

OTDK-dolgozat

2024

**SZEGEDI TUDOMÁNYEGYETEM
GAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR**



**AZ ELSŐDLEGES NYILVÁNOS RÉSZVÉNYKIBOCSÁTÁSOK
ALULÁRAZÓDÁSA ÉS ANNAK VIZSGÁLATA MAGYARORSZÁGON**

**INVESTIGATION OF THE UNDERPRICINGS OF INITIAL PUBLIC
OFFERINGS: EVIDENCE FROM HUNGARY**

Schmid Krisztián József

Konzulens: Dr. Kosztópulosz Andreász

KÉZIRAT LEZÁRÁSÁNAK DÁTUMA: 2024.11.01.

TARTALOMJEGYZÉK

Bevezetés	3
1. Elsődleges nyilvános kibocsátások áttekintése	5
1.1. Az IPO részvények a kibocsátók szemszögéből	5
1.2. Az IPO részvények a befektetők szemszögéből.....	8
2. IPO részvények árazása és teljesítménye.....	19
2.1. Vállalatértékelés az IPO során	19
2.2. A fix áras ajánlat és a könyvépítés folyamata.....	22
2.3. Az aukciós forgalomba hozatal folyamata	25
2.4. Az IPO részvények teljesítménye rövid távon	26
2.5. Az IPO részvények teljesítménye hosszú távon	30
3. Az IPO részvények alulárazódásának okai	33
3.1. Az információs aszimmetrián alapuló magyarázatok.....	34
3.2. Intézményi elméletek.....	39
3.3. Részvénytársasági kontroll elméletei	40
3.4. Viselkedési pénzügyek elméletein alapuló magyarázatok	42
4. Magyar tőzsdei bevezetések vizsgálata	45
4.1. Az alulárazódást befolyásoló tényezők	45
4.2. Az eddigi magyar tőzsdei bevezetések bemutatása	48
4.3. Módszertan és az adatbázis bemutatása.....	50
4.4. Esettanulmány elemzések	52
4.5. Következtetések	58
Összefoglalás.....	60
Felhasznált irodalom és források jegyzéke	62
Mellékletek.....	66

Táblázat- és ábrajegyzék

Táblázatjegyzék:

1. táblázat A kisbefektetők és intézményi befektetők összehasonlítása..... 13
2. táblázat Alkalmazott vállalatértékelési módszerek 21
3. táblázat Az IPO alulárazódás átlagos mértéke az EU-n kívüli főbb országokban 29
4. táblázat Az IPO részvények alulárazódását befolyásoló tényezők **.Hiba! A könyvjelző nem létezik.**
5. táblázat Magyarázó változók rövidítései, mérési szintjei és mérési módszerei 50

Ábrajegyzék:

1. ábra Az IPO részvények a kibocsátók szemszögéből 7
2. ábra A pénzügyi közvetítő rendszer sematikus ábrája 10
3. ábra Az általános és IPO részvények összevetése..... 17
4. ábra IPO részvények elhelyezkedése a pénzügyi eszközök között 18
5. ábra Alulárazódás átlagos mértéke az egyes EU-s tagállamokban (Adatok %-ban) 27
6. ábra Az IPO-k száma és az alulárazódás átlagos mértéke Németországban (1990-2023)... 28
7. ábra Az IPO-k száma és az alulárazódás átlagos mértéke Franciaországban (1990-2023) . 28
8. ábra Külső finanszírozási formák közvetlen költségei a tranzakció méretek %-ában 29
9. ábra Az IPO részvények alulárazódásának elméleti megközelítései 33
10. ábra Tőzsdei bevezetések számának alakulása a BÉT-en 1990 és 2024 között..... 48
11. ábra Az elmúlt 20 év IPO-i a Budapesti Értéktőzsdén..... 53
12. ábra Magyar IPO részvények alulárazódásának potenciális tényezői..... 59

BEVEZETÉS

A pénzügy és számvitel alapszakos szakdolgozati kutatásom során alaposan sikerült beleásnom magamat a vállalatok tőzsdei finanszírozásával kapcsolatos problémákba, valamint a tőzsdei bevezetés folyamatába. Számos esetben figyeltem meg magyar és külföldi (különösen németországi és amerikai egyesült államokbeli) tőzsdei bevezetéseket, néhol sikersztorinak, olykor kudarnak ítélve. Az alapszakos kutatásom, illetőleg a saját megfigyeléseim alapján empirikusan észleltem egy, a pénzügyi szakirodalomban is sokszor vitatott jelenséget, mégpedig a tőzsdékre legelőször kibocsátott részvények félreárazódását, kiváltképpen azok alulárazódását. Önmagában ezen részvények alulárazódása jelentős következményekkel jár a tőkepiaci szereplőkre, főleg a tőzsdén újonnan bevezetésre kerülő vállalatok, a kibocsátók, illetve az ezen vállalatokba elsőként befektető új potenciális tulajdonosok befektetéseire.

Következésképp a tudományos dolgozatom témája maga az elsődleges nyilvános részvénykibocsátások során megjelenő alulárazódási probléma, illetve annak megfigyelése különösen Magyarországon. A téma aktualitását tekintve elmondható, hogy a hazai tőkepiacon a BÉT XTend piac már lassan hét éve elég jó hírnévnek örvend, illetőleg növekszik Magyarországon a tőzsdei jelenlét előnyeit élvezni hajlandó és képes vállalatok száma. Számottevő pozitívumot találnak a tőzsdei finanszírozásban és a szabályozott tőzsdei, valamint értékpapírpiacon jelenlétben. Ennek egyik fő oka az, hogy a bankszettortól elérhető adósság típusú források, kiváltképpen a banki hitelek ár és nem ár jellegű feltételei egyaránt szigorodtak az elmúlt évben.¹

Célja a kutatásomnak nem más, minthogy felfedjem azokat a potenciális okokat, amelyek miatt megjelenhet az alulárazódás a tőzsdei bevezetések során az elsődlegesen kibocsátott részvényeknél, illetőleg további szándékomban áll bemutatni azt, hogy az alulárazódásnak milyen és mekkora jelentősége van a tőzsdei kibocsátók számára. Ennek viszont elsődleges feltétele lenne az, hogy bemutassam, hogyan történhet egy újonnan létrehozott részvényt kibocsátása és forgalomba hozatala. Emellett az úgynevezett IPO részvényeket nem csak a vállalati pénzügyek szempontjából szándékozom alaposan körbejárni, hanem a befektetők szemszögébe is betekintést akarok nyújtani. A tőkepiac két főbb szereplőjét összekötő befektetési vállalkozásokra és forgalmazókra is kitérek. A szakirodalmi áttekintést és a fogalmi tisztázást soron követi a kutatásomban az IPO részvények alulárazódásának vizsgálatának módszertani bemutatása, illetőleg annak tényleges vizsgálata a Budapesti Értéktőzsdén 2000-es évek eleje óta jegyzett vállalatok példáit figyelembe véve. Választ szeretnék kapni arra a

¹ <https://www.mnb.hu/penzugyi-stabilitas/publikaciok-tanulmanyok/hitelezesi-felmeres>

kérdésre a kutatásom elvégzését követően, hogy: „melyek azok a tényezők, amelyek befolyásolják az alulárazódás nagyságát a magyar tőzsdei vállalatok körében?”. És nem utolsósorban a dolgozatomnak kettős burkolt célja is van. Egyrészt közérthető formában szándékozom elősegíteni azon társaságoknak finanszírozási döntéseit, amelyeknek a menedzsmentjében és tulajdonosi körében már megfogalmazódott a tőzsdei jelenlét és a részvénykibocsátás. Másrészt egyfajta összefoglalót is szeretnék nyújtani a befektetők számára az IPO részvények kockázatáról, valamint azok árazódása mögött rejlő folyamatokról.

A tudományos munkámat az IPO részvények tisztázásával, illetőleg a kibocsátói és befektetői oldal kifejtésével kezdem, hiszen meggyőződésem, hogy a téma jelentőségének bemutatásához ez elengedhetetlen. A kutatásom következő nagyobb részét képezi az IPO részvények teljesítményének vizsgálata rövid, illetve hosszú távon nemzetközi kitekintésben, majd ezután kerül kifejtésre az IPO részvények alulárazódásának lehetséges okai. Ehhez köthetően említem meg, hogy a dolgozatom kulcsfontosságú forrásainak szerzői közé tartozik Jay R. Ritter, a Floridai Egyetem oktatója, aki már több éve foglalkozik IPO-k adatgyűjtésével és elemzésével, illetőleg Kecskés András és Halász Vendel, akik jelentőségteljes munkákat adtak ki a kezükből a magyar pénzügyi jogtudományában azért, hogy a tőzsdei vállalatok működésében eligazítsák az érdeklődő szakembereket. Az elsődleges részvénykibocsátások alulárazásának lehetséges okait figyelembe véve összegyűjtöm, hogy mely kvantitatív vállalati és IPO tranzakció specifikus tulajdonságok játszhatnak szerepet az alulárazódás kialakulásában. Az elméleti áttekintést követően pedig az alulárazódás mértékét befolyásoló tényezőkre igyekszek rámutatni egy összehasonlító esettanulmány elemzés keretében a BÉT-re 2004 óta bevezetett olyan társaságok körében, amelyek részvényt is bocsátottak ki az IPO során.

1. ELSŐDLEGES NYILVÁNOS KIBOCSÁTÁSOK ÁTTEKINTÉSE

Az elsődleges nyilvános részvénykibocsátások természetének és azok árazását érintő területek megvilágításához minden kétséget kizáró módon tisztázni kell azon alapfogalmakat, összefüggéseket, amelyek a kibocsátók és a befektetők szemszögéből ragadhatóak meg. Az elsődleges nyilvános kibocsátások a tőzsdei bevezetésekhez köthetőek. Mivel a pénzügyi szakirodalomban, illetőleg a pénzügyi szaksajtókban is IPO-ként neveznek meg a szakemberek mindennemű tőzsdei bevezetést, függetlenül attól, hogy az járt-e új részvények kibocsátásával vagy sem, ezért ezen tudományos munkám legelején már letisztázom, hogy a klasszikus értelemben vett IPO nem más, mint tulajdonképpen a már meglévő részvények, valamint a tőkeemelés gyanánt újonnan kibocsátott részvények együttes tőzsdére történő bevezetése, avagy a részvények elsődleges forgalomba hozatala (Booth 2008, Kecskés et al. 2019). Ennek megfelelően a dolgozatomban alkalmazott IPO részvény kifejezés kimondottan az IPO-k során a tőzsdére bevezetésre kerülő már meglévő és újonnan kibocsátott részvényeket jelenti.

1.1. Az IPO részvények a kibocsátók szemszögéből

A társaságok működése során elengedhetetlen kérdéskörnek számítanak a különböző beruházási, kutatás-fejlesztési és innovációs, illetőleg a későbbiekben akvizíciós projektek. Tulajdonképpen a vállalati pénzügyi döntéseknek ez az egyik legfontosabb aspektusa. A másik pedig értelemszerűen ennek párja, a finanszírozási döntések meghozatala, ugyanis a különböző vállalati-szervezeti tervek megvalósításához és célok eléréséhez, ha nem is csak humán jellegű tőkére, de pénzbeli forrásra is mindenképpen szükség van. Ennek a különböző módok között emelhető ki releváns módon a tulajdonosi tőke, avagy - a számvitel tudományokban inkább használt kifejezéssel élve - a saját tőke bevonása. Berger-Udell (1998) vállalat finanszírozás növekedésciklus-elmélete szerint a tulajdonosi tőke bevonás egyik legmarkánsabb formája a nagyobb méretű és érettebb vállalatoknál a részvénykibocsátás. Tulajdonképpen a tőzsdeérett, a nyilvános és közérdeklődésre számot tartó működésre felkészült vállalatok esetében lehet egyáltalán IPO részvények kibocsátásáról egyáltalán gondolkodni. A tőzsdei jelenlét és a nyilvánosan működő részvénytársasági forma egy olyan státusz a vállalati szférában, amely nem csak a szakma, de személyes véleményem szerint is elengedhetetlen a stratégiai célok megvalósítása érdekében (Draho 2006).

Kecskés et al. (2019) leírásai alapján az IPO részvények kibocsátása során van egy, a reálgazdasági szférában működő vállalkozások számára megkerülhetetlen szereplő, mégpedig a befektetési vállalkozás, avagy a forgalmazó. A befektetési vállalkozások szerepe az IPO részvények kibocsátása kapcsán kettős. Egyrészt a kibocsátó a befektetési vállalkozások által

alkalmazott pénzügyi, jogi és számviteli szakemberekre, illetve tanácsadókra támaszkodva igyekszik a tőzsdére jutni. Geddes (2005) szerint csak a befektetési vállalkozások képesek releváns és elismerendő választ adni a piaci érzéküknek és a tőkepiaci összefüggésekre való rálátásuknak köszönhetően olyan kérdésekben, amely az értékpapír kibocsátásokkal van összefüggésben. Másfelől a befektetési vállalkozások azok, akik az összekötő kapocsként szolgálnak a tőkepiacon jelenlévő keresletet és kínálatot reprezentáló szereplők között. A befektetési vállalkozások tőzsdei bevezetés, illetőleg értékpapírkibocsátás céljából történő megkeresése és megbízása abban az esetben negligálható, hogyha az IPO-t végrehajtani szándékozó társaság a pénzügyi szektorban végzi a tevékenységét és saját megítélésük szerint rendelkeznek azon kapcsolatokkal, speciális szakértelemmel, amelyek szükségesek egy sikeres tőzsdei bevezetéshez. Azonban ezen vállalatok aránya vajmi kevésnek bizonyul nem csak a fejlődő, de a fejlett országokban is. Példának okáért, Magyarországon 2023-as adatok alapján a pénzügyi és biztosítási nemzetgazdasági ághoz sorolható gazdálkodó szervezetek aránya az összes regisztrált vállalkozásokon belül körül-belül 1,5%-ot tett ki.² Ugyanez az arány az USA-ban, amely a nemzetközi tőkeközvetítésben élen járó nemzetgazdaságnak számít, 2021-ben közel 2%-nak tekinthető.³ Még a legfejlettebb tőkepiacokon is elmondható, hogy az IPO kapcsán egyáltalán nem a pénzügyi szektorban működő vállalatokra lehet asszociálni, hanem inkább érdemesebb nemzetközi viszonylatban a technológia intenzív és jelentős kutatási és fejlesztési (továbbiakban K+F) tevékenységet igénylő szektorban tevékenykedő vállalatokra. Ide sorolhatóak például a gyógyszergyártással, biotechnológiával, high-tech elektronikai eszközök gyártásával foglalkozó társaságok (Ritter 2023). Azonban azt mindenképpen fontos kiemelni, hogy a pénzügyi szektorban többnyire a fintech cégek IPO-jára lehet gondolni az elmúlt évek tőzsdei bevezetései alapján (Salerno et al. 2022). Összességében belátható, hogy egy sikeres elsődleges részvénykibocsátás, forrásbevonás és tőzsdei jelenlét megkezdéséhez egy befektetési vállalkozás professzionális vállalati pénzügyi szolgáltatásainak igénybevétele kihagyhatatlan.

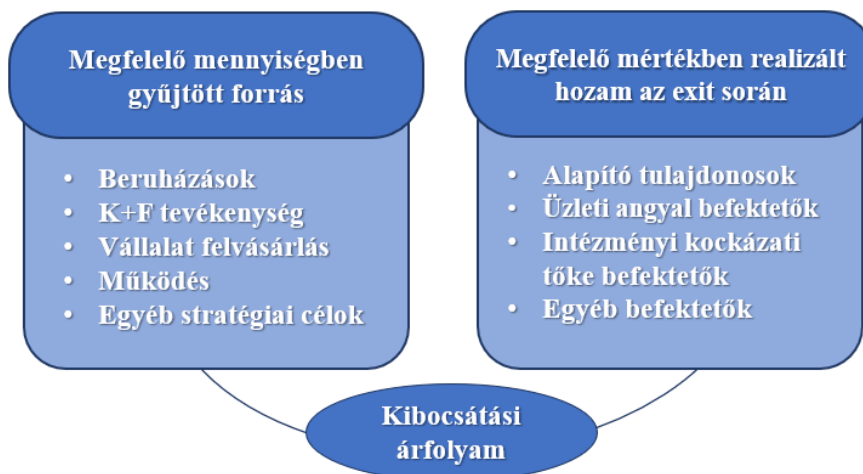
Kérdéses a kibocsátó szemszögéből, hogy milyen is az a sikeres IPO részvénykibocsátás, amelyet szeretne megvalósítani a befektetési vállalkozással együttműködve. Az első nyilvános részvénykibocsátásoknak kibocsátói szempontból alapvetően két fő, ráadásul egymástól nem is annyira független értékpapírpiazi és vállalati pénzügyi aspektusa van. Az IPO-nak egyrészt (és kifejezetten az IPO részvénykibocsátásoknak) funkciója a különböző beruházási, működési, akvizíciós és K+F

² <https://www.ksh.hu/gazdasagi-es-nonprofit-szervezetek>

³ <https://www.census.gov/en.html>

projektek finanszírozása. Másik kiemelendő szerepe a tőzsdei bevezetésnek pedig az, hogy a már meglévő részvények tőzsdére történő bevezetésével lehetősége nyílik a társaság tulajdonosainak értékesíteni a részvényeiket egy szabályozott és likvid értékpapírpiaci környezetben és akár a befektetéseiket diverzifikálni (Honjo 2021, Kecskés et al. 2019). Azon tulajdonosok, amelyek a már nyilvánosan működni kezdő társaságokból történő kiszállásban részt vesznek, azok többnyire az informális és intézményi kockázati tőke-befektetők, valamint az alapító tulajdonosok. Az IPO ezen két fontos rendeltetése mentén megfogalmazható, hogy a kibocsátónak az az érdeke, hogy legalább annyi tulajdonosi tőkét tudjon szerezni az IPO részvények kibocsátásával, mint amennyit igényel a finanszírozandó projekt. Ehhez köthetően pedig adott tőke mennyiséget a legalacsonyabb tőke költség mellett érje, vagy adott tőke költség mellett a legmagasabb értékű részvény típusú tőkét sikerüljön bevonni. Az IPO részvények elsődleges piacon történő értékesítésével elérhető tőke mennyiségének pedig legalapvetőbb tényezője a kibocsátási árfolyam, avagy kibocsátási ár. Ezen túl az exitre képes és hajlandó tulajdonosok szempontjából a kibocsátónak az is érdeke, hogy a társaság részvényei a megfelelő árfolyamon kerüljenek a tőzsdén bevezetésre, amelynek egyetlen jelentős paramétere a kibocsátási árfolyam, amelyen realizálni képesek a tulajdonosok a korábbi befektetéseiket (Kecskés et al. 2019). Tulajdonképpen a finanszírozási és befektetési szemléletből a kibocsátási, vagy ajánlati árfolyam az egyik, ha nem a legfontosabb tényező (1. ábra). Ebből adódóan a befektetési vállalkozás közreműködésével nagyon alapos módon kell megközelíteniük a kibocsátókkal az IPO részvények árazásával kapcsolatos kérdéseket és mivel a befektetési vállalkozásoknak van rálátásuk a piacra, akár annak keresleti, akár annak kínálati oldalára, ők az egyedüli szereplők az IPO tranzakcióban, akik az ár meghatározásában kompetensek tudnak lenni.

1. ábra Az IPO részvények a kibocsátók szemszögéből



Forrás: Geddes (2005) és Kecskés et al. (2019) alapján saját szerkesztés

Geddes (2005) tőzsdei bevezetés folyamatával kapcsolatos részletes leírása szerint a jegyzési árfolyam hatékony és megfelelő kialakításához a tranzakcióban forgalmazói szerepet is betöltő befektetési vállalkozások alapos átvilágítást, úgynevezett due diligence-vizsgálatot végeznek, ugyanis lényegesnek számít a társaság tőzsdei bevezetéséhez minden olyan információ, amely releváns a társaság kockázati tényezőinek feltárásához, illetve a befektetők érdekében törvényi kötelezettséggként előírt kibocsátási tájékoztató, másnéven prospektus elkészítéséhez. Ezek az információk lehetnek akár pénzügyi, számviteli, üzleti vagy társasági jogi vetületűek egyaránt. Az IPO részvények árazásával kapcsolatos módzatokon túl ezek az információk erőteljes alapként szolgálnak a kibocsátási ár meghatározásában. Kecskés et al. (2019) viszont kiemeli, hogy maga a jegyzési árfolyam nem egy befektetési vállalkozás által önkényesen meghatározott tényező az IPO során, hanem az mindig a kibocsátóval történő tárgyalás egyfajta eredményének tekinthető a gyakorlatban.

