

Asymetrická informace při primárních emisích akcií[#]

*Monika Janičíková**

Dokonalé fungování tržních mechanismů, které zpravidla předpokládají základní ekonomické modely, je ve většině praktických případů spíše modelovou situací. V reálném světě trhy trpí různými typy nedokonalostí, mezi které patří různé formy nedokonalé konkurence, externality, veřejné statky a asymetrické informace. Asymetrická informace je pak jednou z častých kritik neoklasické ekonomie, jelikož stojí v přímém kontrastu k informačně efektivnímu trhu, když tvrdí, že na trhu působí jednak strany lépe informované, tak i strany, které jsou informovány hůře.

V problematice asymetrické informace lze v oblasti vědeckého zájmu o ekonomii zdůraznit zejména práci George Akerlofa, Michaela Spence, Josepha Stiglitze, kteří také v roce 2001 obdrželi Nobelovu cenu za ekonomii.¹ Ani v českém prostředí není problematika asymetrické informace opomíjena. Pojem asymetrická informace je obsažen zpravidla již v učebnicích středně pokročilé ekonomie,² akademická obec se pak samotnému tématu asymetrické informace věnuje zejména v souvislosti s pojistným trhem a se státní regulací a ochranou spotřebitele.

Následující text se zaměřuje na asymetrické informace z pohledu kapitálového trhu. Úžeji se téma práce týče problematiky primárních emisí akcií, kdy lze předpokládat, že trh bude selháním ve formě asymetrické informace minimálně ohrožen. Cílem práce je identifikovat asymetrii informací při primárních emisích akcií na konkrétních datech nově kotovaných společností. Analýza asymetrie informací při primárních emisích je založena na analýze načasování vstupu na burzu, podhodnocení emisního kurzu a nižší výkonnosti akcií z primární emise. Problematika bude zkoumána pomocí popisné statistiky a komparačních metod.

Rešerše literatury

Asymetrická informace

Asymetrická informace, jakožto jedna z forem tržního selhání, nastává v situacích, kdy účastníci trhu nedisponují stejným penzem informací. Projevy asymetrické informace pak lze vymezit pomocí dvojí situace. Za první, lépe informovaná skupina může své situace při ekonomickém chování využít na úkor hůře informované skupiny. Tato situace popisuje asymetrickou informaci v podobě **morálního hazardu**. Za druhé, hůře informovaná strana se z důvodu nedostatku informací není schopna ekonomicky rozhodovat. Druhá situace popisuje **nepříznivý výběr**.

K rozvoji pojmů morální hazard a nepříznivý výběr velkou měrou přispěl zejména jeden z nositelů Nobelovy ceny za ekonomii Joseph Stiglitz, který je také považován za zakladatele

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu *Analýza přístupů a metod měření výkonnosti (efektivnosti) fúzí a akvizic a měření a hodnocení výkonnosti private backed equity IPO* registrovaného u Interní grantové agentury Vysoké školy ekonomické v Praze pod evidenčním číslem 64/2014.

^{*} Ing. Monika Janičíková – interní doktorand; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <xjanm111@vse.cz>.

¹ Nobelova cena za ekonomii resp. Cena Švédské národní banky za rozvoj ekonomické vědy na památku Alfreda Nobela je od roku 1968 udělována švédskou Královskou akademií věd.

² Mezi příklady lze uvést učebnici Soukupová – Hořejší – Macáková – Soukup (1999, kap. 19).

ekonomie informací. George Akerlof je pro změnu autorem jednoho z nejznámějších a nejnázornějších příkladů projevu asymetrie informací, který publikoval ve svém článku *The Market for "Lemons"* (viz Akerlof, 1970).³

Poslední z nositelů Nobelovy ceny za ekonomii v oblasti asymetrie informací, Michael Spence, přispěl k tématu zejména rozpracováním konceptu tzv. **signalizačního chování** (viz Spence, 1974). Signalizační chování lze charakterizovat jako způsob řešení situace ohrožené nepříznivým vývojem, kdy se strana lépe informovaná snaží dát najevo svou kvalitu pomocí vysílaných signálů nesoucích přesvědčivé informace směrem k méně informované straně. V praxi lze tyto situace spatřit např. v poskytnutí prodloužené záruky na výrobek a různých marketingových tazích, ale také např. i na trhu práce, kdy lépe vzdělaní uchazeči signalizují, že jsou pečlivější a cílevědomější, než ti, kteří avizovaným vzděláním nedisponují.

Příspěvek k tématu asymetrické informace výše zmíněných nositelů Nobelovy ceny za ekonomii je pochopitelně mnohem širší a spočívá zejména v zavedení nového prvku nedokonalé konkurence do mainstreamové ekonomie (Akerlof, 1984; Stiglitz, 1997), svůj zájem věnovali trhu práce (Akerlof, 1982), ale i charakteristice strategického tržního chování (Spence, 1979) a transformacím ekonomik bývalého Sovětského svazu (Stiglitz, 1994).

