne by byla tržní hodnota akcie P1 nižší než její emisní kurz PE, tedy P1 < PE a vypočtené (U) tak záporné, jednalo by se o nadhodnocení emisního kurzu.

Vzorcem (1) vypočtená hodnota (U) však vyjadřuje pouze fakt, zda byl kurz nové emise podhodnocen či nikoliv a pokud ano, pak v jaké míře. Nepodává tedy žádné stanovisko, jak vysoká nebo naopak nízká byla samotná emitovaná cena tohoto cenného papíru vzhledem k jiným alternativním možnostem investora. Začlenění prvku komparace underpricingu s jinou vybranou alternativní investice je mnoho upravit vzorec (1) následujícím způsobem (vzorec 2):

\[ U_A = U - M_i \]  \hspace{1cm} (2)

U_A je komparací očišťný výsledek hodnoty výnosu investora z investice do primární emise získaný odečtením výnosu alternativní investiční příležitosti (M_i) od hodnoty ukazatele (U) získaného ze vzorce (1).


Empirická analýza článku bude využívat ve shodě s převažující metodikou výpočtu underpricingu konstrukci vzorce (1) s prvkJP1 stanoveným tržní hodnotou akcie na konci

Tabulka 1 Počty IPO na vybraných trzích ve sledovaném období

<table>
<thead>
<tr>
<th>Trh</th>
<th>LSE Main Market</th>
<th>LSE Prime Standard</th>
<th>NYSE</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Počet IPO</td>
<td>44</td>
<td>30</td>
<td>44</td>
</tr>
<tr>
<td>Book building</td>
<td>43</td>
<td>28</td>
<td>43</td>
</tr>
<tr>
<td>Fixed price</td>
<td>2</td>
<td>1</td>
<td>X</td>
</tr>
<tr>
<td>Auction</td>
<td>X</td>
<td>X</td>
<td>1</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: data burz LSE, DBAG, NYSE
prvního dne obchodování na sekundárním trhu, přičemž budou diskutovány hodnoty underpricingu vypočtené na základě hodnoty P1 i v jiném okamžiku dle přípustných metodických postupů. Analýza tak bude rovněž kvantifikovat a vyhodnocovat underpricing i v delších časových periodách, kdy u jednotlivých trhů bude uvažovat i uzavírací týdenní, měsíční, 3 měsíční a 6 měsíční kurzy, což umožňuje zajímavou komparaci s dostatečnou přidanou hodnotou.

3 Výsledky a diskuse

Následující část se věnuje výsledkům měření underpricingu na vybraných světových kapitálových trzích, přičemž sledované období let 2001 až 2009 rozdejde do tří částí, které by měly přibližně reprezentovat: (a) období zahrnující významný rok 2001 a následující dva roky ovlivněné událostmi ze září tohoto roku; (b) období přibližně reprezentující období ekonomického růstu (2004 až 2006) a období reprezentující prvopočátky a plné projevy finanční a ekonomické krize (2007 až 2009). Pro tato období jsou vždy na daném trhu vybrány významné emise IPO, je kvantifikován související underpricing a pro jednotlivá období jsou vypočteny základní ukazatele charakterizující tento underpricing. Underpricing je rovněž znázorněn graficky, a to i v případě delších časových period.

A) London Stock Exchange (LSE)