1.2. Az IPO részvények a befektetők szemszögéből

Általánosságban, ha a befektetők perspektíváját kellene megragadni a befektetések és különböző pénzügyi eszközök kapcsán, akkor mindig kérdéses, hogy az adott befektetés egyes tulajdonságaihoz a befektetők hogyan viszonyulnak és azt hogyan tudják saját maguk értékelni, esetlegesen meghatározni. Magyar (2007) szerint a befektetési döntéseknek négy fő szempontja van. Ezek tételes felsorolásban pedig a befektetés nagyságrendje, a befektetés időtávja (pontosabban annak időpontra vonatkozó lejárata), a befektetés kockázata, illetőleg annak likviditása. A kockázattal összefüggésben viszont semmiképpen sem szabad elhaladni említés nélkül a modern portfólió elmélet egyik, ha nem legalapvetőbb tétele, a kockázat-jövedelem kompromisszum axiómája mellett. A kockázat-jövedelem kompromisszum tétele kimondja, hogy a racionális, tehát alapvetően kockázatelutasító befektetők csakis akkor hajlandóak magasabb kockázatot vállalni, ha a többlet kockázatvállalásukért megfelelő kompenzációban részesülnek. Ezzel teljesen konzisztens módon pedig a modern portfólió elmélet, kiváltképpen a tőkepiaci javak árazásának modellje egyenest állítja, hogy a magasabb hozam elérése érdekében magasabb kockázatot is kell vállalnia a befektetőknek (Bodie et al. 2005). A hozamon és kockázaton túl a befektetőknek további összefüggésekkel is tisztában kell lenniük a befektetési döntés meghozatala során. Például a likviditás és a befektetési időtáv mondhatni kéz a kézben jár. A pénzügyi eszközök esetében a likviditás, más szóval mobilitás, arra ad választ, hogy milyen könnyen lehet tulajdonképpen a jövőbeli pénzre vonatkozó követelést megtestesítő értékpapírt a befektetési időtáv alatt jelenbeli pénzre cserélni. Minél kevésbé likvidnek számít egy adott pénzügyi eszköz, annál magasabb befektetési időtávra kell számítani

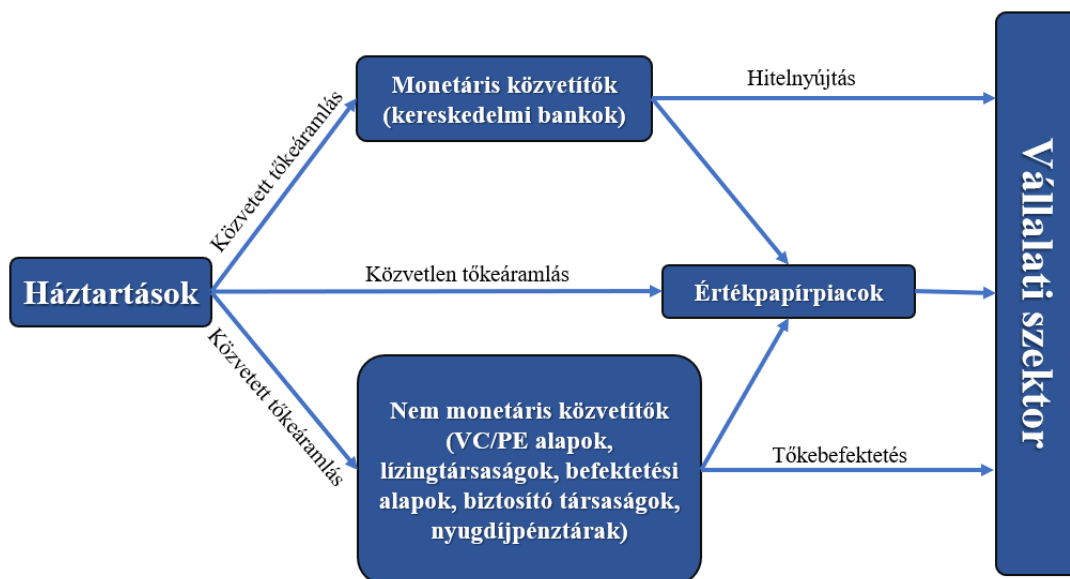
és tervezni, hogyha a későbbiekben az adott befektetést a megfelelő áron szándékozza a befektető realizálni pénz formájában.

A befektetők az egyes szempontokhoz eltérően viszonyulnak, más befektetési összeggel, más időtávra vonatkozó elképzeléssel. Más a kockázathoz való viszonyuk, illetőleg eltérő az is, hogy milyen mértékben hajlandóak lemondani a vagyontartásuk és a megtakarításuk egyik leglikvidebb formájáról: a befektetni szándékozott pénzükről. Ennél már csak az az eltérőbb, hogy milyen nagyságrendben, milyen időtávra, milyen likviditással és kockázati tényezőket képesek felmutatni azon gazdasági szereplők, akiknek szükségük lenne a jelenben a forrásra. Ebből fakadóan a pénzügyi intézményrendszer egyes tagjai különböző transzformációkat hajtanak végre és közvetítik a tőkét a tőkepiac kereslete és kínálata között. Tulajdonképpen a pénzügyi intézményrendszer a gazdaságban a javak különböző időpontokban történő elosztásának, avagy az intertemporális allokációnak legfontosabb alapja. Vigvári (2008) szerint megkülönböztethetünk közvetett és közvetlen tőkeáramlást. A közvetlen tőkeáramlás színtere maga az értékpapírpiac, míg a közvetett tőkeáramlás monetáris közvetítő intézményei a kereskedelmi bankok, azonban vannak még mellettük más, nem monetáris tőkeközvetítést végző gazdálkodó szervezetek, mint például a befektetési bankok, kockázati tőke-társaságok, lízingtársaságok, befektetési alapok, különböző biztosító társaságok és nyugdíjpénztárak. Ezek a tőkeközvetítő intézmények a háztartási szektor megtakarításait összegyűjtve juttatják el a forrásokat az azt felhasználni szándékozó gazdasági szereplők felé, többnyire a magánszektor másik szereplőjéhez, a vállalatokhoz.⁴ Nagyon lesarkítva úgy lehetne ezt felvázolni, hogy a háztartási szektor befektet a pénzügyi intézményekbe a saját igényeiknek megfelelő módon (bankbetétek, befektetési jegyek, nyugdíjjáradék fizetés, biztosítási díjak, értékpapírvásárlások nyomán), hogy majd az a pénzügyi intézmény befektessen egy olyan társaságba, amelynek szüksége van addicionális forrásokra a különböző szervezeti céljainak eléréséhez (2. ábra). A források továbbításában egyedül a kereskedelmi bankoknak van lehetőségük hitel nyújtására a megfelelő likviditási és speciális banki kockázatok kezelése mellett, ugyanis törvényi szabályozás van arra vonatkozóan, hogy a kereskedelmi bankok végezhetnek betétgyűjtési és hitelezési tevékenységet. Azonban azt fontos megjegyezni, hogy a kereskedelmi bankok mérlegében is szerepelhetnek különböző értékpapírok. Ezzel szemben a nem monetáris közvetítőkről az mondható el, hogy jobbra az értékpapírpiacra keresztül történő

⁴ Fontos kiemelni, hogy a források keresletét és kínálatát egyaránt képviselheti a háztartási, a vállalati és költségvetési szektor is.

értékpapírvásárlás, illetve a kockázati-tőke befektetés marad opcióként, hogyha a forrásokat továbbítani szeretnék a megtakarításokat felhasználó gazdasági szereplők számára.

2. ábra A pénzügyi közvetítő rendszer sematikus ábrája



Forrás: Vigvári (2008) alapján saját szerkesztés

A pénzügyi közvetítőrendszer ilyesformában történő csoportosítására azért van szükség, mert ez teljes mértékben megmagyarázza a befektetői halmaz kétfelé történő bontását az értékpapírok piacán. Kecskés et al. (2019) alapján a befektetőknek két főbb csoportja létezik, mégpedig kisbefektetők, valamint az intézményi befektetők. Bujtár (2016) úgy jellemzi a kisbefektetőket vagy lakossági befektetőket, mint többnyire azon magánszemélyként befektető ügyfeleket, akik kisebb megtakarítási összeggel rendelkeznek, és nem birtokolnak magas szintű befektetési elméleti tudást, illetőleg nagyon szerteágazó és professzionális tapasztalattal sem rendelkeznek pénz és tőkepiacon. Ezzel szemben az intézményi befektetők más megtakarítók befektetésével kizárólagos tevékenységet folytató gazdasági társaságok. Az intézményi befektetők lényegében azok a pénzügyi vállalatok, amelyek a nem monetáris tőkeközvetítés szereplőinek tekinthetők. Tehát a befektetési alapokra, a nyugdíjalapokra, a nyugdíjpénztárakra, a különböző biztosító társaságokra lehet elsődlegesen gondolni, hogyha intézményi befektetőkről van szó. A fogalmi meghatározásban már észre lehet venni egy elég éles különbséget a két befektetői halmaz között, mégpedig abban a tekintetben, hogy kinek a megtakarításának kezeléséről van szó. A kisbefektetők magánszemélyként a saját megtakarításaikat kezelik, pénzügyi döntéseiket közvetlenül ők hozzák meg és ők választják meg, hogy mely gazdálkodó szervezet által kibocsátott értékpapírokba fektetnek be a brókercégek és befektetési vállalkozások közreműködésével annak érdekében, hogy lehetőleg

az inflációt meghaladó módon a jövőben egyfajta többletfogyasztást tudjanak realizálni (Varian 2012). Az intézményi befektetők viszont ettől eltérően – inkább a kisbefektetők dolgát megkönnyíteni szándékozó módon – más gazdasági szereplők megtakarításai felett rendelkeznek és kezelik azokat egy előre meghatározott befektetési cél és szabályrendszerek mellett. Tevékenységük során felhasználásra kerül az a fajta piaci rálátás, az a szakavatott pénzügyi és üzleti ismeret halmaz, valamint azon szakmai tapasztalatok és eszközök, amelyek segítségével lehetőleg prudens módon és hatékonyan tudnak befektetési döntéseket hozni az intézményi befektetőket megbízó szereplők részére. Ám az intézményi befektetők a tevékenységeik végzéséért attól függően, hogy milyen típusú befektetési célnak megfelelően kezelnek megtakarításokat, valamilyen ellenszolgáltatásban részesülnek.

Következő eltérés a két befektetői halmazban a kezelt megtakarítás nagyságrendje. A kisbefektetők által saját maguk érdekében és kockázatukra kezelt befektetések nagyságrendje összességében maximum 100 millió forint Magyarországon, de fejlettebb tőkepiaci környezetben ez az összeg elérheti az egy milliárd forintot is, mint például az Amerikai Egyesült Államokban. Az intézményi befektetők által kezelt megtakarítások nagysága pedig a több milliárd forintos értékeket minden bizonnyal eléri (Bujtár 2016). Ezen túl különbséget lehet tenni az intézményi befektetők és kisbefektetők között az értékpapírokra tett jegyzés és kötés nagyságára vonatkozóan. Az intézményi befektetők az értékpapírpiacon jelentős mértékű pozíciókat tartanak fent, míg egy kisbefektető által megnyitott vagy zárt pozíciók mérete elenyészőnek tekinthető. Ennek pedig több következménye is van a piacra gyakorolt hatás és a méretgazdaságosság szempontjából. Utóbbi szempontot először figyelembe véve elmondható, hogy az értékpapírkereskedelem fix tranzakciós költségei miatt a nagyobb a nagy méretű pozíciók nyitása és lezárása sokkal inkább gazdaságosabb, így az intézményi befektetők ebből a szempontból előnyösebb befektetőknek számítanak.

A piacra alapvetően az intézményi befektetőknek van óriási hatásuk, hiszen nagy tranzakciós méretek és gyakori értékpapír adás-vételek meglehetősen nagy mozgásokat képesek az értékpapírok árfolyamában előidézni. A kisbefektetők ezzel ellentétben egyenként jóval kisebb tranzakciós mérettel kötnek vételi vagy eladási ügyleteket, sőt az intézményi befektetőkhez viszonyítva a brókercégek megbízási gyakorisága is sokkal kevesebbnek bizonyul. Ezekből következtethető ki, hogy egyetlen kisbefektető piacra gyakorolt hatása meglehetősen elenyészőnek számít. A piacra gyakorolt hatás kapcsán viszont nem lehet kihagyni a gyakorlati pénzügyekben is sokszor tapasztalt szociálpszichológiai jelenséget, mégpedig a kisbefektetők csorda szerű viselkedését. Maga a csordaviselkedés akkor tapasztalható, amikor az egyén saját elképzeléseit félresöpörve egy csoportot követ és inkább

mellőzi a saját álláspontját a követett csoport gondolkodása, érzése, érzelme és cselekedete javára. Lényegében a csordaszellem maga az egyéni döntésről való lemondás a csoportos döntések és tevékenységek javára, függetlenül attól, hogy az racionális vagy irracionális (Alhabri-Hamid 2024). Az értékpapírpiacokon ez a jelenség úgy fogható meg a legérhetőbb módon, hogy az egyéni kisbefektető figyelmen kívül hagyja az adott értékpapír árfolyamában bekövetkező változásokat, kiváltképpen azok fundamentumaival kapcsolatos összefüggéseket és inkább a többségi döntésnek megfelelően cselekszik ugyanazon kisbefektetőkkel együttesen, akik hajlamosak más befektetők döntéseit követni már-már csapat, avagy csordaszerűen (Lin 2012). A kisbefektetők ezen tulajdonságát kiegészítően elmondható viszont továbbá, hogy ők az esetek túlnyomó részében nem az értékpapírok értékelésének tényleges alapjainak, azaz fundamentumainak racionális áttekintése szerint döntenek a befektetésről, hanem sokkal inkább hajlamosak érzelmek alapján cselekedni. Az ember a való életben nem a klasszikus, közgazdaságtan alappilléreinek számító teljes racionalitással rendelkező egyén, akinek viselkedése haszonmaximalizálás és a kárminimalizálás tengelyein történik korlátlan belátási képességgel és információ mennyiséggel. Ez a tulajdonság halmozottan nem igaz a kisbefektetőkre a tőkepiacon, ugyanis ezen befektetői csoport óriási információs hátrányban van az intézményi befektetőkhez képest, ráadásul a szükséges információk feldolgozásával sem feltétlenül tudnak előrébb jutni abban a kérdéskörben, hogy melyik értékpapírba lenne érdemesebb befektetni. A kisbefektetők ebből adódóan elég gyakran érzelmeken, híreszteléseken és aktuális trendek, hóbortok követésén alapulva hoznak meg döntéseket (Andor 2017, Kecskés et al. 2019). Amennyiben az átlag kisbefektetők nem is érzelmek alapján döntenek, többnyire saját vagy profi befektetők által készített technikai elemzéseket vesznek alapul, más nyilvános befektetés elemzések mellett (Hoffmann-Shefrin 2014). Az értékpapírpiacokon és kiváltképpen a részvények piacán erőteljes jelenség a hype-nak megfelelően történő részvényvásárlás és eladás.

Az elmúlt évek egyik legkirívóbb példájának tekinthető ehhez a témához kapcsolódóan az úgynevezett GameStop botrány, amelyben a GME részvényárfolyam a közösségi médiában kialakult túlzott hype-nak, a széleskörű kisbefektetői figyelem, valamint elérhetőségnek köszönhetően óriási mértékben kiugrott, a legtöbb amerikai értékpapírelemző számára nyilvánvaló volt, hogy az úgynevezett szentimentális ár markánsan ledominálta a részvény fundamentumaihoz tartozó valós, tényleges piaci értékhez tartozó árat (Zaghum et al. 2021). A GameStop esetből, illetőleg önmagából a kisbefektetők csordaszerű viselkedéséből viszont arra lehet következtetni, hogy ugyan egy kisbefektető hatása a piacra elhanyagolható, ám egy akár nemzetközi szinten is kiterjedt kisbefektetői csoport piacra gyakorolt hatása igenis komoly

tényező tud lenni, főleg a fejlett információs technológiának köszönhetően. Egyedül az nem mindegy, hogy egy részvénytársaság piaci árfolyama azért változik, mert a fundamentumai és a jövőbeli működéssel kapcsolatos kilátásai megváltoznak, vagy a csorda szellemnek köszönhetően a kisbefektetők emocionális gondolkodása nyomán történik akár szélsőséges árfolyammozgás. Shu-Fan és szerzőtársai (2020) empirikus kutatásainak köszönhetően ráadásul azt is észre lehetett venni a részvények piacán, hogy a vételi szándékot reprezentáló csorda hatás sokkal erősebbnek bizonyul a kisebb piaci kapitalizációjú vállalatok esetében, mint a nagyobb kapitalizációjúaknál. Ugyanez a reláció fordítottan tekinthető eladási szándékkal leírható csorda hatás esetében. Alapvetően minél inkább kevésbé informáltak a kisbefektetők, annál inkább hajlamosak a trendekre felülni és részvényeket vásárolni racionális szempontok figyelembevétele nélkül. Pontosan ilyen információs aszimmetriák végett kialakuló piaci anomáliák megakadályozása, a tőkepiac hatékony működése és befektetővédelmi célok érdekében a legtöbb országban létezik törvény arra vonatkozóan, hogy értékpapírok kibocsátásakor kötelező kibocsátási tájékoztatót készíteni és közzétenni oly formán, hogy az mindenki számára széleskörűen elérhető legyen (Kecskés et. al 2019). Tehát belátható, hogy az értékpapírok útján tőkét kínáló befektetők meglehetősen változatosak tudnak lenni és merőben eltérő módon állnak hozzá a különböző értékpapírok értékeléséhez, valamint a befektetési döntéshozatalhoz (1. táblázat).

1. táblázat A kisbefektetők és intézményi befektetők összehasonlítása

<i>Kisbefektetők</i>	<i>Szemponatok</i>	<i>Intézményi befektetők</i>
Meglehetősen alacsony nagyságrend	Befektetések mérete	Óriási befektetési nagyságrend a társaságok felé
Egyenként elenyésző	Piacra gyakorolt hatás	Egyenként is jelentős
Jelentéktelen szaktudás és jelentős információs hátrány	Informáltság és szaktudás	Nagy mértékű professzionalizmus és információs előny
Gyakran érzelmi alapú (irracionalitás)	Befektetési döntések alapja	Fundamentumok és tudományos alapok (racionalitás)

Forrás: Kecskés et al (2019), Andor (2017) és Bujtár (2016) alapján saját szerkesztés

Az értékpapírok piacán szinte törvényszerűen a legnagyobb forgalommal rendelkező piac a részvénytőzsdén. Magyarországon 2024 szeptember elején a nyilvános részvénytőzsdén⁵ átlagos napi forgalma elérte a 11,5 milliárd forintos értéket, amely a többi részpiachoz képest meglehetősen magasnak számít. Ugyanez a jelenség elmondható a legtöbb ország értékpapírtőzsdéről is. A részvények piaci árfolyamának kialakulásakor a vállalatra vonatkozó vélemények és várakozások érvényesülnek. A várakozások alapvetően az alábbi négy főbb tényezőre vonatkoznak a befektetők felől:

- A részvénytársaság várható növekedési rátája
- A várható kifizetett osztalék nagysága
- A részvénytársaság részvényeinek kockázata
- A piaci kamatláb szintje

Amennyiben egy vállalat hosszú távon kifizetett várható osztalékainak rátája minél magasabb, minden egyéb változatlansága mellett, akkor a részvény felértékelődik. Ezzel analóg módon, ha a várható osztalék nagysága minél magasabb – ceteris paribus –, akkor a részvény magasabb piaci értékkel fog szerepelni a befektetők szemében. A kockázat és piaci kamatláb szinte viszont ellentétes relációban vannak külön-külön a részvények árfolyamára. Minél kockázatosabb egy részvény, annál magasabb kockázati prémiumot várnak el a befektetők a kockázat vállalásáért cserébe, amit a részvények esetében a részvényárfolyamok alacsonyabb árfolyamon történő megvásárlásával lehetséges realizálni. A piaci kamatláb szintje pedig a részvények iránti keresletet módosítja negatív irányban, ugyanis, ha az általános piaci kamatlábak magasabbak, továbbra is minden egyéb változatlansága mellett, akkor a megnő a befektetett tőke alternatív költsége, amelynek következtében szintén csakis magasabb várható hozammal lehetne rávenni a befektetőket arra, hogy részvényekbe fektessék megtakarításaikat. Ennek pedig útja megint az alacsonyabb részvényárfolyamon történő megvásárlás lehetősége, amit a kereslet visszaesése okoz (Magyar 2007). Önmagában ezen négy tényező jelenlegi állapotának meghatározása is sok kisbefektető számára kihívás lenne, előrejelzésük pedig a lehetetlennel határosnak tekinthető. Még a legtöbb fundamentális elemzésre felelködött befektetési alaphoz is nagy nehézséget jelent egy-egy részvénytársaság várható növekedésének és a jövőben kifizetendő osztalék nagyságának meghatározása, ugyanis ezek egy állandóan változó, bizonytalan üzleti környezetben alakulnak. Nyereségelőrejelzések készítése vagy azok reális értékelése kihívást jelent még a nagy szaktudású pénzügyi elemzők, elemző cégek

⁵ Budapesti Értéktőzsdén a Részvények Prémium, Standard és BÉT Xtend együttesen

számára is, hiszen a jövőre vonatkozó várakozásokat a jelenben bizonyítani nehézkes, főként múltbéli többnyire pontatlan adatokból. Ráadásul azt is figyelembe kell venni, hogy ami egy részvény árfolyamára az egyik szempontból pozitív változást indikál, egy másik szempontból nem feltétlenül jelezhet előre ugyanúgy árfolyamemelkedést (Bodie et al. 2005). Azt viszont be kell látni, hogy a vállalatról, kiváltképpen annak mikro- és makrokörnyezetéről elérhető információk hozzáférhetősége, értelmezhetősége és feldolgozhatósága a részvények értékalakulásában óriási szerepet játszik általánosságban.