V českém prostředí lze v oblasti asymetrie informací zdůraznit práci Evy Ducháčkové a Jaroslava Daňhela (Ducháčková – Daňhel, 2006), kteří se této otázce věnovali zejména v kontextu asymetrie informací v pojišťovnictví, kde toto tržní selhání významně ovlivňuje konstrukci pojistných produktů a státní regulace a ochrany klientů. Asymetrii informací v bankovníctví se věnuje Karel Janda (Janda, 1994), konkrétně při morální hazardu, který plyne z povinného pojištění vkladů. Petr Marek (Marek, 2007) se ve svých článcích zabývá asymetrií informací z pohledu financí podniku, kdy se věnuje zejména teoriím zastoupení a morálnímu hazardu, který vede k poklesu tržní hodnoty podniku.

V oblasti kapitálových trhů, je pozornost českých autorů zaměřena zejména na potřebu regulace či dopady regulace kapitálových trhů. Lze jmenovat práci Nadi Blahové (Blahová, 2006) a její diskuze nad uspořádáním regulace finančního trhu či práci Romany Nývltové (Nývltová, 2008), která se přímo věnuje potřebě regulovat kapitálový trh v důsledku konfliktů zájmů a morálního hazardu.

Primární emise akcií

Primární emise akcií, pro které se i v české prostředí vžil označení *IPO* z anglického názvu *Initial Public Offering*, představují situaci, kdy společnost poprvé nabídne své vlastnické cenné papíry (akcie) na veřejném trhu burzy. S primárními emisemi jsou spojené zejména dvě anomálie, a to podhodnocení emisní ceny akcií a také nižší výkonnost akcií z primární emise. Těmto nestandardním jevům byla v literatuře věnována pozornost zejména autory Jayem Ritterem a Ivo Welchem (Ritter – Welch, 2002). Neutuchající zájem o problematiku *IPO* lze u Jaye Rittera nalézt v aktuálních článcích týkajících se nejen pravidelné aktualizace studií zaměřených na trh s primárními emisemi (viz také Ritter, 2014), ale také v komentářích největších a kontroverzních *IPO* posledních let.

Primární emise akcií vytváří prostor pro vznik asymetrické informace. V širším pojetí se totiž jedná o komplexní proces, kdy se dosud soukromě vlastněná společnost snaží získat kapitál od veřejnosti. Při *IPO* tedy dochází k situaci, kdy původní vlastníci mohou zneužít své

³ Název článku se do českého jazyka také překládá jako *Trh kyselých jablek*. *Lemons* v textu představují ojetá auta a asymetrie informací spočívá v situaci, kdy prodávající strana má přesné informace ohledně stavu ojetého vozidla, kterými kupující nedisponuje. Trh s ojetými auty je tedy zatížen nepříznivým výběrem.

informační převahy a emitovat akcie při vyšších cenách, než které by odpovídaly rovnovážným cenám na základě fundamentální hodnoty akcií.

Samotné načasování *IPO* v sobě může nést asymetrii informací, resp. hrozbu nepříznivého výběru ze strany nových investorů poptávajících akcie z *IPO*. Přístup teorie načasování předpokládá, že společnosti při *IPO* vyčkávají na okamžik, kdy budou emise na trhu nadhodnocené. Tato situace nastává dle Lucase – McDonalda (1990) díky krátkodobé asymetrii informací mezi managementem a novými investory, jelikož vývoj firmy ví management s předstihem. Z hlediska tohoto přístupu by docházelo ke stejnému paradoxu jakožto v známém případě s ojetými automobily. Pokud tedy některá společnost oznámí *IPO*, mohou ji potenciální investoři považovat za nadhodnocenou.

Asymetrická informace při primárních emisích

Projev asymetrické informace při *IPO*

Ruku v ruce s tezí načasování *IPO* kráčí podhodnocení emisního kurzu. Podhodnocení emisního kurzu lze definovat, jako rozdíl mezi uzavírací cenou prvních dní obchodování a emisní cenou akcie, zpravidla udávané v procentech. Jelikož se potenciální investoři mohou domnívat, že společnosti budou chtít vstupovat na trh, jen když jsou nadhodnocené, společnosti snažící se deponovat své akcie na veřejném trhu budou nuceny snižovat cenu emise tak, aby *IPO* proběhla úspěšně. Na *IPO* trhu tedy lze předpokládat, že budou aktivní dva typy společností. Buď ty, které jsou ochotny trpět vysoké podhodnocení, signalizovat svou kvalitu a nechat nové investory realizovat krátkodobé zisky, nebo naopak ty, které byly extrémně nadhodnocené a i značně vysoké podhodnocení společnosti de facto nepřináší vyšší nepřímé náklady emise.

Předpokladem pro analýzu podanou v následujícím textu je identifikace společností na ty, které jsou reálně podhodnocené a podhodnocením signalizují svou kvalitu a na ty, které reálně podhodnocené nejsou. Ve vztahu k podhodnocení budou dále využity informace ohledně načasování emise, kdy reálně podhodnocené společnosti budou vyhledávat situace, které budou trpět nižším zatížením asymetrie informací. Mezi tyto okamžiky lze zahrnout zejména období zveřejňování výročních zpráv.

Nižší výkonnost akcií je pak zpravidla definována jako nižší výkonnost oproti *benchmarku*. *Benchmark* reprezentuje některý z prestižních indexů dané burzy. Z hlediska analýzy asymetrie informací lze předpokládat, že *IPO* reálně podhodnocených společností budou vykazovat méně závažnou či žádnou podvýkonnost.