<table>
<thead>
<tr>
<th>Rok</th>
<th>Emitent</th>
<th>Emisní kurz (GBP)</th>
<th>Kurz na konci prvního obchodního dne (GBP)</th>
<th>Underpricing (%)</th>
<th>Průměr</th>
<th>Median</th>
<th>Max</th>
<th>Min</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2001</td>
<td>Michael Page Internat</td>
<td>190</td>
<td>178</td>
<td>-6.32 %</td>
<td>-2.33 %</td>
<td>-1.50 %</td>
<td>-6.32 %</td>
<td>0.00 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2001</td>
<td>Unicorn Aim Vct</td>
<td>100</td>
<td>100</td>
<td>0.00 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2001</td>
<td>Equity Partnership Investment Co.</td>
<td>100</td>
<td>97</td>
<td>-3.00 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2001</td>
<td>Baronsmead Vct 4</td>
<td>100</td>
<td>100</td>
<td>0.00 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2002</td>
<td>Intertek Testing Services</td>
<td>400</td>
<td>439</td>
<td>9.75 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2002</td>
<td>Burberry Group</td>
<td>230</td>
<td>225</td>
<td>-2.17 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2002</td>
<td>William Hill</td>
<td>225</td>
<td>247</td>
<td>9.78 %</td>
<td>4.11 %</td>
<td>9.75 %</td>
<td>-7.55 %</td>
<td>10.77 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2002</td>
<td>Wood Group(John)</td>
<td>195</td>
<td>216</td>
<td>10.77 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2002</td>
<td>Hmv Group</td>
<td>192</td>
<td>177,5</td>
<td>-7.55 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2003</td>
<td>Yell Group</td>
<td>285</td>
<td>289,5</td>
<td>1.58 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2003</td>
<td>Vedanta Resources</td>
<td>390</td>
<td>373</td>
<td>-4.36 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2003</td>
<td>Isis Property Trust</td>
<td>100</td>
<td>104,25</td>
<td>4.25 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2003</td>
<td>Wolfson Microelectronics</td>
<td>210</td>
<td>250</td>
<td>19.05 %</td>
<td>4.10 %</td>
<td>1.58 %</td>
<td>-4.36 %</td>
<td>19.05 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2003</td>
<td>Close Hing Income Properties</td>
<td>100</td>
<td>100</td>
<td>0.00 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2001 až 2003</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>2.27 %</td>
<td></td>
<td>0.00 %</td>
<td>-7.55 %</td>
<td>19.05 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2004</td>
<td>Csr Plc.</td>
<td>200</td>
<td>240</td>
<td>20.00 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2004</td>
<td>Admiral Group</td>
<td>275</td>
<td>287</td>
<td>4.36 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2004</td>
<td>Halfords Group</td>
<td>260</td>
<td>265</td>
<td>1.92 %</td>
<td>6.85 %</td>
<td>4.36 %</td>
<td>1.92 %</td>
<td>20.00 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2004</td>
<td>Ark Therapeutics Group</td>
<td>133</td>
<td>140,21</td>
<td>5.42 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2004</td>
<td>Phoenix It Group</td>
<td>235</td>
<td>241</td>
<td>2.55 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Year</td>
<td>Company Name</td>
<td>Value</td>
<td>Percentage</td>
<td>Value</td>
<td>Percentage</td>
<td>Value</td>
<td>Percentage</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>--------</td>
<td>-----------------------------------</td>
<td>-------</td>
<td>------------</td>
<td>-------</td>
<td>------------</td>
<td>-------</td>
<td>------------</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>Kazakhmys</td>
<td>540</td>
<td>561.5</td>
<td>3.98%</td>
<td></td>
<td>7.04%</td>
<td>3.98%</td>
<td>-1.90%</td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>Inmarsat</td>
<td>245</td>
<td>288</td>
<td>17.55%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>Hikma Pharmaceuticals</td>
<td>290</td>
<td>284.5</td>
<td>-1.90%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>Petrofac</td>
<td>215</td>
<td>243.75</td>
<td>13.37%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>Britvic</td>
<td>230</td>
<td>235</td>
<td>2.17%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>Experian Group Ltd.</td>
<td>560</td>
<td>571.4</td>
<td>2.04%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>Standard Life Plc.</td>
<td>230</td>
<td>242.5</td>
<td>5.43%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>Debenhams Plc.</td>
<td>195</td>
<td>200.25</td>
<td>2.69%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>Qinetiq Group</td>
<td>200</td>
<td>213</td>
<td>6.50%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>Ashmore Group Plc.</td>
<td>170</td>
<td>192</td>
<td>12.94%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2004 až 2006</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>6.60%</td>
<td>4.36%</td>
<td>-1.90%</td>
</tr>
<tr>
<td>2007</td>
<td>Eurasian Natural Resources Corp</td>
<td>540</td>
<td>630</td>
<td>16.67%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2007</td>
<td>Smurfit Kappa</td>
<td>16.5</td>
<td>17.55</td>
<td>6.36%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2007</td>
<td>Ferrexpo Plc.</td>
<td>140</td>
<td>140</td>
<td>0.00%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2007</td>
<td>Moneysupermarket.Com Group Plc</td>
<td>170</td>
<td>170</td>
<td>0.00%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2007</td>
<td>3i Infrastructure Ltd.</td>
<td>100</td>
<td>97.75</td>
<td>-2.25%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2008</td>
<td>Fresnillo Plc.</td>
<td>555</td>
<td>520</td>
<td>-6.31%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2008</td>
<td>Resolution Ltd.</td>
<td>100</td>
<td>104</td>
<td>4.00%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2008</td>
<td>Bh Global Ltd.</td>
<td>1000</td>
<td>1030</td>
<td>3.00%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2008</td>
<td>Cadogan Petroleum</td>
<td>230</td>
<td>200</td>
<td>13.04%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2008</td>
<td>Blackrock Absolute Return Strategie</td>
<td>1000</td>
<td>1010</td>
<td>1.00%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2009</td>
<td>Exillon Energy Plc.</td>
<td>153</td>
<td>150</td>
<td>-1.96%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2009</td>
<td>Impax Asian Environmental Mkts Plc</td>
<td>100</td>
<td>101</td>
<td>1.00%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2009</td>
<td>Blackrock Hedge Selector Ltd.</td>
<td>100</td>
<td>102</td>
<td>2.00%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2009</td>
<td>F&amp;C Private Equity Zeros Plc.</td>
<td>100</td>
<td>100</td>
<td>0.00%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2009</td>
<td>Downing Protected Opps Vct 1 Plc</td>
<td>99.9</td>
<td>100</td>
<td>0.10%</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2007 až 2009</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>0.70%</td>
<td>0.10%</td>
<td>-1.96%</td>
</tr>
<tr>
<td>2001 až 2009</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>3.21%</td>
<td>2.02%</td>
<td>-13.04%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: vlastní výpočty na základě dat burzy LSE
**Graf 3** Vývoj hodnot underpricingu na LSE