A fentieket a tőzsdére újonnan bevezetett részvények szempontjából ugyanúgy meg lehet fogalmazni, azonban van néhány olyan tulajdonságuk, amelyek miatt speciálisnak tekinthetők. Elsősorban kiemelendő, hogy az IPO részvények az újonnan tőzsdére bevezetett társaságok részvényeit jelentik, tehát a társaság üzleti múltja, tőketörténete és egyéb kockázati szempontból releváns előzményei még a nyilvános és szabályozott keretek között történő működés előtti időszakra vonatkoznak, amelyek elérhetősége ugyan a fejlődő tőkepiaci szabályozásoknak köszönhetően a prospektusok által egyre inkább biztosítva van, de a legtöbb befektető – és főként a kisbefektetők – számára nagyon nehézkes az azokból származó információkat feldolgozni. Ráadásul az egyik legszembetűnőbb tulajdonsága ezeknek a részvényeknek, hogy nincs hivatalos historikus árfolyamadatuk sem. Nem feltétlenül van idő és energia kapacitása egy-egy befektetőnek arra, hogy 300-400 oldalas kibocsátási tájékoztatókat dolgozzon fel annak érdekében, hogy az IPO részvény összes kockázati tényezőjét felfedezze, feltéve, hogy nem intézményi befektetőkről van szó. A tőzsdén jelenlévő vállalatok részvényeibe történő befektetések önmagában is kockázatosnak számítanak az árfolyamok kiszámíthatatlan változásából adódóan, mindazonáltal ez az IPO részvényekre halmozottan igaznak mondható és mindez főként abból adódik, hogy az IPO-t végrehajtó vállalatok jelentős információs aszimmetriával írhatóak le. Ezt a fajta piaci tökéletlenségnek tekinthető ex ante információs aszimmetriát szándékozzák csökkenteni a pénzügyi közvetítő rendszer, pontosabban a befektetési vállalkozások által végezett due diligence-vizsgálatok, amelyeknek a költségét nem a befektetők viselik, hanem a kibocsátó társaságok (Kecskés et al. 2019). Ennek ellenére léteznek olyan kisbefektetők, akik önmaguktól nem is tudnak feltétlenül az egyes társaságok tőzsdei bevezetéséről kivéve, ha őket nem tájékoztatják a befektetési vállalkozások, vagy találkoznak a hírrel különböző közösségi média felületeken. A magas információs aszimmetria miatt előfordulhat, hogy ki is maradnak a lakossági befektetők az IPO-k potenciális sikertörtéteiből (Nagtilak-Kulkarni 2015). Egyedül a szakértői elemzésekre, illetve a befektetési vállalkozások által nyújtott tájékoztatásokra, vagy a prospektusra tudnak hagyatkozni, bár utóbbira jóval kevésbé kerül sor. Az intézményi befektetők és kisbefektetők

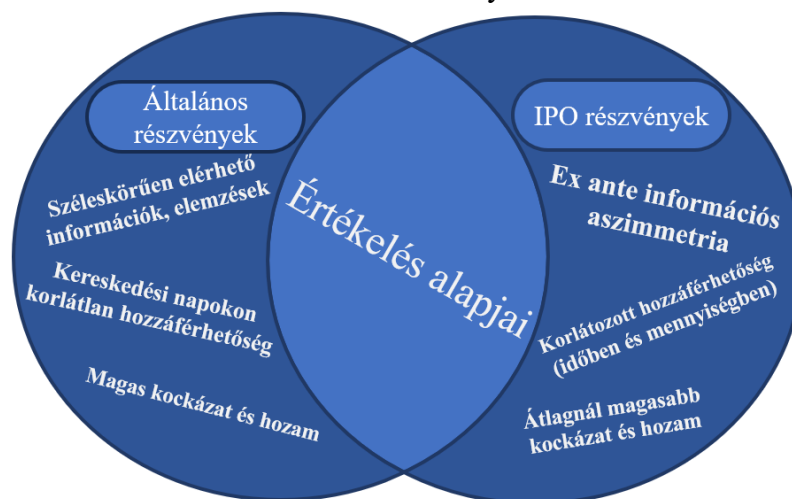
felől létezik egyfajta igény arra vonatkozóan, hogy a szakértői elemzések elfogulatlanok és objektívek legyenek, ám ez szembe kerül egy hármass érdekkonfliktussal a kibocsátók és a befektetési vállalkozásokkal összefüggésben.

A befektetési vállalkozások, akiknek a házon belüli elemzőik készítik el többnyire az elvileg független elemzéseket, egyértelműen érdekük, hogy azok segítsék a munkájukat a leendő kibocsátó társaság IPO-jában. A kibocsátónak pedig szintén érdeke az, hogy az általa kibocsátásra kerülő IPO részvényeket meglehetősen vonzó befektetési lehetőségként tüntesse fel a nagyérdemű befektetői nyilvánosság előtt. Mindezekből adódóan a befektetőkben (főként a kisbefektetői körben) megjelenhet az elfogulatlan elemzésekben való kétely, ami visszafoghatja az IPO részvényekbe történő befektetést (Geddes 2005). Továbbá azt is szükséges kiemelni, hogy az újonnan kibocsátásra kerülő részvények esetében nem minden befektetői kör tud ugyanolyan eséllyel hozzájutni a jegyzés eredményeképpen az IPO részvényekhez. Mindez abból adódik, hogy az újonnan tőzsdére bevezetésre kerülő részvények elsődleges piacán a részvények allokációja egy előre meghatározott rendszer alapján történik, ami azt jelenti, hogy elképzelhető az, hogy a bemutatott IPO részvény inkább az intézményi befektetők vagy a kisbefektetők részére van felkínálva, de előfordulhat olyan kiegyensúlyozott allokációs tervezet is, amelyben az intézményi és kibefektetői kör kapcsán egyáltalán nincs preferencia megfogalmazva (Geddes 2005). Az, hogy melyik befektetői kör hogyan és milyen áron, mennyiségben jut hozzá az IPO részvényekhez, alapvetően a kibocsátó társaság és az azzal együttműködő befektetési vállalkozás egyeztetésén múlik. Ezen kívül az is egy szóra érdemes különbség, hogy egy általános részvény vásárlása a másodlagos piacon szinte bármikor lehetséges, amennyiben a vételi szándékhoz tartozó árfolyamhoz lehet párosítani eladási szándékot. Ezzel szemben az IPO részvények jegyzési időszaka általában egy hónap szokott lenni.

Az elsődleges nyilvános részvénykibocsátások további tulajdonsága, hogy a kibocsátást követően óriási kereskedési aktivitást lehet megfigyelni, amelyek törvényszerűen okozzák az árfolyam-ingadozások lehetőségét. Történik ez kiváltképpen akkor, hogyha a piacon jelentős a befektetői szentimentalizmus az adott vállalattal kapcsolatosan és óriási hype alakul ki az IPO-t végrehajtó társaság körül. Hovatovább létezhet olyan eset is, amikor a kisbefektetői szentimentalizmust kifejezetten maga a kibocsátó társaság katalizálja a befektetési vállalkozással együttesen megszervezett marketingtevékenységgel (Isaksson-Karpe 2016). Mivel az első kereskedési napokon a volatilitás nagy mértéket ölt, az nem feltétlenül okozza az a részvények hatékony és eredményes szétosztását a köz számára, ebből adódóan számos esetben alkalmaznak a kibocsátók a befektetési vállalkozásokkal karöltve másodlagos piaci

árfolyam-stabilizáció keretében úgynevezett greenshoe-opciót⁶ vagy részvényzárolást⁷. Mindez történik elsősorban azért, hogy az IPO sikeres legyen a befektetők számára is, hiszen árfolyam-stabilizáció mellett megbizonyosodhatnak arról, hogy az IPO részvénybe történő befektetésük jól teljesít legalább rövid távon (Kecskés et al. 2019). Az általános részvény és IPO részvénybefektetésnek tehát megvannak a maguk sajátosságai, amelyeket a befektetőknek mindenképpen figyelembe kell venniük (3. ábra).

3. ábra Az általános és IPO részvények összevetése



Forrás: Kecskés et al. (2019) és Magyar (2007) alapján saját szerkesztés

Mindazonáltal elmondható, hogy az IPO részvények kockázati besorolása egy átlagos másodlagos részvénykibocsátáshoz, illetőleg egy tőzsdére már bevezetett részvényhez képest jóval magasabbnak tekinthető. A hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokhoz képest pedig mindenképpen (4. ábra). Ugyancsak meg kell jegyezni az IPO részvények kapcsán, hogy a hozzájuk tartozó potenciális hozam is magasabb, főként hogyha kisebb méretű cégek, esetlegesen startup vállalatok tőzsdei bevezetéséről van szó. Az IPO részvényekhez köthetően viszont két fontos empirikus tapasztalatot ki kell emelni. Léteznek olyan nézetek, amelyek az elsődleges nyilvános részvénykibocsátásokba történő befektetést egyfajta kockázatmentes befektetési formának tekintik, hogyha a befektetők megfelelően tanulmányozzák az újonnan tőzsdére bevezetett vállalatot (Nagtilak-Kulkarni 2015). Fontos kiemelni, hogy ezt csak rövid távon lehet kijelenteni biztosabban, minthogy hosszabb távon az IPO kibocsátások sajátosságai végett, amely a dolgozatom későbbi részében kerül kifejtésre. Míg más szakirodalom jelentős

⁶ A greenshoe-opció keretbővítési megállapodást jelent, amelyben forgalmazó egy kibocsátóval kötött opciós ügylet segítségével tartja fent az árfolyamstabilizációt túljegyzés esetén.

⁷ A részvényzárolás esetében a kibocsátó eredeti tulajdonosai arra kötelezik magukat, hogy nem likvidálják részesedéseiket az IPO során közvetlenül, ezzel fenntartva az árfolyamstabilizációt az erős eladói nyomással szemben.

mértékben kiemeli az IPO részvények jelentős kockázatát és annak kapcsolatát a magas várható hozammal, amelyben a pénzügyi szakma konszenzusra is lel (Vakil 2018).

4. ábra IPO részvények elhelyezkedése a pénzügyi eszközök között



Forrás: Kecskét et al. (2019) alapján saját szerkesztés

A befektetők IPO részvényekhez való viszonya kapcsán meg kell említeni néhány egyéb szempontot is, amelyet figyelembe vesznek a befektetési döntéshozatal során a befektetés nagyságrendje, a likviditás-befektetési időtáv, a kockázat, illetve a várható hozam mellett. Gnawali és Niroula (2021) rámutatott arra, hogy a befektetőknek létezik egyfajta speciális elképzelése arra vonatkozóan, hogy mely vállalati kvalitatív tulajdonságokat érdemes figyelembe venni akkor, amikor döntést hoznak a befektetésről. Ezek a tulajdonságok pedig nem másak, mint a vállalat stratégiai és operatív tevékenységét megtervező, megszervező és kivitelező menedzsment minősége, a vállalat eddigi teljesítménye, az iparág, valamint a részvénytársaság többletértéke, avagy pozitív cégértéke, amely a jó hírnévből, a márkaértékből illetőleg minden releváns addicionális értékből származik, amely az akvizíciók során számszerűsíthető. Ezen kívül a szerzőpáros kiemelte, hogy a piacon elérhető információk is óriási mértékben befolyásolják a befektetési döntéshozatalt az IPO részvények kapcsán. Kecskés és szerzőtársai (2019) ezen kívül azt is említették, hogy maga az a tény, hogy a tőzsdei bevezetés előtt is volt már több befektető, aki bizalmát adta a társaság növekedésébe (például informális vagy intézményi kockázati-tőkebefektetők), jelentős befektetési döntési tényezőnek számít pozitív értelemben.

2. IPO RÉSZVÉNYEK ÁRAZÁSA ÉS TELJESÍTMÉNYE

A társaságok kezdeti nyilvános részvénykibocsátása egy meglehetősen komplex folyamat, amelynek egy igen fontos állomásának számít a kibocsátásra kerülő részvények kibocsátási árfolyamának, ajánlati árának meghatározása. Geddes (2005) leírása szerint az IPO részvények árazását nem lehet elkülöníteni annak forgalomba hozatalától, ugyanis az erőteljesen behatárolja az ajánlati árak kialakulását, hogy hogyan juttatja el a befektetési vállalkozás a kibocsátótól a befektetők felé az értékpapírt. Három fő módszere létezik az elsődleges nyilvános kibocsátások forgalomba hozatalának, mégpedig a fix áras ajánlat, a könyvpítés, illetőleg az aukciós eljárás. Mindháromnak megvan a maga sajátossága és hatása az ajánlati árak alakulására. Jó néhány esetben nem is egy fajta forgalomba hozatali módszert eszközölnek a kibocsátók a befektetési vállalkozásokkal együttműködve, hanem azokat kombinálják valamilyen úton-módon, ám a legelterjedtebb módszernek mégis a könyvpítés tekinthető (Draho 2006).

A kezdeti nyilvános részvénykibocsátások árazásának kiindulási alapja nem más, mint a kibocsátó vállalat értékelése függetlenül attól, hogy milyen módszerről van szó. Alkalmazzon bármilyen forgalomba hozatalt a kibocsátó és a befektetési vállalkozás, utóbbinak mindenképpen szükséges átvilágítania a kibocsátó üzleti, vagyoni, pénzügyi és jövedelmi helyzetét, valamint információkat gyűjteni a piaci keresletről annak érdekében, hogy kialakítson legalább egy előzetes értékelést, egyfajta ársávot, amelyet később pontosíthatnak, ahogy a befektetési vállalkozás egyre több információhoz jut az IPO előkészítése során, kiváltképpen az előzetes due diligence során (Kecskés et al. 2019).

Ebben a fejezetben kifejtésre kerül az, hogy milyen vállalatértékelési megoldások jöhetnek szóba az IPO részvények árazása során, illetve az arra épülő forgalomba hozatali módszerek is bemutatásra kerülnek. Az árazás körüljárását követően pedig nemzetközi empirikus tanulmányok alapján vázolom fel az elsődleges nyilvános részvénykibocsátások rövid és hosszú távú teljesítményeit.

2.1. Vállalatértékelés az IPO során

Geddes (2005) leírása szerint a befektetési vállalkozások az IPO-ra készülődő társaságok értékelését mindig két kérdéssel kezdik. Az egyik kérdés az, hogy „mekkora piaci kapitalizációval rendelkezik egy már tőzsdére bevezetett és az értékelendő vállalathoz képest nagyon hasonló tevékenységet végző részvénytársaság?”, míg a másik kérdés az az, hogy „mekkora lehet az IPO társaság belső értéke?”. Önmagában mindkét kérdéskör megközelítésének megvannak a módszertani sajátosságai. Az első kérdés tulajdonképpen a

relatív vállalatértékelési módszert takarja magában, amely során a hasonló, tőzsdén már jegyzett társaságok különböző, befektetési szempontból jelentősnek számító mutatóit veszik figyelembe és azok alapján igyekeznek meghatározni, hogy melyik az az ár, amelyen a legnagyobb valószínűséggel forognának a kibocsátásra és forgalomba hozatalra kerülő IPO részvények a szabályozott értékpapírpiacon. A vállalat belső értékének meghatározásáról szóló kérdéskör pedig az diszkontált pénzáramok módszerét (továbbiakban: DCF) taglalja, amely arról szól, hogy a befektetési vállalkozás megkísérli előrejelezni, hogy az IPO részvények tartásából várhatóan mekkora pénzáramlások keletkezhetnek és ezeket a pénzáramokat diszkontálják egy kalkulált diszkontráta segítségével, ami a tőkeköltséggel vagy a piacon elvárt hozammal egyenlő.

Mindkét vállalatértékelési módszert ajánlatos lehet használnia a befektetési vállalkozásoknak, ám a relatív értékelésnek van egy óriási hátulütője. Abban az esetben például, hogyha nincs hasonló tevékenységet végző társaság, sőt hasonló iparági és működési jellemzőkkel leírható vállalat sem a nyilvános részvényt piacon, akkor a befektetési vállalkozások nem tudnak egyáltalán összehasonlító módon pontos és objektív ajánlati árfolyamot meghatározni az IPO részvényekhez. Ilyenkor pedig csakis a DCF megoldásra tudnak támaszkodni, mint vállalatértékelési módszerre. Ugyanakkor fontos kiemelni, hogy a befektetési vállalkozások ezen módszereken túl más megoldásokat is alkalmazhatnak és hogy a használt vállalatértékelési módszerek közül melyik érvényesül jobban, mindig az adott IPO tranzakciótól, illetve a befektetési vállalkozásnál alkalmazott elemzők és vállalatértékelésben jártas szakértők szakmai tapasztalataitól és meglátásaitól függenek (Geddes 2005).

Fernández (2007) úgy nyilatkozik a vállalatértékelési módszerekről, hogy annak alapvetően hat főbb fajtája létezik. Ezek közé sorolható a mérlegalapú, eredménykimutatás alapú, a vegyes, a DCF, az értékteremtés szerinti, illetve az opcióalapú vállalatértékelés (2. táblázat). Mindegyik főbb vállalatértékelési módszernek vannak különböző megközelítései. A DCF módszer szempontjából kiemelendő, hogy azon belül léteznek szabad pénzáramokból, osztalékhozamokból, saját tőkére jutó pénzáramokból kiinduló diszkontált cash flow vállalatértékelési eljárás. Emellett még a DCF értékelési családba tartozik az úgynevezett APV is, amely azt feltételezi, hogy a vállalat értéke áll egy olyan részből, amely akkor alakulna ki, hogyha a vállalatnak nem lenne adósság típusú finanszírozása, illetve egy azon részből is, amely módosítja ezt az értéket az adósságból történő finanszírozás végett realizált adómegettakarítás miatt. Az APV tulajdonképpen az adómegettakarítással módosított jelenértéket jelenti. A többi főbb vállalatértékelési módszert csak megemlítem, de kifejtésükre a dolgozatomban nem térek

ki, ugyanis azok a gyakorlatban az IPO részvények árazása során jóval ritkábban fordulnak elő a DCF-hez képest.

2. táblázat Alkalmazott vállalatértékelési módszerek

<i>Mérleg</i>	<i>Eredmény kimutatás</i>	<i>Vegyes</i>	<i>DCF</i>	<i>Értékteremtés alapú</i>	<i>Opció alapú</i>
<i>Könyv szerinti érték</i>	<i>Ár/Árbevétel</i>	<i>Klasszikus</i>	<i>Szabad pénzáram</i>	<i>EVA</i>	<i>Black-Scholes</i>
<i>Kilágazított könyv szerinti érték</i>	<i>Ár/Eredmény</i>	<i>EU ajánlat</i>	<i>Osztalékhozam</i>	<i>Gazdasági profit</i>	
<i>Likviditási érték</i>	<i>Ár/EBITDA</i>		<i>Saját tőkére jutó pénzáram</i>	<i>Hozzáadott érték</i>	
			<i>APV</i>		

Forrás: Fernández (2007) alapján saját szerkesztés

A relatív vállalatértékelés talán az egyik legegyszerűbb módszernek tekinthető, amennyiben van összehasonlítási alap. Amennyiben van egy hasonló méretű, hasonló növekedési kilátásokkal, kockázati profillal, vevői bázissal, jövedelmezőséggel és termék, valamint szolgáltatás nyújtási tevékenységgel rendelkező vállalat, akkor tulajdonképpen nincs más dolga az IPO-ban közreműködő befektetési vállalkozásoknak, csak az alábbi 5 számszerűsíthető pénzügyi mutatószámot kell kiszámolni a hasonlóknak ítélt vállalatok esetében (Geddes 2005):

- Árfolyam/nyereség arány
- Árfolyam/üzemi eredmény
- Árfolyam/könyv szerinti érték
- Vállalatérték⁸/EBITDA
- Vállalatérték/árbevétel

Amint kiszámolják ezeket a pénzügyi mutatókat az ágazat vállalataira, azok átlagos értékét fogják venni és azzal a kvázi „iparági átlaggal” szorozzák fel az IPO-ra készülő kibocsátó egyes eredmény és könyv szerinti értékre vonatkozó adatait. Például, ha az IPO-ra készülő társaság egy kereskedelmi tevékenységet folytat és a befektetési vállalkozás talál a tőzsdén 5 olyan vállalatot, amely nagyon hasonló üzleti és pénzügyi tulajdonságokkal jellemezhető és ezen vállalatok árfolyam/nyereség aránya átlagosan 13,3-as értékű, akkor az IPO-ra készülő vállalat

⁸ A vállalatérték ebben az esetben megegyezik a saját tőke és az adósság típusú tőke összegével.

nyereségét 13,3-mal felszorozva megkapható a vállalat becsült értéke, avagy piaci kapitalizációja, illetve a majdan kibocsátásra kerülő IPO részvény ajánlati árfolyama. Mindezt a másik 4 mutatóval is el kell végezni és ezzel tulajdonképpen kialakul egy kibocsátási árfolyam sáv, amely az 5 mutató alapján a legkisebb és a legnagyobb becslés közötti vállalatértékeket jelöli. Ezen 5 becslések súlyozott számtani átlagával pedig egy pontos vállalatérték is meghatározható. Voltaképp ahány befektetési vállalkozás, ahány pénzügyi elemző, annyiféle súlyozás jelenhet meg a relatív értékelés során (Geddes 2005).

A DCF módszer jóval nehezebb, útja a vállalatértékelésnek az IPO során és a legtöbb esetben erre támaszkodva szükségeltetik meghatározni az IPO részvények ajánlati árfolyamát. Ritter tūpontos módon határozta meg, hogy mi a legnagyobb hátulütője az IPO részvények árazásának, illetőleg az IPO-ra készülő vállalatok vállalatértékelésének: „Általánosságban, egy IPO-t értékelni semmiben sem tér el, mint egy általános részvény értékelése, ám a gyakorlatban mivel sok tőzsdei bevezetést fiatal, növekedési potenciálban bővelkedő és high-tech iparágban tevékenykedő vállalat végez, ezért múltbéli számviteli információk meglehetősen korlátozottan állnak rendelkezésre a jövőbeli nyereségek és pénzáramok becsléséhez” (Ritter 1998, 3.o.). Alapvetően ezt az állítást Ritter amerikai vállalatok IPO-jára vonatkozóan magyarázta, viszont az állítás azon része általánosítható, hogy a tőzsdére bevezetésre kerülő részvények ajánlati árfolyamának meghatározásának nehéz mivoltához jelentős mértékben hozzájárul az, hogy a zártkörű működés nem biztosít megfelelő mennyiségű és minőségű információt a vállalat üzleti, jövedelmi, vagyoni és pénzügyi helyzetéről. Ebből fakadóan a megbízható pénzáram előrejelzések hiányában a DCF módszer többnyire feltételezéseken épül (Geddes 2005).

A vállalatértékelés önmagában is egy rendkívül bonyolult folyamat rengeteg buktatóval, amelyekre rendszerint oda kell figyelnie egy pénzügyi elemzőnek, de egy IPO-ra készülő vállalat vállalatértékelése még komolyabb kihívásnak tekinthető. Nem is véletlen, hogy a befektetési vállalkozások a kezdeti IPO részvényárfolyamot folyamatosan korrigálják a due diligence-vizsgálatok, valamint az tőzsdei bevezetéshez köthető marketingkampányok közben (Kecskés et al. 2019).