Předpoklady pro testování asymetrie informací při *IPO*

Asymetrie informací při *IPO* bude zkoumána v následujících pohledech. Zaprvé provedeme analýzu emitujících společností z hlediska načasování vstupu na burzu. Dle předpokladu signačního chování se společnosti „kvalitní“ budou snažit emitovat akcie v době, kdy bude co nejnížší informační asymetrie. Pokud využijeme text Lucase – McDonalda (1990), můžeme předpokládat, že tyto situace budou nastávat zejména v období publikování výročních zpráv, kdy společnosti zveřejňují výsledky hospodaření předchozích let. Naopak společnosti emitující akcie před koncem roku budou využívat faktu, že management má již k dispozici výhledy hospodaření daného roku.

Druhým předpokladem je projev asymetrie informací na úrovni podhodnocení emisního kurzu. Pokud tržní účastníci předpokládají, že na daném trhu je vysoká míra asymetrie informací, nebudou chtít kupovat akcie z *IPO*. Při těchto situacích nebudou chtít společnosti riskovat, že se nákladný proces spojený s primární emisí nezdaří. Budou ochotny nabídnout novým investorům možnost realizovat kapitálové zisky a signalizovat tak svou kvalitu. Z tohoto

důvodu by na jedné straně mělo docházet k tomu, že při snížení asymetrie informací nebudou společnosti muset podstupovat tak vysokou míru podhodnocení emisního kurzu, na straně druhé, pokud existuje signifikantně vyšší podhodnocení u vzorku společností „kvalitních“, je toto podhodnocení výsledkem signalizačního efektu.

Posledním z jevů, u kterého předpokládáme projev asymetrie informací, je nižší výkonnost akcií. Z hlediska nižší výkonnosti akcií předpokládáme, že nižší výkonnost budou vykazovat právě akcie, které využívaly asymetrie informací ve svůj prospěch.

Výsledná analýza nám tedy musí pomoci odpovědět na následující otázky. Vykazuje načasování *IPO* sezónnost? Vykazuje podhodnocení emisního kurzu sezónnost a v kterém období se vyskytuje nejvyšší a nejnižší podhodnocení emisního kurzu? Vykazují společnosti emitující akcie ke konci roku nižší výkonnost?

Charakteristika testovaného vzorku

Analýza asymetrie informací bude založena na zkoumání vzorku společností emitující akcie v *IPO* v období let 2009 až 2013 na prestižních trzích v USA a UK. Cílové burzy společností byly vybrány s ohledem na likviditu a také prestiž burzy. Zkoumaný vzorek společností vstupoval na *NASDAQ*, *NYSE* a *LSE*. Takto vymezený vzorek byl zadán do prostředí databáze Zephyr (2014) s výsledkem 902 společností. Ze zkoumaného vzorku byly dále vyloučeny společnosti s velmi nízkou nabídkovou cenou (pod 1 EUR), ale také s neúplnou cenou. Výsledný počet společností čítá 702 *IPO*.

Z hlediska vývoje počtu *IPO* v jednotlivých letech, lze pozorovat typickou sezónnost spojenou s počtem *IPO*. V roce 2009 je ve vzorku zastoupeno 49 společností, zatímco v roce 2013 je v souvislosti s oživením trhů po finanční krizi počet téměř pětinasobný. Nejvíce zastoupenou burzou je ve vzorku *NYSE*, kterou zastupuje 328 (48 %) *IPO*. Následují *IPO* na *NASDAQ* s počtem 260 (37 %) *IPO* a na *LSE* emitovalo akcie v *IPO* 114 (16 %) společností. Z hlediska celosvětového významu těchto burz lze dle Mezinárodní federace burz (World Federation of Exchanges, 2014) uvést, že v roce 2013 představovaly tyto burzy 60 % tržní kapitalizace mezi nejvýznamnějšími deseti burzami světa. Z hlediska tohoto ukazatele lze také připomenout, že koncentrace tržní kapitalizace je velmi vysoká, jak dokládá Tab. 1.

Tab. 1: Tržní kapitalizace největších 10 burz světa v roce 2013

Burza	Tržní kapitalizace rezidentů v mld. USD, 2013	Podíl na kapitalizaci 10 nejvýznamnějších burz
NYSE Euronext (US)	17 950	38 %
NASDAQ OMX (US)	6 085	13 %
Japan Exchange Group	4 543	10 %
London Stock Exchange	4 429	9 %
NYSE Euronext (Evropa)	3 584	8 %
Hong Kong Exchanges	3 101	6 %
Shanghai SE	2 497	5 %
TMX Group	2 114	4 %
Deutsche Börse	1 936	4 %
SIX Swiss Exchange	1 541	3 %
10 nejvýznamnějších burz	47 780	100 %

Zdroj: World Federation of Exchanges (2014).