Zdroj: vlastní výpočty na základě dat burzy LSE

**Graf 4** Vývoj hodnot underpricingu na LSE

Zdroj: vlastní výpočty na základě dat burzy LSE

**B) Deutsche Börse AG (DBAG)**

V Tabulce 3 jsou uvedeny hodnoty underpricingu vypočtené dle vzorce 1 uvedeného v metodice příspěvku, kdy underpricing je opět počítán z uzavíracího kurzu prvního dne obchodování, a to v případě trhu Deutsche Börse AG. Nejvyšší hodnoty underpricingu byly zejména v období let 2005 až 2007 (opět cca v polovině celého sledovaného období). V případě tohoto trhu ovšem bylo vycházeno z relativně nižšího počtu pozorování, což bylo dáno nižším počtem významných a zajímavých emisí na tomto trhu v uvedeném období na úrovni modelem stanovené úrovně regulace odpovídající trhu Prime Standard.

Graf 5 znázorňuje hodnoty underpricingu v uvedeném období na trhu Deutsche Börse AG v případě výpočtu standardního underpricingu dle vzorce 1 uvedeného v metodice práce, kdy je využito uzavíracího kurzu z prvního dne obchodování a rovněž v případě využití uzavíracího kurzu z prvního týdne obchodování s daným titulem. Nejvyšších hodnot underpricingu bylo dosaženo v již zmíněných letech 2005 až 2007,
<table>
<thead>
<tr>
<th>Rok</th>
<th>Emitent</th>
<th>Emisní kurz (GBP)</th>
<th>Kurz na konci prvního obchodního dne (GBP)</th>
<th>Underpricing (%)</th>
<th>Průměr</th>
<th>Median</th>
<th>Max</th>
<th>Min</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2001</td>
<td>Deutsche Borse Ag</td>
<td>335</td>
<td>373</td>
<td>11.34 %</td>
<td>-0.85 %</td>
<td>-0.43 %</td>
<td>-9.09 %</td>
<td>11.34 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2001</td>
<td>Fraport Ag</td>
<td>35</td>
<td>34.85</td>
<td>-0.43 %</td>
<td>-0.85 %</td>
<td>-0.43 %</td>
<td>-9.09 %</td>
<td>11.34 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2001</td>
<td>Deutsche Euroshop Ag</td>
<td>19</td>
<td>19.2</td>
<td>1.05 %</td>
<td>-0.85 %</td>
<td>-0.43 %</td>
<td>-9.09 %</td>
<td>11.34 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2001</td>
<td>Ohb Technology</td>
<td>10.5</td>
<td>9.75</td>
<td>-7.14 %</td>
<td>-0.85 %</td>
<td>-0.43 %</td>
<td>-9.09 %</td>
<td>11.34 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2001</td>
<td>W.O.M. World Of Medicine Ag</td>
<td>11</td>
<td>10</td>
<td>-9.09 %</td>
<td>-0.85 %</td>
<td>-0.43 %</td>
<td>-9.09 %</td>
<td>11.34 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2002</td>
<td>Aire Gmbh Und Co.Kga</td>
<td>29</td>
<td>29.22</td>
<td>0.76 %</td>
<td>2.78 %</td>
<td>1.00 %</td>
<td>0.76 %</td>
<td>6.59 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2002</td>
<td>Repower Systems Ag</td>
<td>41</td>
<td>43.7</td>
<td>6.59 %</td>
<td>7.02 %</td>
<td>1.00 %</td>
<td>0.76 %</td>
<td>6.59 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2002</td>
<td>Solar-Fabri Ag</td>
<td>8</td>
<td>8.08</td>
<td>1.00 %</td>
<td>7.02 %</td>
<td>1.00 %</td>
<td>0.76 %</td>
<td>6.59 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2003</td>
<td>žádná IPO</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2001 až 2003</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>0.51 %</td>
<td>0.88 %</td>
<td>-9.09 %</td>
<td>11.34 %</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2004</td>
<td>Deutsche Postbank Ag</td>
<td>28.5</td>
<td>28.84</td>
<td>1.19 %</td>
<td>-0.49 %</td>
<td>0.74 %</td>
<td>-4.78 %</td>
<td>1.34 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2004</td>
<td>Wincor Nixdorf</td>
<td>41</td>
<td>41.55</td>
<td>1.34 %</td>
<td>-0.49 %</td>
<td>0.74 %</td>
<td>-4.78 %</td>
<td>1.34 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2004</td>
<td>Epigenomic Ag</td>
<td>9</td>
<td>8.57</td>
<td>-4.78 %</td>
<td>-0.49 %</td>
<td>0.74 %</td>
<td>-4.78 %</td>
<td>1.34 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2004</td>
<td>Intica Systems Ag</td>
<td>18</td>
<td>18.05</td>
<td>0.28 %</td>
<td>-0.49 %</td>
<td>0.74 %</td>
<td>-4.78 %</td>
<td>1.34 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>Sky Deutschland Ag</td>
<td>28</td>
<td>31.6</td>
<td>12.86 %</td>
<td>7.02 %</td>