2.2. A fix áras ajánlat és a könyvépítés folyamata

Az elsődleges részvénykibocsátások során a három főbb forgalomba hozatali módszer közül a fix áras ajánlat és a könyvépítés azok, amelyek tartalmazznak hasonlóságokat. Geddes (2007) szerint lényegében az ármeghatározás időpontja és a marketingtevékenység jelenti csak a különbséget, ugyanis míg a fix áras ajánlat esetében a végső ajánlati árat az IPO részvényekre vonatkozóan a befektetőkkel való tárgyalások és értékpapírjegyzések előtt határozzák meg,

addig a könyvpítés folyamatában a befektetési vállalkozások, a forgalmazók folyamatosan gyűjtenek információt a kereslet mindenféle aspektusáról. Másrészt a könyvpítés szinte minden esetben tartalmaz egy aktív értékesítési és marketing tevékenységet, azonban ez a fix áras ajánlatokra egyáltalán nem jellemző. A fix áras ajánlat jóval kisebb volumenű, jellemzően csak hazai piacot megcélzó ajánlattételeknél alkalmazott gyakorlat, ezzel szemben a könyvpítés egy szélesebb körben, sőt nemzetközi tőkepiacokat is megcélzó IPO-k esetében is fellelhető.

A fix áras ajánlatoknak két típusa létezik, mégpedig a jegyzési garanciavállalásos, illetve a best effort fix áras részvénykibocsátás. Előbbi azt jelenti, hogy kibocsátó társaság a befektetési vállalkozással szerződést kötnek, amely alapján kötelezettséget vállal a befektetési vállalkozás arra, hogy a kibocsátott értékpapírok teljes mennyiségét, illetőleg a befektetők által meg nem vásárolt részét átveszi. Ezt az eljárást arra találták ki, hogy ne forduljon elő az aluljegyzés, amely lényegében a sikertelen jegyzési eljárást eredményezi. A best effort pedig azt jelenti, hogy a befektetési vállalkozás nem vásárolja meg a kibocsátásra kerülő értékpapírállományt, hanem ígéretet tesz arra, hogy a legjobb tudása szerint fogja azokat eladni a befektetőknek. A jegyzési garanciavállalás intézménye leginkább az európai és ázsiai, illetőleg az Egyesült Királyság tőkepiacain terjedt el, míg a best effort kapcsán az USA-ra, illetve Kanadára lehet asszociálni, főként kisebb vállalatok és kockázatosabb értékpapírok kibocsátása során. A fix áras ajánlat mivel nem tartalmaz egy erőteljes értékesítési és marketing kampányt, csupán annyit végez a befektetési vállalkozás, hogy a kibocsátási prospektust eljuttatja a potenciális befektetők számára, így jóval kevesebb költséggel jár. Ráadásul mivel a befektetők a tájékoztatóban már előre olvashatják a végleges kibocsátási árfolyamot, így jóval könnyebben tudnak tervezni a saját jegyzéseik kapcsán (Geddes 2005, Kecskés et al. 2019).

A könyvpítés folyamata alapvetően egy amerikai tőkepiacról elterjedt megoldás. Ilyenkor a befektetési vállalkozás vagy vállalkozások csoportja (együttesen forgalmazási konzorcium) értékesíti a nyilvános ajánlattétel tárgyul szolgáló IPO részvényeket a befektetőknek, miközben próbálja összeállítani a befektetők által támasztott keresletet reprezentáló könyvet. Ebből fakad ennek a módszernek a neve is, mint könyvpítés. A kiterjedt marketingtevékenység során a befektetési vállalkozás információkat gyűjt a befektetői igényekről. Ennek keretében az intézményi befektetők és a befektetési vállalkozások felveszik egymással a kapcsolatot, illetve a befektetési vállalkozások bemutatják az IPO-ra készülő vállalatot az lakossági befektetők számára is direkt módon. Emellett a befektetők a társaságról nem csak befektetési vállalkozáson, valamint a kibocsátási tájékoztatón keresztül szerezhet információkat, hanem a kiterjedt marketingkampány keretében megrendezett nagymívű

befektetői roadshow-okon, illetve befektetői klubokon való részvétellel is. A befektetési vállalkozások a befektetőkkel való konzultáció során tudják meg, hogy mennyi IPO részvényt és milyen ajánlati árfolyamon képesek és hajlandóak megvásárolni. Így lényegében a forgalmazó a kezdeti ársávból kiindul és a befektetők által megfogalmazott mennyiségi és árra vonatkozó információk alapján ki tud következtetni a későbbiekben egy végső ajánlati árat. Fontos azonban azt megjegyezni, hogy a befektetői csoportok által megfogalmazott mennyiségi és ár kombinációk nem számítanak végleges vételi szándéknak, csupán indikatív ajánlatnak tekinthetők. Ezeket az indikatív árajánlatokat tömörítik össze egy „könyv”-be, amely manapság inkább egy speciális számítógépes adatbázis és ez az adatbázis tartalmazza a kereslet minden fontos adatát, azaz le lehet belőle olvasni, hogy hány intézményi, hány lakossági befektető hány darab IPO részvényt, mekkora árfolyamon képes és hajlandó megvenni. Ezen kívül a befektetési vállalkozás más dimenziók mentén is elemezheti, a keresletet. Gyakori például, hogy földrajzi megoszlást is figyelembe veszik, kiváltképpen nemzetközi IPO-k során. Miután lezajlik a IPO marketingtevékenység, sikerült felépíteni kellő részletességgel és nagyságrendben a piaci keresletet reprezentáló könyvet, valamint további alapos elemzéseknek vetette alá a befektetési vállalkozás a kibocsátó társaságot, akkor alakul ki a végső ajánlati ár, amelyet a kibocsátó társasággal egyeztetve határoz meg a befektetési vállalkozás (Kecskés et. al 2019).

A könyvpépítésnek azonban van egy sajátossága, mégpedig az allokációval összefüggésben. Az allokáció a forgalomba hozatalnak egy jelentős aspektusa, ugyanis ennek keretében határozódik meg, hogy mely befektetői kör (úgynevezett tranche) mekkora mennyiséghez, milyen áron jut hozzá az IPO tranzakció során. A könyvpépítéssel kapcsolatosan egyértelműen ki lehet jelteni, hogy a befektetési vállalkozásnak jóval magasabb beleszólása van az allokációba, mint a kibocsátó társaságnak. Ennek pedig közvetlenül az a következménye, hogy a befektetési vállalkozás úgy alakítja ki az allokációt, hogy többnyire az intézményi befektetők és kevésbé a kisbefektetői kör jusson hozzá ezekhez a részvényeknek. Mindennek oka az, hogy az intézményi befektetők képesek nagy tételben, akár hosszú távra gondolkodva is vásárolni ezekből a tőzsdére is bekerülő részvényekből, így a tőkepiacok hatékonyságát javítva, akár egy stabil tulajdonosi struktúrát is ki lehet alakítani. Ezzel szemben a kisbefektetők, akiknek nem sok szakmai hozzáértésük és elemzői tevékenységük van, jóval inkább a tőkepiac információs aszimmetriájával kapcsolatos piaci kudarcait erősítik. Pontosan ebből adódóan a kisbefektetők sajnálatára csak korlátozottan lehetséges az IPO részvények lejegyzése, így egyáltalán nem tekinthető méltányos megoldásnak az lakossági befektetők kör szempontjából. Úgy is lehetne fogalmazni, hogy a könyvpépítés módszere a méltányosságot és

a széleskörű elérhetőséget a lakossági befektetői közösségtől megvonja a tőkepiacok hatékonyságának, így egy feltételezhetően sikeresebb IPO tranzakció érdekében (Anand 2005).

2.3. Az aukciós forgalomba hozatal folyamata

Az aukciós forgalomba hozatal tulajdonképpen az az árazási és forgalmazási módszer, amely során a leendő kibocsátó társaság az ajánlattételre lehetőséget nyújt a potenciális befektetők számára úgy, hogy a beérkezett vásárlásra vonatkozó ajánlatok valamilyen előre meghatározott szempontok alapján versenyeznek (Kecskés et al. 2019). Ez a forgalmazási módszer leginkább az internet és a számítástechnika, telekommunikáció fejlődésével együttesen terjedt el az ezredfordulót követően közvetlenül, amikor is felmerült az igény arra, hogy a befektetési vállalkozásokat és kvázi a könyvpírtést megkerülve online nyilvános aukciókat szervezzenek a kibocsátók és ennek keretében értékesítsék az újonnan kibocsátásra kerülő értékpapírjaikat, kiváltva részvényeiket. Eredetileg az aukciót alapvetően hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok értékesítésére és forgalomba hozatalára használták, de a 2000-es évek eleje óta a részvénykibocsátások esetében is jelentős alternatívaként jelenik meg a könyvpírtéshez képest. Maga az internet egy meglehetősen hatékony eszköznek bizonyult a kereslet és kínálat találkozásához, valamint az információk gyors áramlásához. Kecskés et al. (2019) szerint maga az aukciós eljárás gyors és olcsó megoldás a kibocsátók számára az elsődleges nyilvános részvénykibocsátásokhoz, ráadásul széles befektetői kör számára is hozzáférhetőséget biztosít.

Elméletben egy nyilvános aukció lefolytatásához nincs is szükség a befektetési vállalkozás segítségére, de a gyakorlatban szinte mindig igénybe veszik a kibocsátók még ebben az esetben is a szolgáltatásaikat, ugyanis a jelenlétük biztosítja az elfogadható due diligence-vizsgálatot, a hiteles és teljeskörű, az IPO részvényekbe történő befektetéshez köthető összes releváns információt tartalmazó kibocsátási prospektust, valamint azt az implicit garanciát, hogy a társaság felkészítése és tőzsdére történő bevezetése a megfelelő módon történik egy olyan szakmai, piaci és pénzügyi tudással rendelkező szervezet segítségével, mint amilyen csak egy befektetési vállalkozás tud lenni. Azt a további marketing előnyt sem szabad negligálni, hogy maguk a befektetési vállalkozások nagyon hatékony módon tudják a passzív befektetőket aktivizálni és bemutatni számukra az IPO-ra készülő társaságot, mint egyfajta remek befektetési lehetőséget (Kecskés et al. 2019).

Az aukciós forgalomba hozatal során az IPO részvények ajánlati ára konkrétan a piaci kereslet alapján határozódik meg. Lényegében itt az alapfeltétel az, hogy az aukció során kialakult kibocsátási árfolyam (vagy árfolyamok) csakis a kereslettől függenek (Anand 2006).

Két fajta aukciós eljárás létezik ennek megfelelően. Az első az úgynevezett egyenáras, avagy holland aukció, amely során a befektetők ugyanazt az árat fizetik meg az IPO részvényekért. Ezt az árat nevezik piactisztító árnak, amely a befektetői közönség által a legalacsonyabb, még győztes árajánlattal egyezik meg. A másik megoldás az aukciós eljárásra pedig az ajánlati áras, pontosabban kifejezve a diszkriminatív aukció. Ennek a lényege az, hogy a kibocsátó által előzetesen meghatározott aukciós feltételek szerinti győztes ajánlattevő befektetők mindegyikének azt ajánlati árat kell megfizetnie, amelyet szerepeltetett a licitálásnál. Kézenfekvő lenne azt állítani, hogy a diszkriminatív áras ajánlat maximalizálná a kibocsátó tranzakciós bevételeit az IPO során, de ez korántsem így van a tapasztalatok szerint. Az egyenáras aukció egy sokkal biztonságosabb és kevésbé költséges megoldásnak bizonyul a befektetők számára, hiszen tudják, hogy a túllicitálás költsége egy holland aukció során jóval kisebb, mint a diszkriminatív megoldás esetében. A befektetők így inkább preferálják az egyenáras aukciót a diszkriminatívval szemben és szívesebben vesznek részt egy ilyen nyilvános ajánlattételben. Ebből következik, hogy amennyiben aukciós forgalomba hozatali módról van szó, az esetek többségében a holland aukcióra kell gondolni (Brealey-Myers 2005).

Az aukciós forgalomba hozatal merőben eltér a könyvépítéstől abból a szempontból, hogy a nyilvános hozzáférhetőségből adódóan és a befektetési vállalkozások általában kisebb szerepe végett jóval nagyobb szerepet kaphat a lakossági befektetői kör. Ebből fakadóan az aukciós megoldás egy sokkal méltányosabb módszer, hiszen nem korlátozza a kisbefektetői kört az intézményei befektetők javára. Azonban a kisbefektetők magasabb aránya felfedheti a tőkepiacok nem hatékony voltával összefüggő aggályokat és lehetséges az, hogy a holland aukción kialakult ár nem feltétlenül tükrözi a tőzsdére bevezetésre kerülő vállalat valós piaci értékét (Anand 2005).

2.4. Az IPO részvények teljesítménye rövid távon

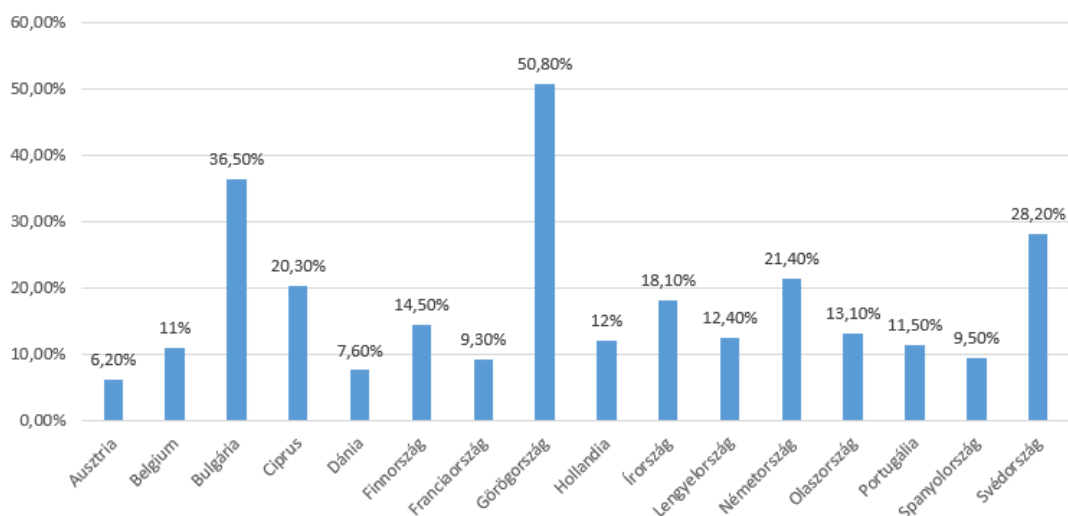
Az elsődleges nyilvános részvénykibocsátások során első ízben kibocsátott részvények másodlagos piaci teljesítményével összefüggésben rövid távon azt lehet megfigyelni, hogy alulárazottnak számítanak (Geddes 2005). Az IPO részvények historikus árfolyamainak tanulmányozásával belátható, hogy az újonnan kibocsátásra került részvényeknek az árfolyama az első kereskedési nap zárásáig gyakran jelentős mértékben emelkednek azon ajánlati árfolyamhoz képest, amelyen az allokáció során hozzájutnak a befektetők ezen értékpapírokhoz. Azért nevezhetjük ezt ténylegesen egy alulárázódási jelenségnek, mert az kibocsátási árfolyamot alacsonyabbra sikerül az IPO részvények esetében meghatározni, mint azok tényleges valós értéke. Ez abból a mögöttes feltételezésből adódik, hogy a – tudományos

és gyakorlati pénzügyekben jártas szakemberek szakmai álláspontja – szerint a másodlagos piacon kialakult árfolyam jól jelzi egy részvény valós értékét (Kecskes et al. 2019).

Az alulárazódás kiszámolása egyáltalán nem egy bonyolult matematikai folyamat. Lényegében egy százalékos eltérés kalkulálását igényli, amely során az a kibocsátási árfolyamhoz kell viszonyítani az első kereskedési napon kialakult záró árfolyam és a kibocsátási árfolyam különbségét (Geddes 2005).

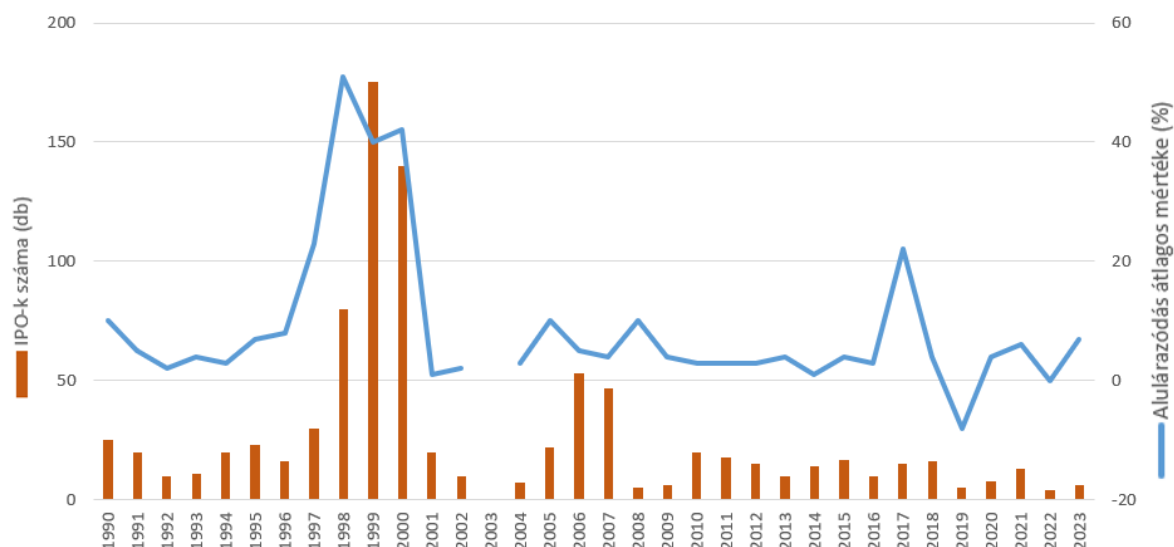
Az IPO részvények alulárazódása már egy jó fél évszázada megfigyelt jelenségnek tekinthető szerte a világon, ahol van olyan fejlett a tőkepiac, hogy vállalatoknak van lehetőségük tőzsdei úton finanszírozni a stratégiai növekedéseiket. Az IPO részvények alulárazódása időről időre piaconként, sőt iparáganként eltérőnek tekinthető. Loughran et al. (2024) által készített IPO statisztikák alapján az alulárazódás átlagos mértéke az Európai Unió tagállamaiban 17,65%-nak tekinthető. A legalacsonyabb átlagos alulárazódás Ausztria, míg a legmagasabb Görögország tőkepiacain figyelhető meg (5. ábra). A jelentősebb tőkepiaccal rendelkező EU-s tagállamok közül szükséges kiemelni Németországot és Franciaországot, ugyanis ezen két országban is az alulárazódás mértéke meglehetősen változó volt az elmúlt 3 évtizedben. Mindkét országban az ezredforduló környékén volt a legmagasabb az IPO részvények alulárazódásának mértéke. Ez Németországban 53%, míg Franciaországban 16% körül lehetett. Franciaországban ugyanezt a szintet a 2008-as pénzügyi válság idejében sikerült elérnie az IPO tranzakcióban részt vevő vállalatok esetében. Továbbá az is megfigyelhető a két ország példáján, hogy ezekben az időszakokban volt a tőzsdei bevezetések száma kiugróan magas a többi évekhez képest (6. és 7. ábra).

5. ábra Alulárazódás átlagos mértéke az egyes EU-s tagállamokban (1971-2023)



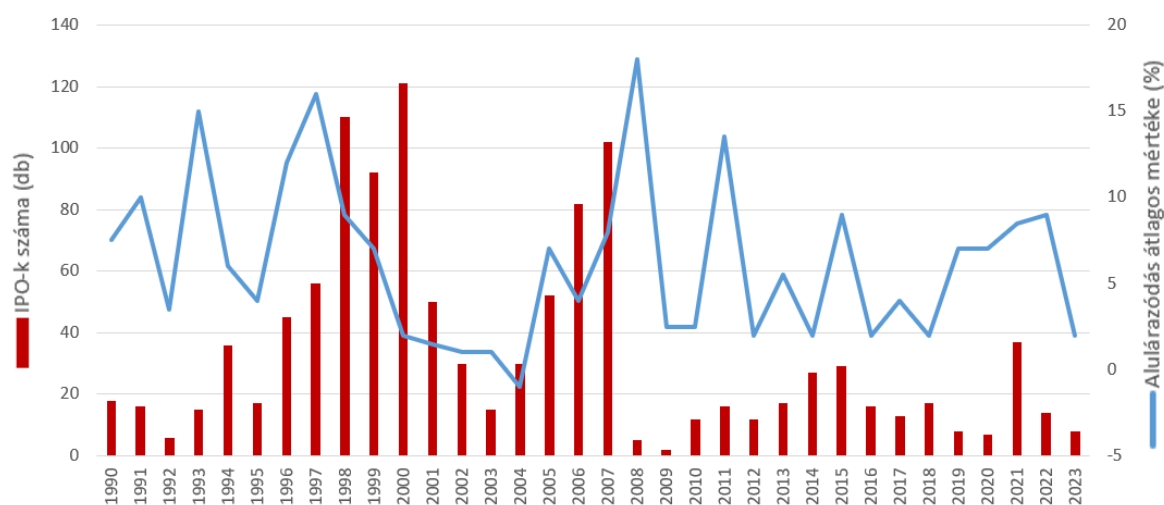
Forrás: Loughran et al. (2024) alapján saját szerkesztés

6. ábra Az IPO-k száma és az alulárazódás átlagos mértéke Németországban (1990-2023)



Forrás: Loughran et al. (2024) alapján saját szerkesztés

7. ábra Az IPO-k száma és az alulárazódás átlagos mértéke Franciaországban (1990-2023)



Forrás: Loughran et al. (2024) alapján saját szerkesztés

Németország és Franciaország példájából is látni lehet, hogy a 2008-as év egyfajta töréspontnak számított az IPO-k számának alakulásában. Valószínűsíthető, hogy a 2008-as pénzügyi válság és az azt követő konszolidációs időszak egyáltalán nem kedvezett a tőzsdéi bevezetések, illetve az elsődleges részvénykibocsátások szempontjából. Az Európai Unión kívüli országokban is meglehetősen változó az IPO részvények alulárazódásának átlagos mértéke. 1960-tól 2023-ig az Amerikai Egyesült Államokban végrehajtott IPO tranzakciók során az alulárazódás átlagos mértéke 17,5% volt, míg az 1959-től 2020-ig tartó időszakban az Egyesült Királyságban az alulárazódás átlagosan 15,7% volt. Meglehetősen extrém nagyságú

alulárazódást azonban Kínában lehet megfigyelni. Kínában 1990-2023-as időszakban 155,7%-kal árazták alul az IPO részvényeket átlagosan. A legalacsonyabb különbség átlagosan a tőzsdére újonnan bevezetésre kerülő részvények és az első kereskedési nap záró árfolyamai között Oroszországban figyelhető meg. Az orosz tőkepiacon az IPO-k alulárazottsága 3,3%-os mértéket vett fel átlagosan (3. táblázat).