Načasování IPO a sezónnost

Vývoj počtu *IPO* lze např. dle Jančíková (2012) charakterizovat jako značně rozkolísaný, kdy jsou patrné výkyvy v počtu uskutečněných *IPO* v jednotlivých letech. *IPO* vykazují zejména vysokou citlivost na cykličnost ekonomiky, avšak lze pozorovat i značnou závislost nových *IPO* na počtu *IPO* úspěšně upsaných v předcházejícím období. Pokud se zaměříme na analýzu *IPO* v námi vybraném vzorku v letech 2009 až 2013, můžeme pozorovat postupný růst počtu ročně upsaných *IPO*, který zakolísal pouze v roce 2011. Pokud se však zaměříme na detailnější načasování emisí, které je uvedeno v Tab. 2, pozorujeme již značné rozkolísání v jednotlivých čtvrtletích. Počet *IPO* je nejvíce soustředěn do čtvrtého čtvrtletí příslušných let. S odstupem cirká 50 *IPO* následuje druhé čtvrtletí let 2009 až 2013. Čtvrtletí první a třetí již co do počtu *IPO* nejsou tak významně vzdáleny. Z hlediska objemu upsaného kapitálu však zřetelně pozorujeme vedoucí pozice čtvrtého a druhé čtvrtletí, kdy na trh vstupovaly společnosti upisující vyšší podíly.

Charakteristiky vzorku z hlediska popisné statistiky jsou následující. Střední hodnota vzorku počtu *IPO* je na úrovni 176 společností v daném čtvrtletí, což přibližně odpovídá úrovni ve druhém čtvrtletí. Směrodatná odchylka hodnot je na úrovni 34 *IPO*. Ze souboru vybočuje zejména počet *IPO* ve čtvrtém čtvrtletí. Z hlediska upsaného objemu kapitálu je pak znatelně podprůměrný úpis ve třetím čtvrtletí roku, kdy byl upsan i průměrně nejnižší úpis na jednu *IPO*.

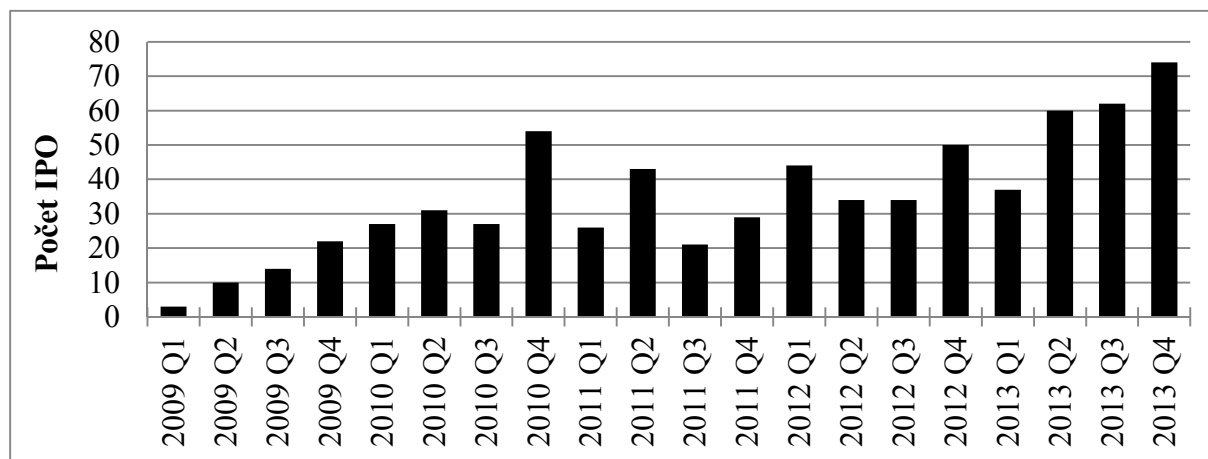
Tab. 2: Přehled počtu a objemu emisí *IPO* v letech 2009 až 2013

Období	Počet <i>IPO</i>	Objem kontraktů v tis. USD	Průměrný objem kontraktu v tis. USD
Q1	137	38 343 115	279 877
Q2	178	66 937 603	376 054
Q3	158	32 333 327	204 641
Q4	229	86 864 956	379 323
Celkem	702	224 479 000	319 771

Zdroj: Zephyr (2014), vlastní zpracování.

Srovnání čtvrtletního vývoje *IPO* v jednotlivých letech je uvedeno na obrázcích 1 a 2. I zde lze zejména na objemech emisí pozorovat vedoucí pozice úpisů ve druhém a čtvrtém čtvrtletí daných let, avšak na 5letém vývoji vidíme rozdílné tendence v načasování emise.

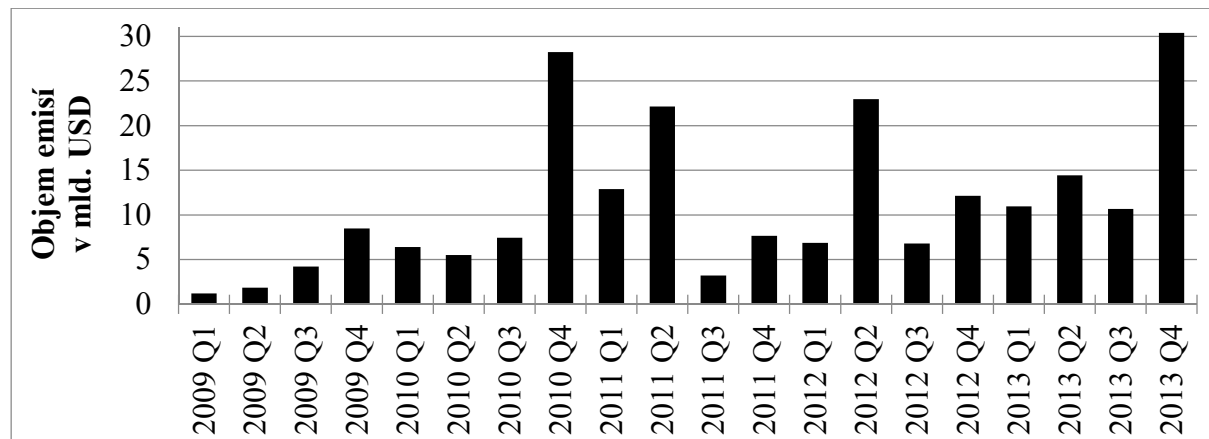
Obr. 1: Počet *IPO* v letech 2009 až 2013



Zdroj: Zephyr (2014), vlastní zpracování.