<td>4.28 %</td>
<td>-9.51 %</td>
<td>26.97 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>Mtu Aero Engines Holding Ag</td>
<td>21</td>
<td>21.11</td>
<td>0.52 %</td>
<td>7.02 %</td>
<td>4.28 %</td>
<td>-9.51 %</td>
<td>26.97 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>Praktiker Bau-Und Heimwerkermarkt Holding Ag</td>
<td>14.5</td>
<td>15.12</td>
<td>4.28 %</td>
<td>7.02 %</td>
<td>4.28 %</td>
<td>-9.51 %</td>
<td>26.97 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>Q-Cells Se</td>
<td>39</td>
<td>48.25</td>
<td>26.97 %</td>
<td>7.02 %</td>
<td>4.28 %</td>
<td>-9.51 %</td>
<td>26.97 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>Hci Capital</td>
<td>20.5</td>
<td>18.55</td>
<td>-9.51 %</td>
<td>7.02 %</td>
<td>4.28 %</td>
<td>-9.51 %</td>
<td>26.97 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>Gagfah S.A.</td>
<td>19</td>
<td>23.35</td>
<td>22.89 %</td>
<td>16.51 %</td>
<td>22.81 %</td>
<td>4.14 %</td>
<td>25.95 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>Wacker Chemie Ag</td>
<td>80</td>
<td>98.25</td>
<td>22.81 %</td>
<td>16.51 %</td>
<td>22.81 %</td>
<td>4.14 %</td>
<td>25.95 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>Symrise Ag</td>
<td>17.25</td>
<td>18.42</td>
<td>6.78 %</td>
<td>16.51 %</td>
<td>22.81 %</td>
<td>4.14 %</td>
<td>25.95 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>Patrizia Immobilien Ag</td>
<td>18.5</td>
<td>23.3</td>
<td>25.95 %</td>
<td>16.51 %</td>
<td>22.81 %</td>
<td>4.14 %</td>
<td>25.95 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>Verbio Vereinigte Bioenergie Ag</td>
<td>14.5</td>
<td>15.1</td>
<td>4.14 %</td>
<td>16.51 %</td>
<td>22.81 %</td>
<td>4.14 %</td>
<td>25.95 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2004 až 2006</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>8.27 %</td>
<td>4.21 %</td>
<td>-9.51 %</td>
<td>26.97 %</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2007</td>
<td>Hamburger Hafen Und Logistik Ag</td>
<td>53</td>
<td>62</td>
<td>16.98 %</td>
<td>5.11 %</td>
<td>-0.21 %</td>
<td>-4.48 %</td>
<td>17.27 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2007</td>
<td>Tognum Ag</td>
<td>24</td>
<td>23.95</td>
<td>-0.21 %</td>
<td>5.11 %</td>
<td>-0.21 %</td>
<td>-4.48 %</td>
<td>17.27 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2007</td>
<td>Versatel Ag</td>
<td>29</td>
<td>27.7</td>
<td>-4.48 %</td>
<td>5.11 %</td>
<td>-0.21 %</td>
<td>-4.48 %</td>
<td>17.27 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2007</td>
<td>Geresheimer Ag</td>
<td>40</td>
<td>38.4</td>
<td>-4.00 %</td>
<td>5.11 %</td>
<td>-0.21 %</td>
<td>-4.48 %</td>
<td>17.27 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2007</td>
<td>Wacker Neuson Se</td>
<td>22</td>
<td>25.8</td>
<td>17.27 %</td>
<td>5.11 %</td>
<td>-0.21 %</td>
<td>-4.48 %</td>
<td>17.27 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2008</td>
<td>Sma Solar Technology Ag</td>
<td>47</td>
<td>55.5</td>
<td>18.09 %</td>
<td>5.11 %</td>
<td>-0.21 %</td>
<td>-4.48 %</td>
<td>17.27 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2008</td>
<td>Gk Software Ag</td>
<td>21</td>
<td>21.2</td>
<td>0.95 %</td>
<td>5.11 %</td>
<td>-0.21 %</td>
<td>-4.48 %</td>
<td>17.27 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2009</td>
<td>Vtion Wireless Technology Ag</td>
<td>10.75</td>
<td>10.15</td>
<td>-5.58 %</td>
<td>5.11 %</td>
<td>-0.21 %</td>
<td>-4.48 %</td>
<td>17.27 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2007 až 2009</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>4.88 %</td>
<td>0.37 %</td>
<td>-5.58 %</td>
<td>18.09 %</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2007 až 2009</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>5.29 %</td>
<td>1.12 %</td>
<td>-9.51 %</td>
<td>26.97 %</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: vlastní výpočty na základě dat burzy DBAG
což by bylo možné dát opět do souvislosti s ekonomickou konjunkturou v těchto letech a růstoucími kapitálovými trhy, což se projevovalo zájmem o akciové tituly, a to i v rámci nových emisí.