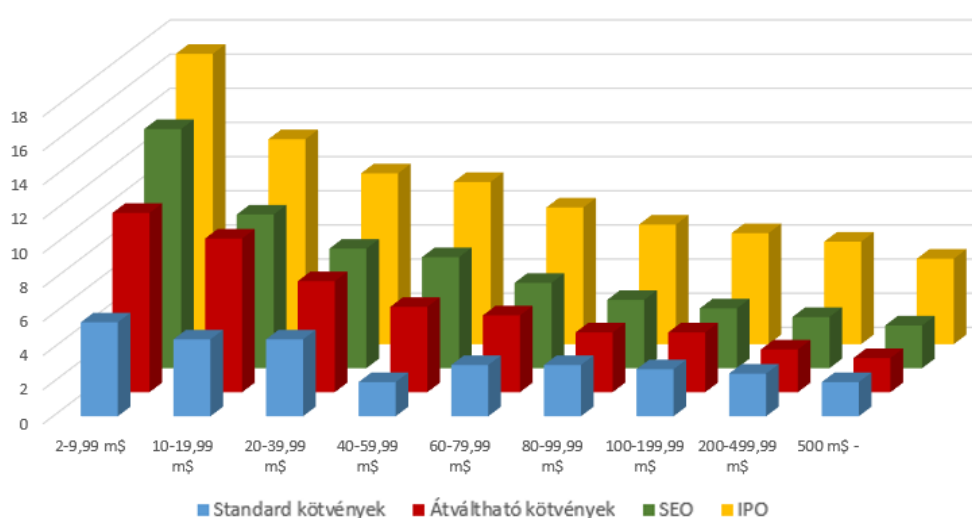
3. táblázat Az IPO alulárazódás átlagos mértéke az EU-n kívüli főbb országokban

Ország	IPO részvények átlagos alulárazódásának mértéke	Megfigyelt időszak
Amerikai Egyesült Államok	17,5%	1960-2023
Egyesült Királyság	15,7%	1959-2020
Kanada	6,8%	1971-2023
Svájc	24,6%	1983-2021
Kína	155,7%	1990-2023
Japán	49,3%	1970-2023
Dél-Korea	52,7%	1980-2023
Oroszország	3,3%	1999-2013

Forrás: Loughran et al. (2024) alapján saját szerkesztés

Az IPO részvények alulárazódása alapvetően negatívan érinti a kibocsátó társaságot a tranzakció szempontjából. Maga a tőzsdéi bevezetés és az ezen az úton történő elsődleges nyilvános részvénykibocsátás során szerzett tőke az egyik legdrágább megoldása a forrásszerzésnek, hogyha az IPO közvetlen költségét vesszük figyelembe és összehasonlítjuk azokat a többi külső finanszírozási megoldásokkal (8. ábra).

8. ábra Külső finanszírozási formák közvetlen költségei a tranzakció méretek %-ában



Forrás: Inmoo et al. (1996) alapján saját szerkesztés⁹

⁹ SEO: Másodlagos részvénykibocsátások angol megfelelőjének rövidítése

Az IPO részvények (valamint szinte az összes külső finanszírozás) esetében is erőteljes méretgazdaságossági problémát lehet felfedezni, de az ezzel összefüggésben lévő közvetlen költségek mégis eltörpülnek az alulárazódásból származó közvetett költségekhez képest (Halász-Kecskés 2019). Maga az alulárazódás, mint közvetett költség azt jelenti vállalati pénzügyi szempontból, hogy a kibocsátó társaság jelentős tranzakciós bevételtől esik el a IPO részvények kibocsátása során. Ritter (1998) egyenesen úgy fogalmaz, hogy az alulárazódás, mint közvetett költség a kibocsátó társaság „asztalon hagyott pénze”, ugyanis ez azt jelenti, hogy jóval magasabb ajánlati árfolyamon is kibocsáthatta volna a részvényeket, ezzel növelve az IPO tranzakció bevételét. Ezen kívül nemcsak a kibocsátó társaság maga, hanem az exitelni kívánó alapító-tulajdonosok, korábban csatlakozott üzleti angyalok, illetve intézményi kockázati tőkebefektetők is előnytelenebb helyzetbe kerülnek, hiszen ők is jóval kisebb hozamot realizálnak a befektetésük likvidálásából, mint amekkorát potenciálisan realizálhattak volna, amennyiben rögtön kiszállnak a tőzsdei bevezetés során. Effektíve a rövid távú alulárazódás az IPO részvényeket megvásárló intézményi és kisbefektetőknek biztosít erőteljes hozamot, de azt is csak az első kereskedési napokban.

2.5. Az IPO részvények teljesítménye hosszú távon

Az elsődleges nyilvános részvénykibocsátások során első ízben kibocsátott részvények másodlagos piaci teljesítményével kapcsolatosan azonban azt lehet megfigyelni hosszabb távon, hogy az IPO részvények túlárazottaknak számítanak (Kecskés et al. 2019). Ez azt jelenti, hogy az újonnan kibocsátásra került részvények jellemzően alulteljesítik a már korábban bevezetett vállalatok részvényeit. Ezt a jelenséget azonban jóval kevésbé kutatták az elmúlt évtizedekben, általánosságban véve mondhatni kevésbé ismert tulajdonsága is ez az IPO részvényeknek. Hovatovább maga a jelenség körül is számos vita keletkezett már tudományos területeken. Shayne és Soderquist (1995) szerint Loughran és Ritter volt az első szerzőpáros, akik felfigyeltek az IPO részvények túlárazottságára és két jelentős következtetést vontak le ezen értékpapírokra vonatkozóan.

Shane és Soderquist (1995) rámutatott arra, hogy tőzsdei bevezetéseket az esetek többségében olyan piaci körülmények között végzik a potenciális kibocsátók, amikor a piac egésze jobban teljesít az átlagnál. Összességében akkor hajtanak végre tőzsdei bevezetést és azzal járó újonnan kibocsátást a részvénytársaságok, amikor a piac körül-belül 22,7%-kal múlja felül az átlagos múltbéli teljesítményét. Egyes szakirodalmakban ezekre az időszakokra úgy hivatkoznak, mint „hot-market”-re, amely lényegében az IPO végrehajtása szempontjából kedvező piaci helyzetet jelölnek. Helwege és Liang (1996) jellemzése alapján

egy IPO-ra kedvező piaci időszakban az IPO-k száma megnő, az alulárazódás is jellemzően magasabb, gyakori az IPO részvények túljegyzése, túlsúlyban vannak az inkább kisebb méretű IPO tranzakciók, illetve olyan ágazatokban tevékenykedő vállalatok is megjelennek tőzsdei finanszírozás igényével, amelyek az átlagos piaci körülmények között szinte egyáltalán nem voltak jellemzőek. Ilyen időszakoknak számítanak az elmúlt évtizedekből például az 1990-es évek második felében lezajló dotkomlufi, a 2008-as pénzügyi válságot megelőző néhány év, valamint a 2021-es IPO robbanás az USA-ban, amikor 2682 db kibocsátó lépett tőzsdére világszinten köszönhetően a Covid válság utáni globális gazdasági nyitásnak, az abból fakadó növekvő eredményeknek, illetve az ehhez alkalmazkodó monetáris politikáknak (Pwc 2021).

A megfigyelések alapján az IPO részvények alulteljesítik nem csak a tőzsdére már bevezetett részvényeket, még a másodlagos részvénykibocsátásokat is. Ezt azzal bizonyította be Loughran és Ritter, hogy az 1970-1990-es időszakra vonatkozóan két hipotetikus befektetési stratégiát hajtottak végre. Az egyik IPO részvények megvételét és megtartását jelentette, míg a másik nem újonnan kibocsátott részvények megvásárlását és megtartását foglalta magában. Mindkét stratégiát 5 éves időszakban elvégezve azt figyelték meg, hogy sokkal jobb teljesítményt lehetett elérni, hogyha a tőzsdén már legalább 5 éve jelenlévő érettebb vállalatok részvényeibe fektet be a befektető, minthogy IPO részvényekbe. Ezt jelenséget azonban a gyakorlati pénzügyekben is sokszor emlegették elismert befektetők, akiknek mondanivalója tulajdonképpen azt tartalmazta, hogy hosszú távon befektetni IPO részvényekbe egyáltalán nem helyes döntés. Például Benjamin Graham és Warren Buffet is úgy nyilatkozott, hogy ahogyan az IPO részvények többnyire kedvező időszakban kerülnek kibocsátásra a kibocsátók szempontjából, úgy a befektetők szemszögéből kedvezőtlen az az időszak (Shayne-Soderquist 1995).

Kecskés et al. (2019) szerint maga a túlárazás jelensége befektetési szempontból jóval fontosabb lehet az alulárazódáshoz képest. Mondhatni maga hosszú távú túlárazás az IPO piacok hatékonytalanságából származik és ennek egyik legnagyobb haszonélvezőjének az IPO előtti tulajdonosi kör tekinthető. Shayne-Soderquist (1995) úgy gondolja, hogy az tőzsdei bevezetéssel együttesen megvalósított elsődleges nyilvános részvénykibocsátás egy folyamatos vagyontelődást idéz elő az IPO részvényt megvásárló befektetőktől a kibocsátó, illetve a mögötte lévő IPO-t megelőző tulajdonosok felé.

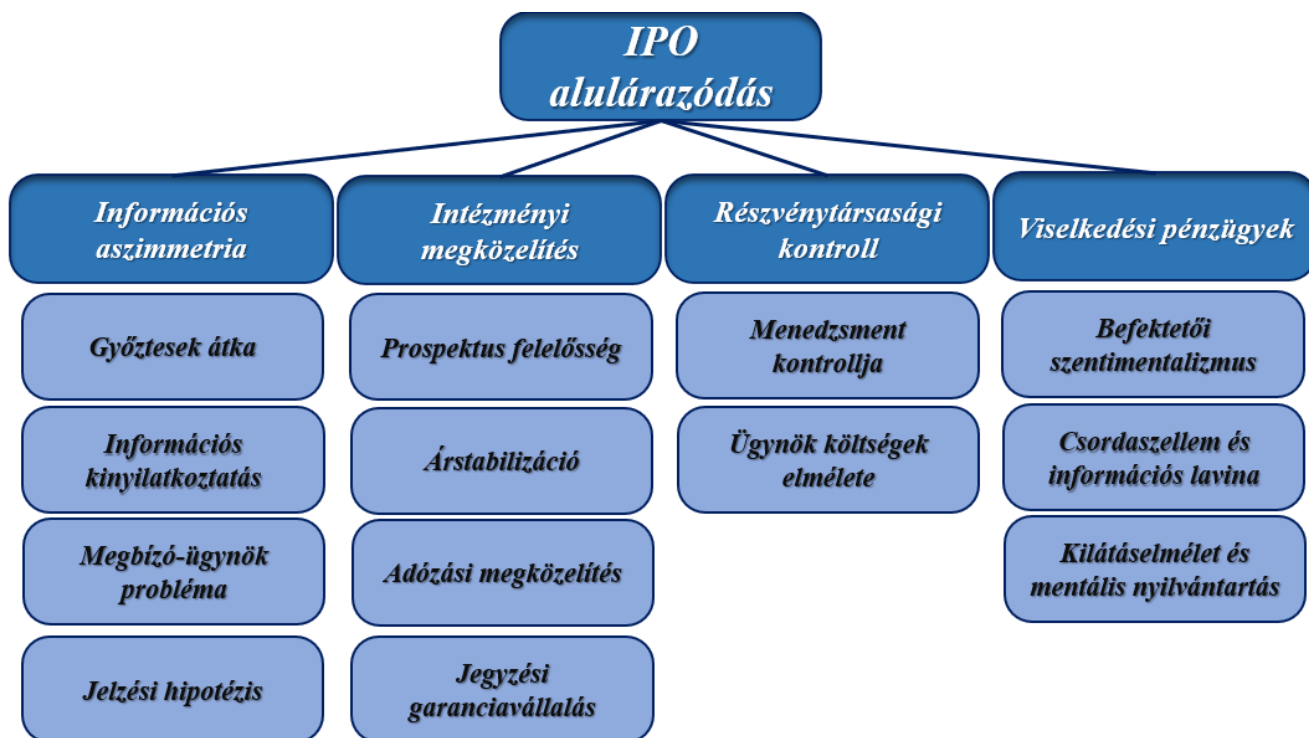
Az IPO részvények túlárazottságával kapcsolatosan akadémikus berkekben meglehetősen változatos tapasztalatokat vázoltak fel az elmúlt két évtizedben, tulajdonképpen ez a téma az egyik legellentmondásosabb a tőzsdei bevezetésekkel összefüggő kutatásokban. Például Jakobsen és Sorensen (2001) úgy számol be a jelenségről, hogy nincs semmiféle

kézzelfogható magyarázata az IPO részvények túlárazottságának, de önmaga a jelenség viszont létezik. Ezzel szemben egyes kutatások magyarázatként a viselkedési pénzügyekre, a módszertani hibákra, valamint a rövid távú alulárazódás elméleteire hagyatkozva adtak valamilyen magyarázatot arra, hogy miért létezik az IPO részvények túlárazottsága. A legújabb kutatásokban is kifejezetten egy olyan kettősség van kialakulóban, amelyben a kutatók egyik része a túlárazottságot a piaci hatékonyság, míg a másik része a viselkedési pénzügyek elméleteivel magyarázza (Abukari és Vijay 2011, How 2000, Lee et al. 1996, Ritter 1991). Ezzel szemben kutatók kifejezetten arra jutottak, hogy az IPO részvények nemhogy nem teljesítenek alul a piaci átlaghoz képest, hanem még túlteljesítik azt, tehát a túlárazottságot egyenesen cáfolták. Ezen kívül néhány módszertani vita is fellelhető az IPO részvények túlárazottságát taglaló szakirodalmakban, ugyanis nem kevés kutató számolt be arról, hogy maga a tőzsdére újonnan bevezetett részvények túlárazottságával összefüggésben különböző módszertanok mentén eltérő következtetésekre lehet jutni (Perara-Kulendran 2016).

3. AZ IPO RÉSZVÉNYEK ALULÁRAZÓDÁSÁNAK OKAI

Az tőzsdére bevezetésre kerülő vállalatok által végzett elsődleges nyilvános részvénykibocsátások alulárazódásával összefüggésben számos elméleti megközelítés született a tudományos és gyakorlati pénzügyekben. Az alulárazódás elméleteit ajánlatos elsősorban rendszerbe foglalni, ugyanis az egyes elméletek részben egymást is magyarázhatják, illetőleg nagyon hasonló feltételezésekből indulnak ki. Ljungqvist (2004) nyomán négy alapvető kategóriát lehet elkülöníteni, mégpedig az információs aszimmetria, a viselkedési pénzügyek, más szóval a pénzügyi viselkedés, az intézményi megközelítések, valamint a vállalati irányítás elméleteit. Egyik-másik magyarázati csoportba tartozó elméleteket az elmúlt évtizedekben lépten-nyomon tesztelték már kutatók nemzetközi berkekben. Az információs aszimmetria elméletei közé tartozik a győztesek átka, az információs felfedés, a megbízó-ügynök probléma, és a jelzési elmélet. Az intézményi megközelítések közé sorolható a prospektusfelelősség, az árstabilizáció, az adózási megközelítések és a jegyzési garanciavállalás. Harmadik nagyobb elméleti családba, a részvénytársasági kontroll elméleteibe tartozik a menedzsment kontrollja, valamint az ügynök költségek elmélete. Ezekkel szemben a viselkedési pénzügyek kategória tartalmazza a befektetői szentimentalizmus, a csordaszellem, a várakozási és mentális nyilvántartás elméleteit (9. ábra).

9. ábra Az IPO részvények alulárazódásának elméleti megközelítései



Forrás: Ljungqvist (2004) alapján saját szerkesztés

3.1. Az információs aszimmetrián alapuló magyarázatok

Az információs aszimmetria az IPO-k vonatkozásában számos módon megjelenhet a szereplők között. A tőkepiacon – mint ahogy más piacokon is általánosságban – megjelenik az a fajta piaci tökéletlenség, hogy egyik-másik szereplő eltérő információkkal rendelkezik az adott pénzügyi eszközről, jelen esetben az IPO részvényekről és a mögötte lévő kibocsátóról. Mivel a tőzsdei bevezetés három fő aktora a kibocsátó, a befektetési vállalkozások, valamint a befektetők, így az IPO részvények alulárázódásának információs aszimmetriával való magyarázása alapvető feltételként tekinti azt, hogy ez a három szereplő más mennyiségű és minőségű információk birtokában vannak, ezáltal maga a tőkepiac nem feltétlenül tudja a leghatékonyabb módon allokálni a forrásokat (Ljungqvist 2004).

Talán a legnépszerűbb és leggyakrabban emlegetett elmélet az információs aszimmetriák elméleti modelljében az Akerlof tragacspiának tőkepiacra kiterjesztett változata, amely a győztesek átka megnevezéssel lelhető fel megannyi szakirodalomban. Rock (1986) úgy magyarázza a győztesek átka elméletét, hogy egy alapvető kiinduló feltételezést tesz. Az egyik az, hogy vannak olyan befektetői csoportok, amelyek sokkal jobban informáltabbak a kibocsátó valós, belső értékéről, mint a befektetői közösség általánosságban, vagy akár a befektetési vállalkozások is. A jól informált befektető csakis akkor hajlandó jegyezni az újonnan kibocsátásra kerülő részvényekből, hogyha az megfelelő módon van árazva, ezzel szemben a nem jól informált befektetői közösség nem tud különbséget tenni a jól árazott és rosszul árazott – vonzó és kevésbé vonzó – IPO részvények között. Ennek az alapfeltételezésnek a következménye a győztesek átka, amely tulajdonképpen a kevésbé informált befektetők problémáját jelöli. Ha egy alulárázódástól mentes világot képzelünk el, akkor a kevésbé informált befektetők jegyzik csak le a kevésbé vonzó IPO részvényeket, míg a megfelelően árazott papírok esetében az allokáció során a jól informált befektetők is megjelennek, sőt szélsőséges esetben csakis a jól informált befektetők jutnak hozzá az új kibocsátásokhoz. Ebből következik, hogy a kevésbé jól informált befektetők jóval kevesebb hozamot realizálnak az IPO részvényekből, mint az átlagos alulárázódás mértéke, sőt az extrémítás határait súrolva ki lehet jelenteni, hogy többnyire túlárázott IPO részvényekhez jutnak az allokáció során és csak negatív hozamot, veszteséget tudnak elérni. Mivel a kevésbé jól informált befektetők tudván azt, hogy nem igazán képesek felmérni a kibocsátó vállalat és annak újonnan kibocsátásra kerülő részvényeinek értékét, így nem is szándékoznak inkább beszállni az IPO-ba. Ennek pedig csak az lesz a következménye, hogy a jól informált befektetők maradnak a piacon, amelyekből viszont jóval kevesebb van és az általuk kínált tőke kevésnek

bizonyul összességében a vállalat forrásigényeihez képest. Ennek a problémának a kezeléséhez a valóságban a befektetési vállalkozásoknak azt kell tenniük mindenképpen, hogy alulárazzák az IPO részvényeket, így a kevésbé jól informált befektetők által elképzelt várható hozam semmiképpen sem lesz negatív. Fontos kiemelni, hogy egy vonzó befektetési lehetőségként megítélendő IPO, amely alulárazott, még inkább vonzó tud lenni nem csak a kevésbé informált, de a jól informált befektetők számára is. Ljungqvist (2004) összegezve a nemzetközi empirikus kutatásokat további megállapításokat tett a győztesek átka elmélet kapcsán. Az első tulajdonképpen arról szól, hogy létezik az alulárazódásnak egy, a piac által természetszerűen kialakított egyensúlyi szintje. Attól függően, hogy az allokációban milyen arányban jutnak hozzá a jól és kevésbé jól informált befektetők az IPO részvényekhez, pontosan úgy szükséges csak alulárazni az új kibocsátásokat, hogy a kevésbé jól informált befektetők a piacon maradjanak, azaz az általuk realizált hozam átlagban zérus, illetve a jól informált befektetők által realizált hozam fedezze az információ megszerzésének és feldolgozásának költségét. Lényegében ez az megfelelő alulárazódási szint az, amely a gyakorlatban a minimális alulárazást jelentené. További megállapítások közé tartozik, hogy maga az alulárazódás mértéke sokkal kisebb, hogyha az informáltság eltérése kisebb a jól informált és a kevésbé jól informált befektetők között, amihez tulajdonképpen az szükséges, hogy az információ homogén módon legyen eljuttatva az egész befektetői közösség számára. Ennek fordított megfogalmazása is igaz, miszerint minél nagyobb az ex ante információs aszimmetria, annál nagyobb az alulárazódás mértéke. A győztesek átka kapcsán végezetül kijelenthető, hogy amennyiben létezik az alulárazódásnak egy optimális (minimális) szintje, van egy maximális nagysága is, amely a befektetési vállalkozás szempontjából bír jelentőséggel. Ha a befektetési vállalkozás túlságosan alulárazza az új kibocsátású papírokat, akkor potenciálisan elvesztheti a kibocsátót, mint ügyfelet. De nem szabad ezt a kérdéskört a befektetők szemszögéből sem figyelmen kívül hagyni, hiszen, ha a befektetési vállalkozás nem árazza alul az IPO részvényeket eléggé, akkor meg befektetői ügyfeleket veszíthet el, amiért potenciálisan rossz befektetésnek számító pénzügyi eszközöket allokál feléjük. Kecskés és szerzőtársai (2019) szerint a valóságban az alulárazódás megfelelő mértékének megtalálása egy nagyon nehéz feladatot jelent a befektetési vállalkozások számára, hiszen tisztában kell lenniük hozzá a győztesek átka elmélete alapján az információs hátrányokkal és azok kezelésével kapcsolatban annak érdekében, hogy az IPO az idealizált tőkepiaci hatékonyságnak megfelelően történjen. Összességében az elmélet szerint az ex ante információs aszimmetria jelenléte a befektetői csoportok között mindenképpen ahhoz fog vezetni, hogy az alulárazódás megjelenjen.