Zatímco v letech 2009, 2010 a 2013 převládají z hlediska upsaného kapitálu emise v posledním čtvrtletí kalendářního roku, v letech 2011 a 2012 vedou emise v období zveřejňování výročních zpráv, tedy ve druhém čtvrtletí, kdy bylo upsáno téměř 50 % ročního objemu emitovaného kapitálu.

Obr. 2: Objem emisí IPO v letech 2009 až 2013



Zdroj: Zephyr (2014), vlastní zpracování

Z výše uvedeného rozboru je patrné, že výkyvy v načasování IPO spojené s kvartálními daty jsou patrné zejména na objemu upsaného kapitálu.

Podhodnocení emisního kurzu

Podhodnocení emisního kurzu je zpravidla definované jako procentuelní rozdíl mezi závěrečnou cenou prvních dní obchodování a nabídkovou cenou *IPO*. Při analýze podhodnocení budeme podhodnocení kalkulovat jako procentuelní rozdíl uzavíracího kurzu druhého dne obchodování s příslušnou akcií a nabídkové ceny z *IPO*. Z hlediska takto zvolené metodiky jsme určili průměrné podhodnocení 702 společností, které uskutečnily svou *IPO* na *NASDAQ*, *NYSE* a *LSE* v letech 2009 až 2013 na úrovni 28 %. Z hlediska jednotlivých čtvrtletí je patrná sezónnost podhodnocení, avšak také skutečnost, že větší emise se prokazují menším podhodnocením. Vážený průměr objemem emise ovlivnil průměrnou hodnotu podhodnocení v daných letech o 17 p. b. Vážené podhodnocení je na úrovni 11 % a nejnižších hodnot dosahuje ve druhém kvartálu příslušných let. Společnosti emitující akcie po zveřejnění výročních zpráv tedy dosahovaly nižších nepřímých nákladů emise, než tomu tak bylo u společností, které emitovaly své akcie na konci kalendářních let. Tomuto trendu pak odpovídají i průměrná data v příslušných letech, kdy v roce 2010 a 2013 dosahuje průměrné podhodnocení úrovně 15 resp. 16 %, jelikož převládají společnosti s emisí načasovanou na konci kalendářního roku.

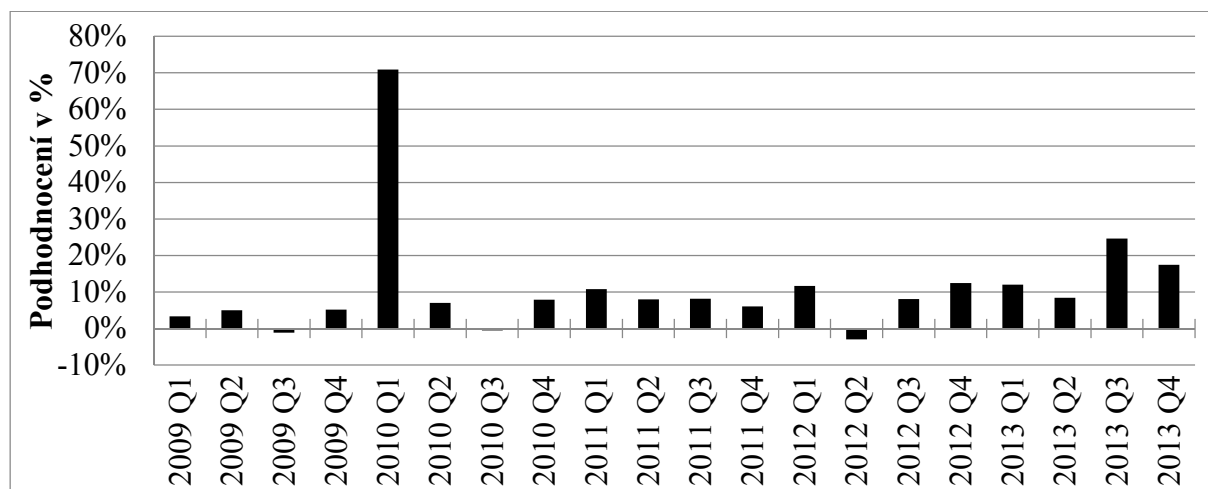
Tab. 3: Přehled podhodnocení emisního kurzu IPO v letech 2009 až 2013

Období	Průměrné podhodnocení	Průměrné podhodnocení (vážené)	Průměrný objem emise
Q1	82 %	21 %	279 877
Q2	17 %	4 %	376 054
Q3	13 %	10 %	204 641
Q4	14 %	11 %	379 323
Celkem	28 %	11 %	319 771

Zdroj: Zephyr (2014), vlastní zpracování.