Graf 6 opět přináší hodnoty underpricingu, které byly vypočteny nahrazením uzavíracího kurzu prvního dne obchodování uzavíracími kursy prvního měsíce, prvních 3 měsíců a prvních 6 měsíců obchodování. Velmi zajímavým je opět období let 2004 až 2006 s vysokým počtem kladných hodnot underpricingu oproti ostatním

rokům období let 2001 až 2009.

C) New York Stock Exchange (NYSE)

Pokud se zaměříme na americký kapitálový trh, konkrétně trh NYSE, zjistíme, že oproti uvedeným evropským trhům zde byla v daném období let 2001 až 2009 situace relativně odlišná. Vyšších hodnot underpricingu nebylo dosaženo uprostřed sledovaného období, ale spíše na začátku sledovaného období, což vyplývá z Tabulky 4. Následující dva obrázky celou si-

Graf 5 Vývoj hodnot underpricingu na DBAG

Zdroj: vlastní výpočty na základě dat burzy DBAG

Graf 6 Vývoj hodnot underpricingu na DBAG

Zdroj: vlastní výpočty na základě dat burzy DBAG
Tabulka 4 Výsledky underpricingu IPO na NYSE

<table>
<thead>
<tr>
<th>Rok</th>
<th>Emitent</th>
<th>Emisní kurz (GBP)</th>
<th>Kurz na konci prvního obchodního dne (GBP)</th>
<th>Under-pricing (%)</th>
<th>Průměr</th>
<th>Median</th>
<th>Max</th>
<th>Min</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2001</td>
<td>Kraft Foods, Inc</td>
<td>31</td>
<td>30.15</td>
<td>-2.74 %</td>
<td>6.46 %</td>
<td>7.93 %</td>
<td>-2.74 %</td>
<td>13.51 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2001</td>
<td>Prudential Financial Inc.</td>
<td>27.5</td>
<td>29.68</td>
<td>7.93 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2001</td>
<td>Accenture Ltd.</td>
<td>14.5</td>
<td>15.01</td>
<td>3.52 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2001</td>
<td>Principal Financial Group</td>
<td>18.5</td>
<td>21</td>
<td>13.51 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2001</td>
<td>Rri Energy</td>
<td>30</td>
<td>33.03</td>
<td>10.10 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2002</td>
<td>Alcon Inc.</td>
<td>33</td>
<td>34.75</td>
<td>5.30 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2002</td>
<td>Hewitt Associates Inc.</td>
<td>19</td>
<td>22.15</td>
<td>16.58 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2002</td>
<td>Montpelier Re Holdings Inc.</td>
<td>20</td>
<td>25.25</td>
<td>26.25 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2002</td>
<td>Regal Entertainment Group</td>
<td>19</td>
<td>21.75</td>
<td>14.47 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2003</td>
<td>Axis Capital Holdings Inc.</td>
<td>22</td>
<td>25.4</td>
<td>15.45 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2003</td>
<td>Capitalsource Inc.</td>
<td>14.5</td>
<td>18.3</td>
<td>26.21 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2003</td>
<td>Endurance Specialty Holdings</td>
<td>23</td>
<td>22.77</td>
<td>-1.00 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2003</td>
<td>Journal Communications</td>
<td>15</td>
<td>16.25</td>
<td>8.33 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2003</td>
<td>Aspen Insurance Holdings Ltd.</td>
<td>22.5</td>
<td>24.52</td>
<td>8.98 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2001 až 2003</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>10.92 %</td>
<td>9.54 %</td>
<td>-2.74 %</td>
<td>26.25 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2004</td>
<td>Las Vegas Sands</td>
<td>29</td>
<td>49.11</td>
<td>69.34 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2004</td>
<td>Kongzhong Corp.</td>
<td>10</td>
<td>10.1</td>
<td>1.00 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2004</td>
<td>Genworth Financial Inc.</td>