Következő – győztesek átkához akár közvetetten is kapcsolható – információs aszimmetriával összefüggő elmélet nem más, mint az információs kinyilatkoztatás elmélete. Ljungqvist (2004) nyomán az előző elmülethez hasonló módon egy olyan világból kell kiindulni, ahol nincsen alulárazódás és feltételezni kell azt, hogy az IPO részvények forgalmazása a könyvépítés módszerével történik. A könyvépítésben fontos az árazáshoz az, hogy a befektetési vállalkozások az egyes befektetőktől való indikatív árajánlatokat kérjenek, ezzel pedig a befektetők értéktételeteről is tudjanak valamit állítani. Az információs aszimmetria létezéséből adódóan vannak olyan befektetők, akik sokkal jobban informáltak a többi befektetőhöz képest és a befektetési vállalkozások az ő értéktételeterükre kíváncsiak a leginkább. Viszont a jól informált befektetői kör által nyújtott információk az árazásra vonatkozóan torzítóak tudnak lenni, amennyiben nincs semmiféle ösztönző elem abban, hogy tényleg a való értéktételeterüket fedjék fel. Ha nincs alulárazás, akkor nem éri meg a jól informált befektetőnek azt megvallania a befektetési vállalkozással való találkozások során, hogy elég jónak ítéli a kibocsátót ahhoz, hogy magas kibocsátási árfolyamon is lejegyezze az IPO részvényeket, hiszen akkor az jóval kevesebb hozamot eredményezne a későbbiekben. Sőt alulárazás nélkül kontraproduktív is tudna lenni a könyvépítés folyamata, mert a jól informált befektető inkább az ellenkezőjét fogja állítani a pozitív megítélésnek – a kibocsátóról azt nyilvánítja ki, hogy a jövőbeli növekedési kilátásai rosszak, holott egyáltalán nem ezt gondolja –, hiszen ez alacsonyabb ajánlati árat és magasabb hozam realizálásához vezethet. A befektetési vállalkozás azzal a kihívással szembesül ilyenkor, hogy rávegye a jól informált befektetőket arra, hogy megbízható módon, a tényleges értéktételeterüknek megfelelően nyilatkozzanak arról, hogy az adott újonnan kibocsátásra kerülő részvényt milyen árfolyamon és milyen mennyiségben vásárolná meg. Ennek pedig eszköze maga az alulárazódás. Kecskés et al. (2019) úgy fogalmazza meg ezt az elméletet tömören, hogy a befektetési vállalkozások az alulárazással kompenzálják azokat a befektetőket, akik felfedik a társaság (és részvényei) értékével kapcsolatos álláspontjukat.

Az eddigi elméletek egymáshoz annyiban hasonlítottak, hogy a különböző befektetői csoportok közötti informáltság eltérését hangsúlyozták ki, de eltérő informáltság fellelhető akár a kibocsátó és a befektetési vállalkozás között is. Ezen a megközelítésen alapszik a megbízó-ügynök probléma. Ez az elmélet kifejezetten a dot-com válság idejében volt népszerű, amikor is a befektetési vállalkozások zöméről kiderült, hogy az alulárazódás keretében egyfajta vagyoneletolódást hajtanak végre a társaság tulajdonosai felől a befektetők felé, miközben a befektetők versenyeztek az alulárazott IPO részvényekért úgy, hogy akár többlet jutalékot is fizettek a befektetési vállalkozások felé, ezáltal egyfajta járadékadásati tevékenységet

szolgált ki maga a befektetési vállalkozás. Másrészt az ezredforduló idején egy morálisan megkérdőjelezhető jelenségre is felhívták a figyelmet, a preferenciális részvényallokációra, másnéven spinning-re, amely keretében a kellően attraktív kibocsátásokból származó IPO részvények egy részét az ügyfeleknek számító társaságok vezető tisztségviselőinek, igazgatósági tagjainak allokálták annak reményében, hogy azok továbbra is folytassanak üzleti kapcsolatokat és a jövőben továbbra is jövedelmező vételi vagy eladási megbízásokat adjanak. Baron (1982) leírása alapján egy komoly erkölcsi kockázat jelenik meg a megbízó és az ügynök között, konkrétan a kibocsátó és a befektetési vállalkozások között. A kibocsátó által a befektetési vállalkozás felé fizetett díjak, jutalékok az IPO tranzakció méretével arányosak. Mivel az IPO részvény kibocsátási árfolyama alapvető tényezőnek számít a tranzakció méretében, így az alulárazódás nagysága fordított relációban van a szerezhető jutalékkal. Ez alapvetően arra sarkallja a befektetési vállalkozásokat, hogy az alulárazódás lehetőleg alacsony legyen, ám előfordulhat az, hogy a befektetési vállalkozás alulárazódásból származó többlet nyeresége meghaladja az implicit jutalékvesztést, amelyből arra lehet következtetni, hogy a befektetési vállalkozásnak érdekellentéte adódhat a saját üzleti működéséből adódóan a kibocsátóval. A kibocsátó a befektetési vállalkozást bízta meg az árazási feladatok ellátásával, hiszen a befektetési vállalkozás az egyetlen szereplő, aki a könyvépítés keretében átlátja a piaci keresletet. A befektetési vállalkozások pedig a piaci információk tudatában a saját érdekeiket követve a várható piaci kereslet függvényében alakítják ki a jutalék és az alulárazódás nagyságát. Ljungqvist (2004) a jutalék és az árazás nagyságát a kereslet függvényében úgy vázolta fel, hogy amennyiben a valószínűsíthető kereslet kicsi, a befektetési vállalkozás magas jutalékot és alacsonyabb árat, míg nagyobb kereslet esetében alacsony jutalékot és magasabb árat alkalmaz. Ezzel lényegében optimalizálja a befektetési vállalkozás az értékesítési erőfeszítéseit a piaci kereslet függvényében. A befektetési vállalkozás felől tehát egy információs aszimmetriával terhelt valóságban mindenképpen megjelenik az alulárazódás. Két fajta módszer létezik teoretikusan az erkölcsi kockázat és az abból adódó alulárazódás visszaszorítása kapcsán. A kibocsátó megtehetné, hogy folyamatosan ellenőrzi és monitorozza a befektetési vállalkozás értékesítési tevékenységét, vagy úgy alakítják ki a jutalékrendszert, hogy az sokkal közvetlenül függjön a kibocsátási árfolyamtól pozitív értelemben. Azonban ezen módszerek csupán költség átváltást jelentenek, minthogy tényleges megoldást az alulárazódás problémájára, hiszen a monitoring tevékenység és a megnövekedett jutalékok ugyanúgy komoly közvetlen költséget jelenthetnek az IPO során, mint a közvetett költségként szereplő alulárazódás. Lényegében ez a fajta alulárazódási elmélet csak abban az esetben nem működik, hogyha a kibocsátó és a befektetési vállalkozás ugyanaz az intézmény.

Az IPO három szereplője közül egyetlen lényeges kapcsolat nem került még említésre, mégpedig a kibocsátó és a befektetők közötti viszony, amelyből alapján véve egy módfelett érdekes ellentmondásra lehet jutni. Ibbotson (1975) szerint a kibocsátók és a befektetők közösség közötti információs aszimmetriára épít a jelzési hipotézis. A kibocsátók jóval több információval rendelkeznek az üzletmenetükből keletkező pénzáramok kockázatairól, illetőleg azok jelenértékéről, mint a befektetők. Ezen elemek viszont esszenciális fontosságúak az IPO részvények értékelése szempontjából. A kibocsátóknak is érdeke az alulárázódás, mert ezzel lényegében jelezhetik a maguk valós értéküket. Mondhatni a jó befektetési lehetőségként értelmezhető kibocsátó az alulárázás megengedésével jelezheti a befektetők számára, hogy ténylegesen egy vonzó befektetési alternatíva. Ez önmagában elég költséges tud lenni, de megérheti, hogyha a kibocsátó a későbbiekben visszatér a szabályozott tőkepiacra egy másodlagos részvénykibocsátást végrehajtani és a befektetők az IPO során átélt tapasztalataik alapján pozitív asszociációkat fogalmaznak meg vele szemben. Ennek közvetlen következménye pedig az lesz, hogy a későbbi kibocsátást a kibocsátó szemszögéből nézve sokkal vonzóbb kibocsátási árfolyamon lehet megvalósítani. Kiemelendő, hogy ezt csakis a jó minőségű kibocsátók tehetik meg nyugodtan annak reményében, hogy később az asztalon hagyott pénzt visszaszerezzék. Erre egy rosszabb minőségű kibocsátó kevésbé lesz alkalmas. A jelzési hipotézis elmélete összességében arra épít, hogy az alulárázás segítségével a kibocsátó jó képzettársítást alakítson ki saját magával kapcsolatban a befektetők körében. Ljungqvist (2004) ezt az elméleti megközelítést annyiban illeti kritikával, hogy a kibocsátó felől nem feltétlenül a legbiztosabb és leggazdaságosabb jelzési módszer a vállalat belső értékéről a befektetők felé, ugyanis számos más lehetőség is lehetne erre, amely kevésbé költséges bizonyul. Ilyen lehetne például a jobb reputációval rendelkező befektetési vállalkozás, nagyobb és híresebb könyvvizsgáló cégek megbízása, kockázatitőke-befektetők bevonása még az IPO előtt. Már önmagában, ha voltak olyan üzleti angyalok, illetve kockázatitőke-alapok, amelyek a bizalmukat fektették az IPO-ra készülő társaságba, akkor az már önmagában is jelzésértékű. Innen is látszik, hogy az egyes saját tőke finanszírozási formáknak megvan a maguk egymást segítő komplementaritása. A kockázatitőke-társaságok és üzleti angyalok meglehetősen kiterjedt kapcsolatrendszerrel rendelkeznek a befektetők közösségben, amelyek elősegíthetik nemcsak önmagában az elsődleges, de még a későbbi másodlagos részvénykibocsátások sikerességét is.

3.2. Intézményi elméletek

Az intézményi megközelítés általánosságban a befektetési vállalkozásokra vonatkozó jogszabályokat és az adott országban jelenlévő különböző perszonális adók hatásait veszik elsődlegesen figyelembe. Mondhatni ezen elméleti csoport az új intézményi közgazdaságtan egyfajta alkalmazásának tekinthető. Farkas (2021) úgy fejezi ki az új intézményi közgazdaságtan írott szabályait, hogy azok a gazdasági társaságokat irányítják és tágabb értelemben véve azon jogszabályokat, szabályzatokat, alkotmányokat jelentik, amelyek nem csak a kormányzatot, a politikát, hanem a pénzügyeket is koordinálják.

Első és talán az egyik leghíresebb intézményi elméletnek tekinthető az IPO alulárazódás témakörén belül a prospektusfelelősség. Ibbotson (1975) alapján ez a megközelítés arról szól, hogy a befektetési vállalkozásoknak és a kibocsátóknak mindenképpen céljuk elkerülniük azt, hogy a befektetői közösség a kibocsátási dokumentumban történő hibás információkra, vagy elhallgatott információkra hivatkozva beperelje a társaságot félrevezető üzleti magatartásért. Egy értékpapírpiaci jogi pereskedésben pedig alperesnek lenni meglehetősen nagy költségekkel jár, sőt a kibocsátó, valamint a befektetési vállalkozás hírnevének rovására is mehet. A befektetők ezt értelemszerűen csak akkor tennék meg, ha tendenciózusan csak veszteségeket érnek el az IPO részvényeken. Ennek elkerülése érdekében a befektetési vállalkozások mindenképpen alulárazni szándékozzák ezeket a papírokat, hogy a kellemetlen jogi aktusokat elkerüljék. Fontos megjegyezni, hogy ez az elmélet erőteljesen USA centrikus, hiszen ezen a fejlett tőkepiacon van a befektetői közösségnek inkább jogi lehetősége arra, hogy peres útra terelje az IPO során elszenvedett hatalmas veszteségeket. Ám az alulárazódás jelensége globális, míg ez a fajta jogi szabályozás egyáltalán nem. Például Németországban, Japánban vagy az Egyesült Királyságban ez a fajta indok az alulárazásra gazdasági szempontok alapján egyáltalán nem mondható jelentősnek.

Ruud (1993) alapján az elsődleges nyilvános részvénykibocsátások alulárazódásának egyik oka maga az árstabilizáció és az árfolyam stabilitásának fenntartására való törekvés. Az árstabilizációs módszerek alkalmazása dacára annak, hogy ármanipulációnak számít, a legtöbb tőkepiacon engedélyezve van az értékpapírpiaci hatóság és felügyeletek által. Az árstabilizáció alkalmazásával az IPO részvény árfolyamok emelkedése megengedett, de a piaci árfolyam kibocsátási árfolyam alá történő csökkenése semmiképpen sem. Az árstabilizációt önmagában könnyebb végrehajtani alacsonyabb kibocsátási árfolyam mellett, ráadásul az alulárazás egyfajta ellentételezésként is funkcionálhat a befektetők számára azért, hogy ne csak rövid távú profit reményében szálljanak be egy IPO sztoriba, hanem hosszabb távon egyfajta

elköteleződést nyújtsanak. Ljungqvist (2004) ezenkívül azt is hozzáteszi, hogy ebben az elméletben szintén érdeke a kibocsátónak is az alulárázódás, mert hírnév és a befektetői bizalom megtartása érdekében nem szabad engedni azt, hogy a piaci árfolyam az ajánlati ár alá csökkenjen, márpedig empirikus tapasztalatok alapján az IPO részvények árfolyamának volatilitása az első kereskedési napokban, hetekben kifejezetten magasnak számít.

Az intézményi elméleteknek elméleti csoportjának harmadik eleme az adózási megközelítés. Rydqvist (1997) arról számolt be, hogy Svédországban 1990 előtt a munkavállalásból származó jövedelem adója jóval magasabb volt, mint tőkejövedelem adója. Ez arra ösztönözte azon kibocsátókat, hogy alulárázott IPO részvényeket allokáljanak a saját alkalmazottaik számára, ezzel pedig jóval kedvezőbb jutalmat biztosítva számukra a munkájukért. A svéd adóhatóság erre ráébredve olyan jogszabályt terjesztett elő, amelynek alkalmazásával eltűnt a lehetőség az alulárázott IPO részvényekből származó jövedelem kedvezőbb adózásával kapcsolatban és ennek eredményeképpen nagy mértékben visszaesett az alulárázódás nagysága is a svéd IPO-k során. 1990 előtt 41% volt az átlagos alulárázódás mértéke, míg 1990 után csupán 8% volt. Hasonló adózási előnyökre lehet szert tenni az USA-ban, ahol a munkavállalói és menedzsderi javadalmazásba beépített részvényopciókkal elérhető jövedelem után kevesebb adót kell fizetni, mint a csupán munkabéreként realizált jövedelem esetében (Ljungqvist 2004).

Az IPO részvények alulárázásával mindenképpen összefüggésbe szükséges hozni a jegyzési garanciavállalás intézményét, mint egyfajta szerződéses kapcsolatot a kibocsátó és a befektetési vállalkozás között. A jegyzési garanciavállalás esetében a befektetési vállalkozás teljes egészében lejegyzzi a kibocsátásra szánt részvényeket és onnantól kezdve az piaccal, valamint a kibocsátóval kapcsolatos valamennyi kockázatot viselik. A befektetési vállalkozásnak az az érdeke ebben az esetben, hogy minél hamarabb megszabaduljon az IPO részvényektől és tovább értékesítse azokat a befektetők részére, ám az ehhez tartozó kockázatért egyfajta kompenzációt eszközöl, az új kibocsátásokat alulárazza, hiszen alulárázott részvényeket sokkal egyszerűbben és gyorsabban lehet értékesíteni (Kecskés et al. 2019).

3.3. Részvénytársasági kontroll elméletei

A részvénytársaságok feletti kontroll és tulajdonlás kérdése a tőzsdei bevezetés kapcsán kulcsfontosságú, ugyanis az esetek túlnyomó többségében az IPO maga egy előrelépés afelé, hogy a tulajdonosi és menedzsmenti szerepek szétváljanak egymástól (Kecskés et al. 2019). A részvényesek egyetlen érdekük az, hogy a vállalat vezetését megtestesítő menedzsment úgy végezze el az operatív tevékenységet, valamint hozzon meg stratégiai célú beruházási

döntéseket, hogy az a tulajdonosi vagyoneértéket, avagy a befektetés tárgyául szolgáló részvényárfolyamot maximalizálja. Ljungqvist (2004) leírása szerint azon kibocsátóknál, amelyeknél a tulajdonlás és a részvénytársaság feletti kontroll szétválasztása befejezetlen, megbízó-ügynök probléma lép fel a vállalat vezetésében lévő részvényesek és az újonnan csatlakozó, nem menedzsmenti funkciókat betöltő részvényesek között. A vezetői pozícióban lévő részvényesek a saját érdekeiket képviselik a nem menedzsmeri tulajdonosok kárára. Önmagában a megbízó-ügynök probléma a szintiszta menedzsment és a részvényesek között is megjelenik. A menedzsment a saját céljait követve az egyéni előnyszerzés érdekében cselekedhet, amely nem feltétlenül esik egybe a tulajdonosi vagyoneérték maximalizálásával. Az a tulajdonosi vagyoneérték többlet, amelyet a részvényesek realizálhatnának akkor, hogyha az érdekeiket a vezetőség tökéletesen érvényesítené, ügynökköltségnek nevezzük (Vigvári 2008). A részvénytársasági kontroll elméletek az ügynökköltség, valamint a menedzsment-részvényes megbízó-ügynök problémáját veszi alapul az alulárazódás magyarázásához.

Bernnan-Franks (1997) nyomán azt lehet tudni, hogy az alulárazódás egyfajta alkalmazott eszköze a vállalat feletti kontroll megtartásának. Ennek oka abban rejlik elsősorban, hogy az alulárazódás nagysága és az IPO részvények iránti többlet keresett mennyiség között pozitív kapcsolat van. Kisebb ajánlati árfolyamok mellett kisebb részesedések fognak jutni egy befektetőre, aminek az a közvetlen eredménye, hogy az IPO-ba beszálló befektetők effektíve nem fognak tudni beleszólni az üzletpolitikai döntésekbe, viszont a tulajdonos-menedzsment mindezt további gond nélkül megteheti. Ez az elmélet lényegében azt sugallja, hogy az IPO részvények alulárazása a kontrollt megtartani kívánó tulajdonosok és a menedzsment érdekét is szolgálja.

Bernnan-Franks (1997) további hipotézist is felvázolt az ügynökköltségek és az alulárazódás kapcsán, de ez esetben egy fordított megközelítésről van szó. Az alulárazódás az ügynökköltségek csökkentésének egy eszköze, mégpedig azáltal, hogy az IPO részvények alulárazásának segítségével olyan, nagy méretű befektető felé lehet allokálni azokat, amelyek képesek ellenőrizni a menedzsment tevékenységét. Egy nagy részvényes csak annyiban hajlandó ellenőrizni, amilyen arányú a részesedése a vállalatban. Márpedig a jobb menedzsment feletti ellenőrzés érdekében olyan ösztönzőt kell alkalmazni a nagy részvénytulajdonos megnyerése érdekében, hogy még akkor is egy nagy arányú IPO részvényt jegyezzen le, hogyha az nem is feltétlenül optimális számára (mert például nem könnyen diverzifikálható a befektetés). Ez az ösztönzési eszköz pedig tulajdonképpen maga az alulárazás. Az alacsonyabb kibocsátási árfolyam segítségével tehát el lehet érni azt, hogy egy befektető nagy mértékű részesedést szerezzen a kibocsátóban, ezáltal növelje az ellenőrzést a részvénytársaság menedzsmentje

felett és a hosszú távú növekedés irányába terelje őket az üzletpolitikai döntések során és mindeközben csökkennek is az ügynökköltségek.

3.4. Viselkedési pénzügyek elméletein alapuló magyarázatok

A viselkedési pénzügyeket az alulárazódás magyarázata kapcsán az 1990-es évek végén kezdték el alkalmazni az IPO-val foglalkozó kutatók, ugyanis a dotcom válságban az IPO részvények első kereskedési napon realizálható átlagos hozama abnormális mértékeket öltött rendszerszerűen, amire az empirikus kutatások eredményei szerint sem az információs aszimmetria, sem az intézményi megközelítések, sem a kontrollról szóló elméletek nem bizonyultak kielégítő magyarázatnak. Ennek következtében számos olyan kutatásba fogtak bele nemzetközi szinten, amelyben a viselkedési pénzügyek elméletéből indultak ki. A viselkedési pénzügyek elméletcsoporton belül két fontos alapfeltételezést kell minden egyes elmélet mögött kiemelni. Az egyik kitétel az, hogy a tőkepiaci hatékonyság nem teljeskörű, míg a másik az, hogy a befektetők a befektetési döntéshozatal során csupán korlátozottan racionálisak, ugyanis döntéseik meghozatalában az irracionalitás is megjelenik (Małachowski-Gadowska 2021). Egyes empirikus kutatások rávilágítottak arra, hogy az IPO részvények piaca nagyon jó vizsgálati terep a befektetői irracionalitás szempontjából, ugyanis az IPO részvényekről nincsenek historikus adatok, fejlettebb tőkepiacokon fiatal és innovatív vállalkozások jelennek többnyire új kibocsátóként annak ellenére, hogy lekövethető üzleti múlt és átlátható üzleti működés nem társíthatóak hozzájuk. Ennek következményeképpen a befektetői képzelet szárnyalhat és elég széles körben mozoghat az a fajta vállalat érték, vagy méltányosnak gondolt IPO részvény kibocsátási árfolyam, amelyet a befektetők elképzelnek (Ljungqvist 2004).