Z hlediska asymetrie informací jsme v předpokladech pro testování stanovili, že při nižší asymetrii informací budou společnosti podstupovat nižší nepřímé náklady emise v podobě podhodnocení emisního kurzu. Dle uvedených dat v Tab. 3, tento předpoklad potvrzujeme. Extrémně vysoké podhodnocení nevážené objemem emise v prvním čtvrtletí je značně ovlivněno výchytkou v podhodnocení společností vstupujících v prvních čtvrtletí roku 2010 na *LSE*, tyto společnosti byly však spíše menší emitenti. Vyšší míra podhodnocení v tomto období je však potvrzena i na *NASDAQ*. Vývoj míry podhodnocení v jednotlivých čtvrtletích daných let je uveden níže na obrázku 3. Znatelně nižší míru podhodnocení po zveřejnění výročních zpráv je patrné zejména v letech 2012 a 2013.

Obr. 3: Podhodnocení emisního kurzu IPO v letech 2009 až 2013



Zdroj: Zephyr (2014), vlastní zpracování.

Nižší výkonnost akcií po *IPO*

Nižší výkonnost akcií po *IPO* byla deklarována v literatuře jako druhý fenomén spojený s *IPO*. V naší analýze využijeme výkonnost krátkodobou po *IPO* a to výkonnost akcií po jednom týdnu obchodování a po jednom měsíci obchodování s akciemi na veřejném trhu. Výkonnost porovnáваме se zvoleným reprezentativním indexem, který jsme v našem případě zvolili jako reprezentativní index burzy *NASDAQ 100*. Indexy nebudeme dále členit, pro úplnost jen uvádíme, že korelace mezi vývojem jednotlivých indexů (např. s *S&P 500*) se blíží jedné. Jako výchozí úroveň pro měření výkonnosti použijeme uzavírací kurz z druhého dne obchodování s danou akcií.

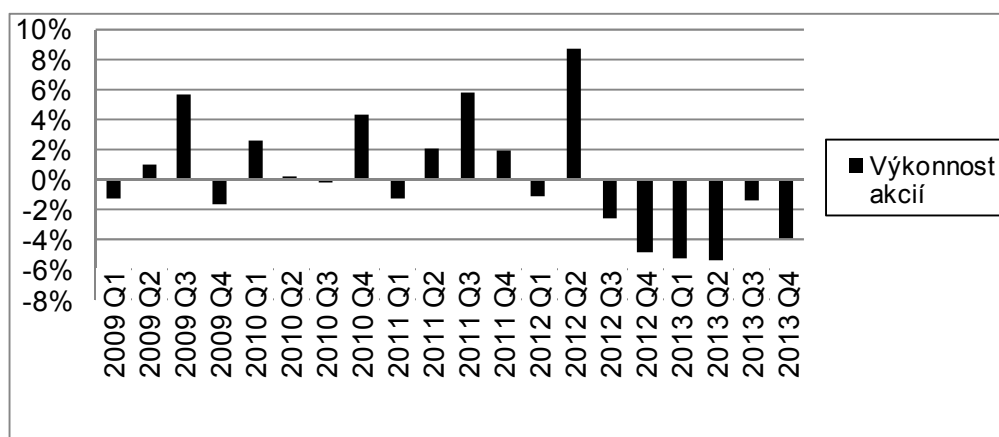
Pro každou společnost a její kurzy akcií jsme přiřadili odpovídající výkonnosti indexu *NASDAQ 100*. Pokud takto zkonstruované výkonnosti porovnáваме, zjistíme, že společnosti jsou v průměru o 1,3 p. b. lépe výkonné než index při prostém průměru měsíčních výkonností, při použití vážení objemem emise nižší výkonnost v celém vzorku klesla na 0,2 p. b. za index. Z hlediska rozdělení *IPO* v jednotlivých čtvrtletích jsme v původních předpokladech očekávali, že *IPO* v období zveřejňování výročních zpráv nebudou vykazovat významnou nižší výkonnost. Pokud se však zaměříme právě na data společností vstupující na burzu v druhém čtvrtletí let, vidíme, že právě tyto společnosti jsou významně vychýleny k nižší výkonnosti. Vypočtené hodnoty jsou shrnuty v Tab. 4, kde kladné hodnoty znamenají horší výkonnost oproti reprezentativnímu indexu a záporné lepší výkonnost.

Tab. 4: Přehled nižší výkonnosti akcií po IPO z let 2009 až 2013

Období	Počet IPO	Výkonnost (týden)	Výkonnost vážená (týden)	Výkonnost (měsíc)	Výkonnost vážená (měsíc)
Q1	137	1,0 p. b.	-0,8 p. b.	-0,5 p. b.	-1,7 p. b.
Q2	178	0,3 p. b.	1,9 p. b.	-0,5 p. b.	2,5 p. b.
Q3	158	-0,8 p. b.	0,0 p. b.	-0,6 p. b.	0,3 p. b.
Q4	229	-0,4 p. b.	0,0 p. b.	-2,8 p. b.	-0,7 p. b.
Celkem	702	0,0 p. b.	0,4 p. b.	-1,3 p. b.	0,2 p. b.

Zdroj: Zephyr (2014), vlastní zpracování.