<td>19.5</td>
<td>19.5</td>
<td>0.00 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2004</td>
<td>Cpf Energia S.A.</td>
<td>18</td>
<td>17.99</td>
<td>-0.06 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2004</td>
<td>Goll Intelligent Airlines Inc.</td>
<td>17</td>
<td>18.22</td>
<td>7.18 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>Basic Energy Services</td>
<td>20</td>
<td>21.5</td>
<td>7.50 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>Alon Usa Energy Inc.</td>
<td>16</td>
<td>17.25</td>
<td>7.81 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>Global Cash Access Holdings.</td>
<td>14</td>
<td>14.96</td>
<td>6.86 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>Warner Music Group Corp.</td>
<td>17</td>
<td>16.4</td>
<td>-3.53</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>Sunamerica Alpha Growth Fund</td>
<td>20</td>
<td>20.02</td>
<td>0.10 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>Mastercard</td>
<td>39</td>
<td>46</td>
<td>17.95 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>Owens Corning</td>
<td>28</td>
<td>27.6</td>
<td>-1.43 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>Spirit Aerosystems Hold.</td>
<td>26</td>
<td>28.31</td>
<td>8.88 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>Douglas Emmett</td>
<td>21</td>
<td>23.83</td>
<td>13.48 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>Hertz Global Holdings</td>
<td>15</td>
<td>15.72</td>
<td>4.80 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>2004 až 2006</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>9.33 %</td>
<td>6.86 %</td>
<td>-3.53 %</td>
<td>69.34 %</td>
</tr>
</tbody>
</table>
tuaci více zpodbůží a přináší v komparaci s předchozími trhy další zajímavé informace.

Z Grafu 7 je patrné, že narodili od analýzy vybraných evropských kapitálových trhů, v případě amerického kapitálového trhu mají hodnoty underpricingu počítaného jednak z uzavíracích kurzů prvního dne a prvního týdne obchodování nové emise často opačná znaménka, přičemž v případě evropských trhů byla tato znaménka obvykle stejná, a to kladná.

V případě výpočtu hodnot underpricingu v rámci delších časových úseků, což prezentuje Graf 8, je určitým způsobem specifické období let 2007 až 2009 oproti předchozím rokům, což může souviset s probíhajícími finanční a ekonomickou krizí v těchto letech (zejména přelom 2008 až 2009 a pesimistická nálada na trzích). Pro získání robustnějších výsledků a analýzy tohoto stavu ovšem musí být realizovány následující podrobné analýzy, které ovšem přesahují rozsah tohoto článku, přičemž je nutno zdůraznit, že determinanty, které mohou underpricing ovlivnit je vysoký počet, přičemž mohou být v daném období specifické, proměnné a rovněž velmi obtížně kvantifikovatelné.

Závěr

Pokud se zaměříme na výsledky realizované analýzy, je patrný relativně obdobný vývoj underpricingu u IPO, pokud se týká vybraných významných evropských trhů. V případě amerického trhu se výsledky této analýzy odlišují. Pokud by měly být výsledky komparovány, a to jak v rámci jejich statistických ukazatelů úrovně, tak v rámci maximálních a minimálních hodnot underpricingu v jednotlivých obdobích a za celé sledované období jako celek, potvrdila by se specifika v případě amerického kapitálového trhu jako trhu s nejvyššími průměrnými a prostředními hodnotami underpricingu, tak v rámci především maximálních hodnot underpricingu. To potvrzuje Tabulka 5. Hodnoty underpricingu, ze kterých byly odvozeny hodnoty uvedené v této tabulce, byly vypočteny na základě uzavíracích kurzů prvního dne obchodování s danou emisí.