Az első magyarázó elmélet ezen elméleti csoporton belül: a befektetői szentimentalizmus. Ljungqvist (2004) úgy jellemzi a befektetőket, hogy nagyon kevés információval rendelkeznek a kibocsátókról és alapvetően túl optimista elképzelésekkel élnek az IPO-t végrehajtó vállalat jövőbeli növekedési kilátásai kapcsán. A kibocsátónak pedig érdeke az, hogy ezt az optimista szemléletet kihasználva maximalizálja a tranzakció bevételeit, ezért optimális mennyiséget kell kibocsátania egy adott kibocsátási árfolyamon, vagy előre meghatározott részvény mennyiséget optimális kibocsátási árfolyamon kell értékesítenie az elsődleges piacon. Mivel a piac IPO részvényekkel történő elárasztása az értékpapír árfolyamának csökkenését idézi elő, az ésszerű stratégia az lenne, hogy visszatart inkább a kibocsátó valamekkora mennyiséget és kevesebb részvényt bocsát ki magasabb árfolyamon. Ebben az esetben a kibocsátási árfolyam valószínűsíthetően meghaladja a kibocsátó fundamentális értékét, és amennyiben a tőkepiaci szabályozás megengedné a

részvénykibocsátás során az árdiszkriminációt, illetőleg a részvények kibocsátástól való visszatartását ilyen közvetlenül, akkor ez az elmélet inkább az IPO részvények túlárázásának lenne egy magyarázata, hiszen a piac természetében benne van, hogy a piaci árfolyam visszatér a társaság fundamentális értékeihez, ezáltal a hosszú távú alulárázódásnak egy valid magyarázata lehetne. Azonban a valóságban árdiszkriminációval és részvények visszatartásával nem élhetnek a kibocsátók szabadon, ezért a kibocsátók nagy tételekben értékesítenek a befektetési vállalkozások közreműködésével IPO részvényeket a szofisztikált befektetési, piaci és pénzügyi ismeretekkel rendelkező intézményi befektetőknek, akik ezen papírokat tovább értékesítik a szentimentális befektetőknek. A tapasztalatok szerint viszont egy az IPO végrehajtása szempontjából kedvező piaci helyzet (*hot-market*) sohasem tartós, sőt gyakran elég hamar véget ér, ezért a tovább értékesítés céljából IPO részvényeket vásárló intézményi befektetőknek elég kockázatos tud lenni ezeket a papírokat megvásárolni. Ebből a kockázatból következően, a gördülékenyebb értékesítés érdekében mindenképpen szükséges ezeket a papírokat alacsonyabb árfolyamon kibocsátani. Małachowski és Gadowska (2021) hozzáteszi, hogy maga a túlzott befektetői optimizmus és a „hype” is vezethet ahhoz, hogy az első kereskedési napokban a megugorjon az IPO részvények piaci árfolyama az ajánlati árhoz képest.

A második kiemelendő elmélet a viselkedési pénzügyek területén a csordaszellemről szól. Welch (1992) úgy mutatja be az individuális befektetőket, mint akik nem egymástól függetlenül hozzák meg a befektetési döntéseiket. Ez azt jelenti, hogy egy későbbi befektető csak akkor vásárol meg egy adott értékpapírt, hogyha látja azt, hogy más befektetők is megvásárolták azt, függetlenül a kibocsátóról saját maga által kialakított képtől. Valószínűsíthető, hogy a csordaszellemiség kiinduló pontja abból áll, hogy az első befektetői csoport, aki jegyez az IPO részvényekből, kellő információk birtokában van ate tekintetben, hogy érdemes-e megvásárolni az új kibocsátást vagy sem. Amint ezek a befektetők lejegyzik a részvényt, és ez a többi befektető tudomására is jut, akkor a többi befektető is jegyezni szándékozik a részvényekből. Ennek eredményeképpen a piaci kereslet egyfajta hólabda módjára növekedni kezd. Mindazonáltal ennek ellentéte is igaz lehet. Hogyha a befektetők közül senki sem hajlandó vásárolni az új kibocsátásokból, akkor a többi befektető sem fog ezekbe az IPO befektetési lehetőségekbe beszállni. Utóbbi azért veszélyes, mert akkor meghiúsulhat az jegyzési eljárás az aluljegyzés okán. A kibocsátónak valahogyan rá kell vennie a korai befektetőket arra, hogy vásároljanak IPO részvényeket, hogy elindítsanak egy kvázi pozitív értelemben vett információs lavinát a piacon, ennek pedig eszköze maga a szándékos alulárázás.

Lounghran és Ritter (2002) az előző elméletekhez képest egy teljesen más megközelítést elevenített meg az IPO részvények alulárázása kapcsán. A viselkedési pénzügyekben szereplő korlátozott racionalitást nem a befektetőkre vonatkozóan fogalmazták meg, hanem az IPO-t végrehajtó társaság döntéshozóira. Ehhez pedig a viselkedési közgazdaságtan talán két legismertebb elméletét, Twersky és Kahneman kilátáselméletét, illetőleg Richard Thaler mentális nyilvántartásról szóló elméletét vették alapul. A kibocsátó a kilátáselmélet alapján arra összpontosít, hogy mekkora változás következik be a vagyonában, nem pedig a vagyon mértékére. A kilátáselmélettel és a mentális nyilvántartással összefüggésben a kibocsátó döntéshozói az alulárázás eredményeképpen két különböző hatást tudnak elérni és ezeket aszimmetrikus módon kezelik. Egyrészt az alulárázott IPO részvényeknek köszönhetően potenciális vagyonvesztést érnek el, hiszen sokkal magasabb árfolyamértéken is exitelhettek volna, hogyha nincs alulárázva az értékpapír. Másrészt az alulárázásnak köszönhetően a tulajdonosok által megtartott részvények árfolyama az első kereskedési napokban jóval magasabbra emelkedik az IPO-t követő időszakban. Maga az alulárázásból adódó veszteséget egy biztosabb, míg az alulárázásból adódó vagyon növekményt egy bizonytalanabb eseménynek lehet tekinteni, ugyanis nem lehet pontosan előrejelezni, hogy az első kereskedési napokban mekkora árfolyamnyereségre lehet majd szert tenni. A kilátáselmélet alapján a veszteséghez és a nyereséghez a kibocsátó döntéshozói teljesen máshogy viszonyulnak attól függően, hogy milyen vállalatérték referencia pontjuk van. Ez a referenciapont pedig a kibocsátási tájékoztatóban szereplő ársáv szokott lenni. A kibocsátók egyáltalán nem bánják az alulárázás során „asztalon hagyott pénzt”, hogyha az alulárázódásból adódó vagyonvesztést ellensúlyozni képesek az alulárázódásból adódó észlelt vagyonnövekedés. Ljungqvist (2004) szerint pedig maga az észlelt vagyonnövekedés általában meghaladja a vagyonvesztést egy olyan IPO-ban, ahol az új kibocsátások alul vannak árázva.

4. MAGYAR TŐZSDEI BEVEZETÉSEK VIZSGÁLATA

A Budapesti Értéktőzsde és annak szerepe a magyar tőkepiacon sosem volt állandó az elmúlt három évtizedben. Domonkos (2022) alapján a Budapesti Értéktőzsde az 1990-es években elsősorban az 1989-es évektől induló gazdasági értelemben is vett rendszerváltásnak egyik kiemelten fontos eszköze volt, hiszen a magyar tőzsde az állami tulajdonban lévő nagyvállalatok értékesítésének egy kardinális útjának tekinthető. Mi sem bizonyítja ezt jobban, hogy maga a magyar gazdaságtörténetben is sokszor emlegetett központilag szervezett privatizáció is a BÉT alapításával egyidejűleg indult meg. Az 1990-es évek elején történt a még mai napig is ismertebbnek mondható társaságok IPO-ja, teljesség igénye nélkül ide tartozik például a MOL, az OTP, a Magyar Telekom, valamint a Richter Gedeon is. A magyar tőzsde privatizációban betöltött jelentőségteljes szerepe 1998-ig tartott és lényegében az ezredforduló óta tekinthető inkább a privát szektor szempontjából egy olyan platformnak, amely a magyar vállalati szektor stratégiai elképzeléseinek megvalósításához sok esetben elengedhetetlennek bizonyult.

A tudományos dolgozatomnak egyik fő célja az IPO részvények alulárazását meghatározó tényezők feltárása. Ebben a fejezetben kerül kifejtésre, hogy milyen kvantitatív, esetleg kvalitatív tulajdonságok mentén lehet megragadni egy kibocsátót vagy egy tőzsdei bevezetést annak érdekében, hogy magyarázatot lehessen találni az alulárazódások nagyságának alakulására. A fejezet további részében a magyar tőzsdei bevezetésekkel kapcsolatos két darab nemzetközi tanulmány kerül feldolgozásra és összefoglalásra, illetőleg az 2004-től 2024-ig történt magyar tőzsdei bevezetések, kiváltképpen azok alulárazódása és az arra ható egyes kvantitatív és kvalitatív vállalati tényezők is bemutatásra kerülnek annak érdekében, hogy meg lehessen állapítani, hogy vannak-e egyáltalán magyar sajátosságok a tőzsdei bevezetések és azok folyamatában kibocsátott IPO részvények alulárazódásával összefüggésben.

4.1. Az alulárazódást befolyásoló tényezők

Małachowski és Gadowska (2021) 14 db, míg Kavalenka (2018) 6 db olyan IPO és kibocsátó specifikus tulajdonságot jelölt meg, amely potenciálisan befolyásolhatja alulárazódás nagyságát. Ezen tényezőket részben kiegészítve Zhou és Lao (2012) 12 tényezőt is felsorolt. Ezen tényezők egyenként más és más irányban befolyásolják az IPO részvények alulárazódását, és ezek között részben van egyfajta átfedés is. Külön fontos kiemelni, hogy a következőekben kifejtett 15 tényezőnek mindegyike társítható valamely IPO alulárazást magyarázó elmülethez

vagy elmélet kategóriához. A szerzők által felsorolt különböző tényezők közül az alábbi 15-öt tartom lényegesnek a vizsgálati céloom szempontjából, amit a 4. táblázatban mutattam be.

4. táblázat Az IPO részvények alulárazódását befolyásoló tényezők

Kibocsátó életkora	
<i>Hipotézis</i>	A kibocsátó életkora és az alulárazódás között negatív kapcsolat van
<i>Magyarázat</i>	Egy olyan vállalat, amely régóta helyt tud állni piaci körülmények között, arról kevésbé lehet elképzelni azt, hogy a jövőbelmezőségében zavarok keletkeznek, ezáltal sokkal biztosabb befektetésnek tűnik. Ráadásul minél régebb óta működik egy vállalat, annál több üzleti kapcsolata lehet. Mindezek pozitívan hatnak egy társaság részvényárfolyamára.
Kibocsátó mérete	
<i>Hipotézis</i>	A kibocsátó mérete és az alulárazódás között negatív kapcsolat van
<i>Magyarázat</i>	Egy olyan vállalat, amely nagy méretű, arról kevésbé lehet elképzelni, hogy a jövőbelmezőségében zavarok keletkeznek, ezáltal sokkal biztosabb befektetésnek tűnik. Ez pozitívan hat egy társaság részvényárfolyamára.
Az IPO-t megelőzően került-e kockázati tőke bevonásra vagy sem	
<i>Hipotézis</i>	Ha az IPO előtt volt kockázati tőkebevonás a kibocsátó társaságnál, akkor az negatív hatással van az alulárazódás mértékére
<i>Magyarázat</i>	Amennyiben egy intézményi vagy informális kockázattőke-befektető rábízta vagyonát a kibocsátóra, az jelzés értékű lehet a társaság jó minőségére, amely feltételezhetően növeli a bizalmat a társaság felé, ezáltal csökken az alulárazódás is.
Kibocsátó a technológiai szektorból származik-e vagy sem	
<i>Hipotézis</i>	Ha a társaság a technológiai szektorból származik, akkor az pozitív hatással van az alulárazódás mértékére.
<i>Magyarázat</i>	A technológiai szektor hatalmas népszerűségnek örvendnek a befektetők körében szerte a világban. A viselkedési pénzügyek elmélete szerint az ilyen IPO részvények körül tipikus jelenség szokott lenni a befektetői szentimentalizmus és a hype, amely növeli az alulárazódás mértékét.
Kibocsátó származása	
<i>Hipotézis</i>	Ha a kibocsátó külföldi országból származik, akkor az pozitív hatással van az alulárazódás mértékére.
<i>Magyarázat</i>	A befektetők szkeptikusak a külföldi származású kibocsátókkal, ezért jóval kevésbé hajlandóak befektetéseket eszközölni a külföldi vállalatok IPO részvényeibe. Alulárazással lehet őket ösztönözni inkább befektetésre. ¹⁰
Kibocsátó D/E aránya	
<i>Hipotézis</i>	Minél magasabb a kibocsátó D/E aránya, annál magasabb az alulárazódás mértéke
<i>Magyarázat</i>	Az adósság/saját tőke arány a társaság tőkeáttételét, ezen keresztül a pénzügyi kockázatait. Minél inkább el van adósodva a kibocsátó, annál kockázatosabb befektetésnek minősül, ezáltal magasabb alulárazódást von maga után.
Kibocsátó saját tőke arányos nyeresége	
<i>Hipotézis</i>	A ROE és az alulárazódás mértéke között negatív kapcsolat van

¹⁰ A külföldi székhelyű társaságok belföldön történő IPO-jával kapcsolatos alulárazódást elsősorban Szaúd Arabiai tőkepiacokon sikerült megfigyelni. Alnodel (2018) kutatása alapján jelentős mértékben befolyásolja az IPO részvények alulárazódását kibocsátó származása.

<i>Magyarázat</i>	A saját tőke arányos nyereség kifejezi egy társaság jövedelmezőségét és a saját forrásainak elérhetőségét. Magas saját tőke arányos nyereség pozitív hatással van a kibocsátó új kibocsátásainak értékelésére.
Kibocsátó eszköz arányos nyeresége	
<i>Hipotézis</i>	A ROA és az alulárazódás mértéke között negatív kapcsolat van
<i>Magyarázat</i>	Magas eszköz arányos nyereség pozitív hatással van a kibocsátó IPO részvényeinek értékelésére, hiszen az eszköz arányos nyereség kifejezi egy társaság jövedelmezőségét és a saját forrásainak elérhetőségét.
Kibocsátó egy részvényre jutó nyeresége	
<i>Hipotézis</i>	Az EPS és az alulárazódás mértéke között negatív kapcsolat van
<i>Magyarázat</i>	Magas egy részvényre jutó nyereség mindenképpen pozitív módon hat a kibocsátó elsődleges nyilvános részvénykibocsátásaira, hiszen az eszköz arányos nyereség magas értéke azt sugallja, hogy potenciálisan magas osztalékkifizetést is tud eszközölni a kibocsátó.
Kibocsátó tulajdonosi szerkezetének koncentrálttsága	
<i>Hipotézis</i>	A tulajdonosi szerkezete és az alulárazódás mértéke között kapcsolat van
<i>Magyarázat</i>	A tulajdonosi koncentrálttság empirikus tapasztalatok alapján csökkentőleg hat az IPO részvények alulárazódásának mértékére. Míg a részvénytársasági kontroll elméletei alapján, ha az erősen koncentrált tulajdonosi struktúrában lévő tulajdonos meg szeretné tartani a befolyását a vállalatban, az az alulárazódás növekedését idézi elő.
IPO tranzakció mérete	
<i>Hipotézis</i>	Új kibocsátások nagysága és az alulárazódás mértéke között negatív kapcsolat van
<i>Magyarázat</i>	Egy társaság, amely sok részvényt bocsát ki az IPO során az jelzésértékű a befektetők részére, hogy a kibocsátó magabiztos az IPO sikerességében és ez valószínűleg csökkenteni fogja az alulárazódás mértékét.
Piaci index volatilitása	
<i>Hipotézis</i>	A piaci index változékonysága és az alulárazódás között pozitív kapcsolat van
<i>Magyarázat</i>	Ha a piaci index meglehetősen volatilis, akkor az egy olyan befektetői környezetet jelez, amelyben a pénzügyi eszközök általánosságban véve is kockázatosabbnak számítanak. Egy ilyen helyzetben az IPO sikere jóval bizonytalanabb és csak alulárázással lehet rávenni a befektetőket arra, hogy beszálljanak az IPO-ba.
Piaci index hozama	
<i>Hipotézis</i>	A piaci index hozama és az alulárazódás között pozitív kapcsolat van
<i>Magyarázat</i>	Amennyiben a befektetők az úgynevezett „hot-market” időszakban hajlamosabbak irracionális és megfontolatlan befektetési döntéseket hozni, amely valószínűleg azt fogja eredményezni, hogy az első kereskedési napon felszökik az IPO részvény piaci árfolyama.

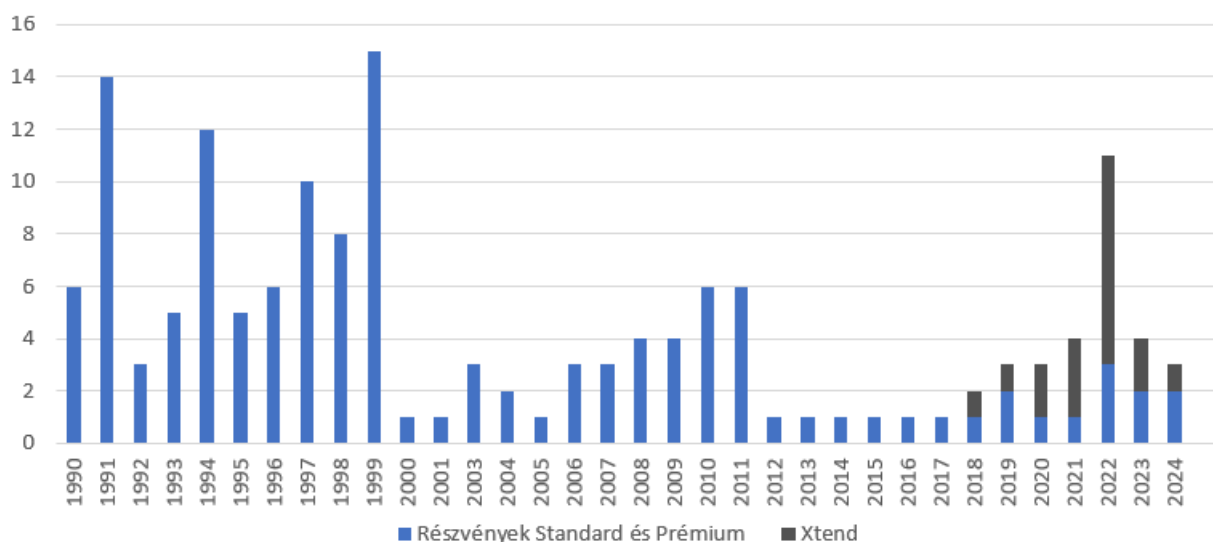
Forrás: Arora és Singh (2023) Małachowski és Gadowska (2021), Kavalenka (2018), valamint Zhou és Lao (2012) alapján saját szerkesztés

A kutatásomban ezeket a tényezőket igyekszem figyelembe venni az elérhető információk függvényében és a 4. táblázatban kifejtett hipotéziseket, összefüggéseket próbálom megfigyelni, hogy mennyiben igazak ezek az eddigi magyar IPO-ra.

4.2. Az eddigi magyar tőzsdei bevezetések bemutatása

A magyar IPO-k kapcsán eddigiekben csupán 1990 és 1998 között vizsgáldott a pénzügyi szakirodalom, akkor is kifejezetten nagy hangsúlyt fektettek a tőzsdei bevezetés privatizációban való szerepére, valamint a privatizációs folyamatra, mint egyfajta alulárazódást befolyásoló tényezőként. Alapvetően azért lehetett ez a vizsgált időszak, ugyanis az ezredfordulóig lehet érdemben beszélni privatizációs IPO-król. 2000 óta a tőzsdei bevezetések túlnyomó része magánvállalatok finanszírozási igényeinek kielégítésére nyújtanak lehetőséget szabályozott értékpapírpiaci körülmények között. 1990-től napjainkig közel 150 darab IPO-t hajtottak végre a Budapesti Értéktőzsdén (10. ábra). Mindenképpen kiemelendő, hogy 2018 eleje óta a BÉT Xtend minden évben folyamatosan bővül, azaz ténylegesen tapasztalható, hogy a KKV szektornak is van hajlandósága részt venni a tőzsdén kibocsátóként.