Pokud se zaměříme na roční data výkonnosti společností, zjistíme, že obrat v nižší výkonnosti nastává až v roce 2013, kdy jsou ve váženém průměru lépe výkonné než index. V roce 2013 bylo dosaženo průměrně lepší výkonnosti o 4,1 p. b. u nově kotovaných společností. V druhém kvartále roku byla dokumentována lepší výkonnost o 5,4 p. b. a ve čtvrtém kvartále byla dokumentována lepší výkonnost o 3,9 p. b. Obrázek 4 umístěný níže pak podává přehled výkonnosti společností v jednotlivých letech. Výkonnost vzhledem k indexu je v jednotlivých letech značně rozkolísaná a např. zejména v roce 2012 je nižší výkonnost akcií ve druhém kvartálu roku způsobená zejména emisí společnosti Facebook, Inc. Facebook zaznamenal pokles ceny o téměř 8 %, zatímco ve stejném období index *NASDAQ 100* rostl o téměř 5 %. Emise Facebooku navíc byla druhou největší z celého analyzovaného vzorku společností, co se do objemu upsaného kapitálu týče. A právě tato konkrétní emise byla analytiky označována jakožto značně ovlivněná asymetrickou informací, kdy byly zpochybňovány i některé základní ukazatele zveřejněné v prospektu emise, který je základním informačním zdrojem pro investory.

Obr. 4: Nižší výkonnost akcií měsíc po IPO z let 2009 až 2013

Zdroj: Zephyr (2014), vlastní zpracování

Závěr

Zaměřili jsme se na asymetrii informací při vstupu podniku na veřejný kapitálový trh. V této problematice jsme vyšetřili okruh načasování *IPO*, podhodnocení emisního kurzu a nižší výkonnosti akcií z veřejné nabídky. Při analýze jsme využili zejména srovnání trendů a základní komparace. Při načasování *IPO* nacházíme sezónnost, která kulminuje ve druhém a čtvrtém čtvrtletí příslušných kalendářních roků. V těchto termínech také na burzy vstupují společnosti upisující znatelně vyšší objemy kapitálu. Z hlediska načasování a asymetrie

informací jsme potvrdili, že společnosti vstupující na burzu v období zveřejňování výročních zpráv vykazují nižší podhodnocení emisního kurzu a toto období lze považovat za období nižší informační asymetrie. Na druhé straně jsme však zjistili, že tyto společnosti trpěly nižší výkonností akcií v horizontu jednoho měsíce po *IPO*, což je v rozporu s naším základním předpokladem. Zde udáváme, že závěry z nižší výkonnosti akcií byly ovlivněny zejména ve zmíněném období obří emisí společnosti Facebook, Inc., která byla považována ve své době jako velmi neprůhledná a pro investory potencionálně nebezpečná z hlediska asymetrie informací.

Omezení provedené analýzy dat a další výzkum

Analýza asymetrie informací, stejně tak ale i jako například spekulace, bývá zpravidla napadána za značnou subjektivitu při tvorbě předpokladů pro analýzu dat. I tomuto článku lze namítat, že vztahy, které byly deklarovány zejména na popisu vývoje a stavu *IPO* a jeho veličin, mohou být vyloženy i z jiného úhlu pohledu a že deklarované nižší podhodnocení emisního kurzu při *IPO* po zveřejnění výročních zpráv nemusí být nutně příčinou nižší asymetrie informací. K tomuto dodáváme, že vzorek společností nebyl volen tendenčně a vztahy byly stanoveny předem před konstrukcí výsledků na základě studia jednak projevu asymetrie informací na trzích a jednak charakteristik *IPO*.

Z hlediska statisticko-matematického aparátu je zjevné, že při rozšíření zkoumaného vzorku bude možné výše popsané vztahy nejen komparovat dle základních komparačních a popisných metod, ale bude možno vztahy lépe odborně popsat pomocí statických vztahů a testování hypotéz.

V případě nižší výkonnosti po *IPO* shledáváme jako největší slabinu provedené analýzy srovnání jen v krátkodobém horizontu po *IPO*. Nižší výkonnost, jak uvádí např. Jančíková (2010), je v prvních měsících po *IPO* ovlivněna mnoha restrikcemi, které udává regulátor či které jsou předepsány v prospektu emise. Nižší výkonnost pak kulminuje zejména v horizontu tří let od *IPO*.

Je zřejmé, že daná oblast poskytuje spoustu dalších otázek a možných oblastí návazného výzkumu. Jednak lze zapracovat na robustnějším vzorku dat a také metodicky správnějším výpočtu nižší výkonnosti akcií. Také se však lze více zaměřit na samotné příčiny vzniku a vývoje asymetrie informací na trzích, kde jako jednu z možných oblastí zájmu spatřujeme ve vazbě asymetrie informací a regulaci a standardizaci regulace na kapitálových trzích. Z hlediska samotného vývoje *IPO* a jeho charakteristik je vhodné se zaměřit zejména na fundamentální veličiny ovlivňující jejich vývoj, kterými jsou bezesporu *HDP* či investiční pobídky.

Literatura

- [1] Akerlof, G. A. (1970): *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. Quarterly Journal of Economics, 1970, roč. 84, č. 3, s. 488-500.
- [2] Akerlof, G. A. (1982): *Labor Contracts as Partial Gift Exchange*. Quarterly Journal of Economics, 1982, roč. 97, č. 4, s. 443-569.
- [3] Akerlof, G. A. (1984): *An Economic Theorist's Book of Tales*. Cambridge, Cambridge University Press, 1984.
- [4] Blahová, N. (2006): *Integrace regulace a dohledu finančního trhu*. In: Jedlička, P. (ed.): *Hradecké ekonomické dny 2006. Podnikání a rozvoj regionu*. Hradec Králové, Univerzita Hradec Králové, 2006, s. 43-48.