Pokud budou uvedené průměrné hodnoty underpricingu srovnány se závěry studie Rittera (2010), který uvádí, že vyšší underpricing by měl souviset a sloužit jako riziková přemí ruského trhu, lze v uvedených výpočtech v tomto článku nalézt určitý rozpor oproti této studii, jelikož všechny tři vybrané trhy lze zařadit do kategorie s nízkou rizikovostí (oproti např. rozvíjejícím se trhům) a hodnoty underpricingu by měly být obdobné. To ovšem platilo spíše u evropských trhů než při srovnání s třem americkým. Zajímavé je také srovnání průměrných hodnot underpricingu ve studii Rittera (2010) u vybraných kapitálových trhů, kdy nejvyššího průměrného

<table>
<thead>
<tr>
<th>let</th>
<th>společnost</th>
<th>IPO</th>
<th>31.06</th>
<th>13.10%</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2007</td>
<td>Blackstone Group L.P.</td>
<td>31</td>
<td>35.06</td>
<td>13.10%</td>
</tr>
<tr>
<td>2007</td>
<td>Mf Global Ltd</td>
<td>30</td>
<td>25.62</td>
<td>14.60%</td>
</tr>
<tr>
<td>2007</td>
<td>Interactive Brokers Group</td>
<td>30</td>
<td>31.3</td>
<td>4.33%</td>
</tr>
<tr>
<td>2007</td>
<td>Och Ziff Capital Mgt.</td>
<td>32</td>
<td>30.65</td>
<td>4.22%</td>
</tr>
<tr>
<td>2007</td>
<td>Metropcs Communications</td>
<td>23</td>
<td>27.4</td>
<td>19.13%</td>
</tr>
<tr>
<td>2008</td>
<td>Visa</td>
<td>44</td>
<td>56.5</td>
<td>28.41%</td>
</tr>
<tr>
<td>2008</td>
<td>American Water Works</td>
<td>21</td>
<td>20.6</td>
<td>1.90%</td>
</tr>
<tr>
<td>2008</td>
<td>Intrepid Polash</td>
<td>32</td>
<td>49.09</td>
<td>53.41%</td>
</tr>
<tr>
<td>2008</td>
<td>Prudential Financial Inc.</td>
<td>25</td>
<td>24.85</td>
<td>0.60%</td>
</tr>
<tr>
<td>2008</td>
<td>Hatteras Financial</td>
<td>24</td>
<td>25.28</td>
<td>5.33%</td>
</tr>
<tr>
<td>2009</td>
<td>Banco Santander Brasil</td>
<td>13.4</td>
<td>13.01</td>
<td>-2.91%</td>
</tr>
<tr>
<td>2009</td>
<td>Cobalt International Energy Inc.</td>
<td>13.5</td>
<td>13.5</td>
<td>0.00%</td>
</tr>
<tr>
<td>2009</td>
<td>Artio Global Investors</td>
<td>26</td>
<td>27.25</td>
<td>4.81%</td>
</tr>
<tr>
<td>2009</td>
<td>Mead Johnson Nutrition</td>
<td>24</td>
<td>26.43</td>
<td>10.13%</td>
</tr>
<tr>
<td>2009</td>
<td>Starwood Property Trust</td>
<td>20</td>
<td>20</td>
<td>0.00%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<p>| | | | | |</p>
<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2007 až 2009</td>
<td></td>
<td></td>
<td>7.63%</td>
<td>43.33%</td>
</tr>
<tr>
<td>2007 až 2009</td>
<td></td>
<td></td>
<td>9.25%</td>
<td>7.02%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: vlastní výpočty na základě dat burzy NYSE
Graf 7 Vývoj hodnot underpricingu na NYSE

underpricingu dosahuje dle této studie německý trh.

Důvody pro částečně odlišný vývoj hodnot underpricingu u IPO na vybraných evropských trzích a americkém trhu ve sledovaném období by bylo možné hledat v úvodních grafech článku (Graf 1 a Graf 2).

Z grafu 1 vyplývá, že během 2 let ekonomické konjunktury (rok 2004 až 2006) počet IPO na evropských trzích vzrostl o cca 100 % (v letech 2003 až 2006 dokonce o cca 1000 %) a na americkém trhu tento počet stagnoval.

Z těchto čísel je patrný velký zájem emitentů o tuto formu získávání kapitálu v daném období zejména na evropském trhu. Lze tak hovořit o boomu emisí IPO na tomto trhu, který ve spojení s optimismem na kapitálových trzích v období ekonomické konjunktury logicky ovlivňoval hodnoty underpricingu na vybraných evropských trzích ve smyslu jejich růstu oproti ostatním časovým úsekům v rámci celkového sledovaného období. Lze tak částečně hovořit o určité formě nenasycenosti evropského trhu emisemi IPO. Tato situace na základě údajů z Grafu 1 na americkém trhu nenastala.

Z Grafa 2 naopak vyplývá, že průměrná hodnota emisí IPO byla na evropských trzích v celkovém období let 2001 až 2009 stabilnější

Graf 8 Vývoj hodnot underpricingu na NYSE

Zdroj: vlastní výpočty na základě dat burzy NYSE
Tabulka 5 Komparace výsledků underpricingu na vybraných trzích

<table>
<thead>
<tr>
<th>Období</th>
<th>Průměr</th>
<th>Median</th>
<th>Minimum</th>
<th>Maximum</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>LSE</td>
<td>DBAG</td>
<td>NYSE</td>
<td>LSE</td>
</tr>
<tr>
<td>2001 až 2003</td>
<td>2.27 %</td>
<td>0.51 %</td>
<td>10.92 %</td>
<td>0.00 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2004 až 2006</td>
<td>6.60 %</td>
<td>8.27 %</td>
<td>9.33 %</td>
<td>4.36 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2007 až 2009</td>
<td>0.70 %</td>
<td>4.88 %</td>
<td>7.63 %</td>
<td>0.10 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2001 až 2009</td>
<td>3.21 %</td>
<td>5.29 %</td>
<td>9.25 %</td>
<td>2.02 %</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: vlastní výpočty na základě dat burz LSE, DBAG, NYSE

než na americkém trhu a v období ekonomické konjunktury dokonce vzrostla. A to na rozdíl od amerického trhu, kde průměrná hodnota IPO v období ekonomické konjunktury naopak významně poklesla.

Z toho plynule, že průměrná velikost emisí IPO byla na evropských trzích vyrovnanější než na trhu americkém, přičemž v období ekonomické konjunktury se jednalo oproti předchozím pokusům na tomto trhu významně o významnější emise z hlediska jejích velikostí, a to na rozdíl od amerického trhu, kde se jednalo oproti předchozím pokusům na tomto trhu významně o méně významné emise, které způsobily pokles průměrné hodnoty emisí IPO.

Toto vše se poté logicky odráželo na hodnotách underpricingu, které měly v rámci vybraných evropských trhů vzájemně relativně velmi obdobný vývoj, na rozdíl od amerického trhu, u kterého se nevyškytl v rámci daného období ekonomické konjunktury tak vysoký počet nových IPO. Naopak se zde vyskytl pokles průměrné hodnoty IPO spojený s méně významnými emisemi, které mohou pro investory obecně představovat i rizikový faktor, což zohlední své nabitě ceně.

Vývoj emisí IPO na evropských trzích a na americkém trhu tak byl zejména v období let 2004 až 2006 odlíšný, což se projevilo i u hodnot underpricingu u emisí IPO na těchto trzích oproti dalším sledovaným časovým úsekům v rámci období let 2001 až 2009.

Hodnoty underpricingu na americkém trhu tak nebyly v období ekonomické konjunktury oproti ostatním časovým úsekům v rámci celého sledovaného období tolik odsilá na jako v případě evropských trhů (zejména oproti pokusům 2001 až 2003). Každopádně i u amerického trhu ovlivnil nástup finanční a ekonomické krize hodnoty underpricingu ve smyslu jejich poklesu a minimálních hodnot.

Rovněž na evropském i americkém trhu došlo v souvislosti s nástupem finanční a ekonomické krize logicky k rapidnímu poklesu počtu emisí IPO (graf 1).


Poděkování

Přispěvek byl zpracován v rámci řešení Tematického směru 02 Výzkumného zámeču PEF MZLU MSM 6215648904 Česká ekonomika v procesech integrace a globalizace a vývoj agrárního sektoru a sektoru služeb v nových podmínkách evropského integrovaného trhu.
References


Author(s) contact(s)

Ing. Oldřich Šoba, Ph.D., Ing. Václav Točík
Mendelova univerzita v Brně
Provozně ekonomická fakulta, Ústav financí
Zemědělská 1
613 00 Brno, Česká republika
E-mail: oldrich.soba@mdelu.cz

Doručeno redakci: 30.9.2011
Recenzováno: 15.11.2011
Schváleno k publikování: 30.11.2011

- 75 -

ROČNÍK V - ČÍSLO 09 / VOLUME V - NUMBER 09