- [5] Bureau Van Dijk: *Databáze Zephyr [elektronický zdroj]*. Elektronická databáze. Brussels, Bureau Van Dijk, 2014.
- [6] Ducháčková, E. – Daňhel, J. (2006): *Dopady kvalitativních změn v charakteru rizik na problém asymetrie informace na pojistných trzích*. Český finanční a účetní časopis, 2006, roč. 1, č. 1, s. 150-162.
- [7] Janda, K. (1994): *Pojištění vkladů a morální hazard*. Finance a úvěr, 1994, roč. 44, č. 10, s. 550-555.
- [8] Janičková, M. (2010): *Anomálie spojené s IPO – studie na německém trhu*. Praha, Vysoká škola ekonomická, 2010, bakalářská práce.
- [9] Janičková, M. (2012): *IPO – od technologické bubliny až po Facebook*. Praha, Vysoká škola ekonomická, 2012, diplomová práce.
- [10] Lucas, D. J. – McDonald, R. L. (1990): *Equity Issues and Stock Price Dynamics*. Journal of Finance, 1990, roč. 45, č. 4, s. 1019-1043.
- [11] Marek, P. (2007): *Vliv teorie zastoupení na teorii podnikových financí*. Český finanční a účetní časopis, 2007, roč. 2, č. 2, str. 6-16.
- [12] Nývtová, R. (2008): *Potřeba regulace kapitálového trhu vyplývající z konfliktu zájmů mezi vlastníky a manažery podniků*. In: Neckář, J. (ed.): *Dny práva – 2008*. Brno, Masarykova Univerzita, s. 246-252, 2008.
- [13] Ritter, J. R. (2014): *Initial Public Offering: Updated Statistics*. [online], Warrington, University of Florida, c2014 [cit.: 3. 9. 2014], <<http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/IPOs2013Statistics.pdf>>.
- [14] Ritter, J. R. – Welch, I. (2002): *A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations*. [online], Cambridge, Yale ICF Working Paper, c2002. [cit.: 3. 9. 2014], <<http://www.nber.org/papers/w8805.pdf>>.
- [15] Spence, M. A. (1979): *Investment, Strategy and Growth in a New Market*. Bell Journal of Economics, 1979, roč. 10, č. 1, s. 1-19.
- [16] Spence, M. A. (1974): *Market Signaling. Informational Transfer in Hiring and Related Processes*. Cambridge, Harvard University Press, 1974.
- [17] Stiglitz, J. E. (1994): *Wither socialism?* Cambridge, MIT Press, 1994.
- [18] Stiglitz, J. E. (1997): *Principles of Microeconomics*. New York, W. W. Norton, 1997.
- [19] Soukupová, J. – Hořejší, B. – Macáková, L. – Soukup, J. (1999): *Mikroekonomie*. Praha, Management Press, 1999.
- [20] World Federation of Exchanges (2014): *2013 WFE Market Highlights*. [on-line], London, WFE, c2014 [cit.: 1. 6. 2014], <http://www.world-exchanges.org/files/2013_WFE_Market_Highlights.pdf>.
- [21] Zephyr (2014): *Zephyr – Comprehensive M&A Data with Integrated Detailed Company Information*. [elektronická databáze], Brussels, Bureau van Dijk, c2014.

Asymetrická informace při primárních emisích akcií

Monika Janičíková

ABSTRAKT

Asymetrické informace patří mezi jednu z forem tržního selhání, která vede k nedokonalosti na trhu a k selhávání jeho efektivity. Na kapitálovém trhu se s notnou dávkou informační asymetrie můžeme setkat již při samotném vstupu společnosti na veřejný kapitálový trh, tedy při primárních emisích akcií (*IPO*). Při *IPO* může docházet k situacím, kdy více informovaná strana emitující společnosti zneužije svého postavení vzhledem k potenciálním investorům. Informační asymetrie pak může být identifikována jednak při samotném načasování *IPO*, zkoumána pak může být prostřednictvím efektů podhodnocení emisního kurzu a nižší výkonnosti akcií z primární emise. Následující článek se bude zabývat projevem informační asymetrie při načasování vstupu na burzu, signalizačním efektem při samotné emisi a také nižší výkonností akcií z *IPO*.

Klíčová slova: Informační asymetrie, Podhodnocení emisního kurzu, Dlouhodobě nižší výkonnost.

Asymmetric information within Initial Public Offerings

ABSTRACT

Asymmetric information is a part of market failure. It leads to market imperfections and inefficiency of economic markets. We can meet serious asymmetric information in initial public offerings when companies go public. In *IPO* process, better-informed party can take an advantage considering new potential investors. Asymmetric information could be identified in *IPO* timing decisions and we can analyze it by effects on underpricing and underperformance factors. This study deals with asymmetric information's influence on *IPO* timing, signaling in *IPO* and underperformance of *IPO*.

JEL classification: G32

Key words: Asymmetric Information, Underpricing, Long-run Underperformance.