10. ábra Tőzsdei bevezetések számának alakulása a BÉT-en 1990 és 2024 között



Forrás: BÉT¹¹ és WFE hivatalos honlapja alapján saját szerkesztés

Schindele és Perotti (2003) 1990 és 1998 között 53 darab BÉT-re történő tőzsdei bevezetést vizsgált meg. Ez az 53 darab kibocsátó nem fedte le ugyan a vizsgált időszakban az összes IPO-t, ugyanis a BÉT hivatalos adatbázisa alapján 1990-1998 időszakban mindössze 69 kibocsátó gondolta úgy, hogy a tőzsdei bevezetés a további növekedés finanszírozásának és a befektetés likvidálásának az legkézenfekvőbb útja. A szerzőpáros kutatásából arra a konklúzióra lehetett jutni, hogy a megfigyelt IPO-k esetében is kétségtelenül jelen volt az a tőzsdére bevezetett részvények alulárazódása. 1990 és 1998 közötti IPO-k alulárazódásának átlagos mértéke 22% volt Magyarországon és ez az akkori statisztikai adatok figyelembevételével átlagban magasabb volt, mint a fejlett tőkepiaccal rendelkező

¹¹ <https://bet.hu/bet30/reszvenybevezetesek-1990-tol/reszvenybevezetesek-1990-tol-1994-ig>

nemzetgazdaságokban, azonban a fejlődő tőkepiaci körülményekhez képest lényegesen alacsonyabbnak volt tekinthető. Az tapasztalatok alapján az alulárazódás alakulása és a BÉT, valamint a magyar tőkepiac fejlődése között erős kapcsolat volt. Az alulárazódás mértékének alakulására maga az a tény, hogy sok vállalat a privatizáció céljából került bevezetésre, jelentős mértékben kihatott és nem is feltétlenül az információs aszimmetria elméleteket igazolta a tanulmány. Magyarországon az alulárazódásnak egy speciális formáját lehetett megtapasztalni a 90-es években. A privatizációs folyamatnak egy fontos eleme volt az, hogy az állam kárpótlási jegyeket bocsátott ki azon magánszemélyek, családok számára, akik az államszocializmus kárvallottjainak voltak tekinthetőek. Ezek a kárpótlási jegyek a Budapesti Értéktőzsdére bevezetésre kerültek és lényegesen a névértékük alatt kereskedtek velük. Ezen értékpapírok speciális tulajdonsága az volt, hogy a privatizáció során át lehetett őket váltani IPO részvényekre a névértékükön és ezáltal jóval magasabb hozamot lehetett elérni az első kereskedési napokon, mint egy szokványos IPO alulárazódás által. Ezt a fajta alulárazódást nevezi a szakirodalom rejtett alulárazódásnak. Egy adott privatizációs IPO kapcsán minél magasabb volt a kárpótlási jegyek beváltásának aránya IPO részvényekre, annál magasabb alulárazódást lehetett megfigyelni. A szándékos (és rejtett) alulárazás inkább egyfajta eszköze volt az egyes kormánypártok gazdaságpolitikájának abból a szempontból, hogy ezzel akarta felpezsdíteni a magyar értékpapírpiacot, illetőleg az alulárazás burkolt célja volt a politikai támogatás megszerzése. Azonban a rejtett alulárazódást figyelmen kívül hagyva általánosságban azt lehet elmondani, hogy mind a magán, mind az állami vállalatok tőzsdei bevezetése kapcsán az alulárazódás átlagos mértéke évről évre csökkent, ahogyan fejlődött a magyar tőkepiaci környezet. Mindazonáltal azt is megfigyelte a szerzőpáros, hogy a privatizációs IPO-k alulárazódása jóval magasabb volt, mint a magánvállalatok tőzsdei bevezetése során kibocsátott részvényeké. Elmondható tehát, hogy az 1990-es évek IPO-jának alulárazódásának alakulásában két fő tényezőt lehet mindenképpen megemlíteni, egyrészt a rejtett alulárazást, másrészt a szabályozott magyar értékpapírpiac folyamatos és biztos fejlődési folyamatát.

A magyar IPO-k kapcsán szükséges hangsúlyozni más tényezőket is a privatizáción kívül, mégpedig a magyarországi hot-market jelenséget. Ahogyan nemzetközi viszonylatban is az általános piaci kondíciók és a piaci hangulat erőteljesen befolyásolja azt, hogy a társaságok tőzsdére menjenek-e vagy sem, illetve az alulárazódás mekkora mértéket ölt, Magyarországon és Lengyelországban is egy megfigyelhető jelenség volt 1991 és 1998 között. Lyn és Zychowicz (2003) arról számolt be, hogy az IPO részvények alulárazásának nagyságát a legnagyobb mértékben az magyarázta, hogy az aktuális piaci momentum mekkora volt az IPO-kat megelőző

időszakban. 33 darab magyar IPO-t vizsgálat alá véve elmondható, hogy minél magasabb volt a BUX indexben bekövetkezett százalékbán kifejezett változás – más szóval, minél magasabb volt a BUX index hozama – az IPO-t megelőző 1 hónapban, annál magasabb volt az új kibocsátások alulárazódása is.

4.3. Módszertan és az adatbázis bemutatása

A kutatásom során egy összehasonlító esettanulmány elemzést végzek, amelyhez az 5. táblázatban szereplő vállalat-, IPO és piac specifikus tulajdonságokhoz gyűjtöttem adatokat. Az alulárazódás nagyságának kiszámításához pedig egy százalékos eltérés kalkulálását szükségeltetik elvégezni, amely során az a kibocsátási árfolyamhoz kell viszonyítani az első kereskedési napon kialakult záró árfolyam és a kibocsátási árfolyam különbségét. Ennek formalizált képlete az alábbi:

$$UP = \frac{\text{Záró árfolyam az első kereskedési napon} - \text{Kibocsátási árfolyam}}{\text{Kibocsátási árfolyam}} * 100$$

A figyelembe vett kvalitatív és kvantitatív tulajdonságok rövidítéseit, mérési szintjeit, illetőleg mérési módszereinek leírását az alábbi táblázat foglalja össze (5. táblázat):

5. táblázat Magyarázó változók rövidítései, mérési szintjei és mérési módszerei

Kibocsátó életkora (KOR)	
<i>Változó típusa</i>	Skála változó, (év)
<i>Mérés módszere</i>	Vállalat IPO-jának éve és az alapítás évének különbsége
Kibocsátó mérete (MÉRET)	
<i>Változó típusa</i>	Skála változó (e-Ft)
<i>Mérés módszere</i>	IPO-t megelőző üzleti év végén érvényes mérlegfőösszeg
IPO előtti kockázati tőke bevonása (PEVC)	
<i>Változó típusa</i>	Nominális – Bináris változó
<i>Mérés módszere</i>	1 – igen; 0 – nem
Kibocsátó a technológiai szektorból (TECH)	
<i>Változó típusa</i>	Nominális – Bináris változó
<i>Mérés módszere</i>	1 – igen; 0 – nem
Kibocsátó származása (SZÁRM)	
<i>Változó típusa</i>	Nominális – Bináris változó
<i>Mérés módszere</i>	1 – magyar; 0 – külföldi
Kibocsátó adósság/saját tőke aránya (D/E)	
<i>Változó típusa</i>	Skála változó
<i>Mérés módszere</i>	IPO-t megelőző üzleti év végén érvényes kötelezettségek és saját tőke hányadosa

Kibocsátó saját tőke arányos nyeresége (ROE)	
<i>Változó típusa</i>	Skála változó
<i>Mérés módszere</i>	IPO-t megelőző üzleti év végén érvényes adózott eredmény és saját tőke hányadosa
Kibocsátó eszköz arányos nyeresége (ROA)	
<i>Változó típusa</i>	Skála változó
<i>Mérés módszere</i>	IPO-t megelőző üzleti év végén érvényes adózott eredmény és eszközállomány hányadosa
Kibocsátó egy részvényre jutó nyeresége (EPS)	
<i>Változó típusa</i>	Skála változó (Ft/darab)
<i>Mérés módszere</i>	IPO-t megelőző üzleti év végén érvényes adózott eredmény és részvények darabszámának hányadosa
Kibocsátó tulajdonosi szerkezete (TUL)	
<i>Változó típusa</i>	Skála változó (%)
<i>Mérés módszere</i>	Legmagasabb tulajdonhányaddal rendelkező tulajdonos tulajdonhányada százalékban kifejezve
Jegyzési garanciavállalás megléte (JEGYZ)	
<i>Változó típusa</i>	Nominális – Bináris változó
<i>Mérés módszere</i>	1 – igen, 0 – nem
IPO tranzakció mérete (IPO)	
<i>Változó típusa</i>	Skála változó (e-Ft)
<i>Mérés módszere</i>	Az IPO-ban nyilvánosan forgalomba hozott részvények darabszáma szorozva a kibocsátási árfolyammal
Piaci index volatilitása (VOL)	
<i>Változó típusa</i>	Skála változó (%)
<i>Mérés módszere</i>	Az IPO-t megelőző 1 évben az BUX index napi szórása
Piaci index hozama (PHOZAM 1Y-3M-1M)	
<i>Változó típusa</i>	Skála változó (%)
<i>Mérés módszere</i>	Az IPO-t megelőző 1 évben, 3 hónapban és 1 hónapban a BUX index éves, három havi, egy havi hozama

Forrás: Saját szerkesztés

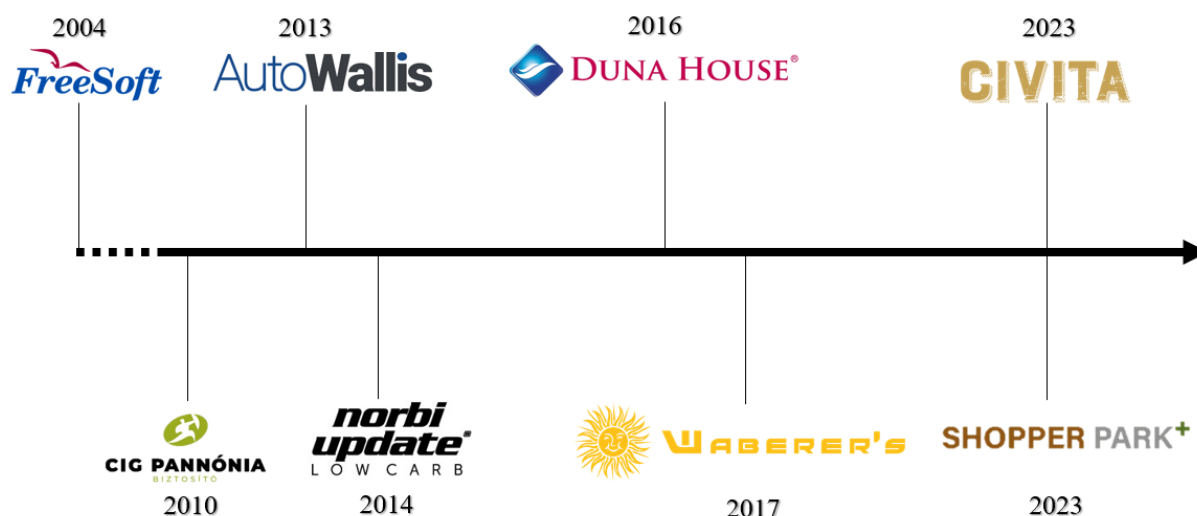
Az egyes tulajdonságokhoz szükséges vállalati és árfolyam adatok a kibocsátók kibocsátási tájékoztatóiból, a Budapesti Értéktőzsde hivatalos honlapjáról kerülnek megszerzésre. A vizsgált időszak a 2004 és 2023 között van. Ennek oka egyrészt, hogy a kutatásomban nem szándékoztam szerepeltetni magyar privatizációs IPO-kat, hanem kifejezetten a magán vállalati szektor tőzsdei bevezetéseire és azok alulárázódásaira összpontosítottam és 2004-től számottevő privatizációs IPO-król beszélni egyáltalán nem lehet, másrészt a 2004-es évtől kezdve van Magyarországon kötelező jelleggel standardizált kibocsátási tájékoztató közzétételi kötelezettség, amely alapjául szolgálhat az egyes változók kiszámításához, illetve speciális információk kinyeréséhez. A körül-belül 20 éves időszak kiválasztásának azonban annyi

hátulütője van, hogy meglehetősen kevés olyan BÉT-re történő bevezetést lehet vizsgálni, amelynél volt tőkebevonás is nyilvános részvénykibocsátás keretében. Az elmúlt két évtizedben érdemben 8 sikeres IPO-ról lehet beszélni, amelyeket kutatómódszertani szempontból érdemesebbnek ítélt meg összehasonlító esettanulmány formájában feldolgozni, minthogy a megfelelő elemszám hiányában jelentős torzításokat tartalmazó statisztikai regressziós modellek segítségével megvizsgálni. A 8 tőzsdei bevezetés kapcsán az 5. táblázatban szereplő jellemzőket összegyűjtöttem, illetve különböző időszakokra (1-3-5 éves) hozamokat számoltam, ahol lehetséges volt ez annak érdekében, hogy a nyolc IPO részvény kapcsán a hosszú távú teljesítményről valamit el lehessen mondani (1-4. melléklet).

4.4. Esettanulmány elemzések

Az elmúlt 20 év magyar nyilvános részvénykibocsátással egybefűzött BÉT-re történő tőzsdei bevezetései alapján egy fontos állítást mindenképpen lehet tenni. Határozottan ki lehet jelenten, hogy az elsődleges nyilvános részvénykibocsátásoknál a magyar tőkepiacon is általános a rövid távú alulárázódás jelensége. A megfigyelt tőzsdei bevezetések esetében a legnagyobb alulárázódást a Civita Group Nyrt. esetében lehet megfigyelni, ezen vállalat IPO-ja során hagyták arányaiban a „legtöbb pénzt az asztalon”. Ezzel szemben rövid távú túlárázódással jellemezhető IPO-ból is egyféle esetet, a Norbi Update Lowcarb Nyrt. tőzsdei bevezetését lehet említeni, ahol a kibocsátási árfolyam meghaladta az első kereskedési nap záró árfolyamát. A 2004-2023-as időszakban az alulárázódás átlagos mértéke 10,08% volt, ami azt jelenti, hogy az egyes tőzsdei bevezetések során kibocsátott új részvények árfolyama az első kereskedési napon 10,08%-kal haladta meg az ajánlati árfolyamot. Ez az érték meghaladja a 2004-től 2023-as év végéig megfigyelt német és francia tőzsdei bevezetések átlagos alulárázódását, ugyanis az alulárázódás átlagban Németországban 4,6%, míg Franciaországban 5,725%-os értéket vett fel. Mindenképpen elmondható az, hogy a fejlett tőkepiaccal rendelkező országok IPO alulárázásainál magasabbnak, míg a fejletlen tőkepiaccal jellemezhető nemzetgazdaságok IPO alulárázásainál alacsonyabbnak tekinthetők (Ritter 2023). A 8 db megfigyelt magyarországi IPO-t az 1.-4. mellékleten kívül a 11. ábra szemlélteti.

11. ábra Az elmúlt 20 év IPO-i a Budapesti Értéktőzsdén



Forrás: BÉT honlapja¹² alapján saját szerkesztés

A megfigyelt IPO-k kapcsán azonban ki lehet emelni a szegényes elemszám ellenére néhány összefüggést, amelyek részben egybecsengenek a 90-es évek magyar IPO-ival szemben fogalmazott megállapításokkal, valamint azon nemzetközi tapasztalatokkal, amelyek alapján állítottam fel a 4. táblázatban található hipotéziseimet, mint potenciális alulárazódást befolyásoló tényezők hatásait az IPO részvények rövid távú teljesítményére vonatkozóan. A 8 megfigyelt IPO-ból következtetni lehet arra, hogy létezik a magyar tőzsdei bevezetések kapcsán is az IPO hot-market jelenség, ugyanis a tőzsdei bevezetések során megfigyelt alulárazódás mértéke és a BUX index rövidtávú hozamai között egyértelmű együttmozgást lehet megfigyelni. Lényegében olyan összefüggésre lehet rámutatni, hogy az általános piaci kondíciók és a piaci hangulat alapvetően meghatározza az IPO részvények alulárazódásának nagyságát a magyar tőzsdei bevezetések során is. A 8 tőzsdei bevezetés kapcsán látható, hogy minél magasabb a tőzsdei bevezetés napját megelőzően a BUX index 3 havi vagy 1 havi hozama, annál magasabb tud lenni a rövid távú alulárazódás mértéke. Ez a megfigyelt kapcsolat arra utalhat, hogy a befektetői optimizmus és a viselkedési pénzügyek elméleti keretében tárgyalt befektetői szentimentalizmus magyarázatként valószínűsíthetően megállja a helyét a magyar példákban. További kapcsolatot lehet feltételezni az adatok alapján a 8 IPO-t IPO tranzakció méretével összefüggésben, ugyanis minél magasabb a tőkebevonás nagysága a megfigyelt vállalatok esetében a tőzsdei bevezetés során, annál kisebb alulárazódást lehet megvizsgálni. Ez pedig azt sugallja, hogy amennyiben a BÉT-re egy olyan társaság

¹² <https://www.bet.hu/oldalak/kibocsatok>

kezdeményezi a bevezetést, amely sok részvényt bocsát ki az IPO során, az a befektetők részére egy jelzés, hogy a kibocsátó határozottan bízik az IPO sikerességében és ez minden bizonnyal csökkenti az alulárazódás mértékét. Ezen két piac és IPO tranzakció specifikus tulajdonságon túl egyértelmű összefüggéseket felállítani nem lehet torzítások nélkül az alulárazódás nagyságát meghatározó tényezőkkel összefüggésben. A jegyzési garanciavállalás alulárazódásra gyakorolt hatásával kapcsolatos hipotézisnek ellentmondó tapasztalat szerint a magyar IPO-k esetében a jegyzési garanciavállalás meglelte nemhogy a magasabb alulárazódást eredményezte volna, de éppen hogy a legalacsonyabb alulárazódással jellemezhető tőzsdei bevezetéseknél, a CIG Pannónia és a Waberer International IPO-jánál volt megtalálható.

Az általános és összesített elemzési eredményeken túl a 8 tőzsdei bevezetésből viszont egyedi esetként ki lehet emelni a két szélsőséges esetet, azaz a Norbi Update Lowcarb Nyrt. és a Civita Group Nyrt., valamint a legutóbbi, a valaha volt legnagyobb IPO-t a Budapesti Értéktőzsdén, a ShopperPark Nyrt. tőzsdei bevezetését, ugyanis ezen egyedi esetekhez viszonyítva többi IPO-t mindenképpen lehet érdekes következtetésekre jutni.

A Norbi Update Lowcarb Nyrt. az egyetlen olyan tőzsdére bevezetett társaság a 8 IPO közül, amely kivezetésre is került nem sok évvel a bevezetést követően, illetőleg az egyetlen olyan IPO is, ahol az alulárazás nagysága negatív volt. Alapvetően elmondható, hogy a Norbi Update franchise és a vezetőség személyzete kapcsán meglehetősen megosztó vélemények keringtek a kor nyilvánosságában, amely egy nem elhanyagolható szempont a Norbi Update IPO elemzésekor. Schobert Norbert és Rubint Réka tevékenységei számos korábbi saját vállalkozás indításához, de sajnos csődbe meneteléhez és felszámolásához is vezetett, amely múlt alapvetően nem eredményezhetett jelentős befektetői optimizmust. Továbbá az sem elhanyagolható tényező, hogy maga a Norbi Update Lowcarb vállalat is nagyon fiatalon került a tőzsdére bevezetésre, így effektíve üzleti múltról beszélni sem lehetett, amely alapul szolgálhatott volna az IPO részvénybe történő befektetésnek. A tőzsdei bevezetés körülményeit továbbá súlyosbító tényezőnek tekinthető az is, hogy a társaság egyik vezetője Schobert Norbert a sajtónyilatkozataiban a vállalat fundamentális értékeiről – főként a jövőbeli növekedési kilátások és árbevétel alakulásával összefüggésben – úgy nyilatkozott, hogy azokról részletesen olvasni a kibocsátási tájékoztatóban, illetve a vállalat üzleti tervében nem lehetett, pedig az utóbbi szolgált alapjául a Buda-Cash Brókerház Zrt., mint megbízott befektetési vállalkozás által végzett vállalatértékelésnek. Tulajdonképpen a legnagyobb költségtételnek számító Andre Agassival, mint Norbi Update márka nagykövettel kötött üzleti szerződés tartalma sem volt nyilvános, így annak jövőbeli alakulása sem volt ismerhető a befektetők számára (Mihalkovné 2019). Az IPO részvény értékelése kapcsán elmondható, hogy a kibocsátási ára végül 990

forint/db lett, amelyet számos befektetői körökben is ismert sajtóorgánumban, kifejezetten a Portfólió, a Világgazdaság és Pénzcentrum oldalán túlárazottnak tekintettek még jóval az első kereskedési nap előtt is. Mindezen kedvezőtlen vállalat és személyspecifikus körülményeknek köszönhetően a Norbi Update Lowcarb Nyrt. részvényeinek első kereskedési napon megfigyelhető záró árfolyama 978 Ft/db lett. Mindez az eset alapvetően alátámasztja a viselkedési pénzügyek elméleti családját, csak teljesen más oldalról megközelítve. Míg a viselkedési pénzügyek az alulárázódást az IPO hot-market és túlzott befektetői optimizmussal magyarázza, addig ebben az esetben az alulárázódás hiányát pontosan ezekkel lehet szintűgy megközelíteni. A Norbi Update Lowcarb Nyrt. tőzsdei bevezetése egy visszaeső piaci kondíciók közepette történt, tehát az időzítés sem volt a legfényesebb az IPO végrehajtása szempontjából. Ráadásul az imént kifejtett hírek és hiányos információknak köszönhetően jóval kevésbé lehet elképzelni azt, hogy a lakossági és intézményi befektetők egyaránt megfelelő, ráadásul optimista módon tudták volna az Norbi Update IPO-ba történő beszállást értékelni. A többi 7 db IPO-val összehasonlítva el lehet mondani, hogy a negatív hírkörnyezet, a csökkenő piaci tendencia meglehetősen komoly tényezőnek számított az alulárázódás – jelen esetben inkább túlárázódás – nagyságát illetően.

Második megfigyelendő tőzsdei bevezetés a Civita Group IPO-ja. A Civita Group Nyrt. tőzsdei bevezetése során kibocsátott újonnan részvények alulárázódása rekord nagyságú volt a magyar tőkepiacon nemcsak az elmúlt két évtized, de talán a rendszerváltás óta újjáéledt Budapesti Értéktőzsde történetében is. A közel 53%-os alulárázódás nagyságának számszerűsítése azt jelenti, hogy körül-belül 260 millió forintot hagyott a tőkepiacon a társaság a tőzsdei bevezetés során, amely óriási közvetett költségnek tekinthető abból a szempontból, hogy összesen pedig 0,5 milliárd forintnyi tőkét sikerült bevonnia az IPO során és ezt az összeget akár további növekedési potenciált magában rejtő beruházási projektekre lehetett volna fordítani. A Civita Group Nyrt. elsődleges nyilvános kibocsátása során három fő egyedi szempontot lehet kiemelni, amely hozzájárulhatott pozitív értelemben az alulárázódás nagyságának kialakulásához. Egyrészt a Civita Group Nyrt. szervezett módon vitt végig egy marketingkampányt az IPO során az UniCredit Bank, mint befektetési szolgáltató segítségével, hiszen számos befektetői klubban vett részt a társaság vezérigazgatója, Vaszkó Gábor és határozottan állította befektetők felé irányuló kommunikációban, hogy egy nagyon ígéretes, valós fundamentális alapokon nyugvó növekedési sztorit, illetőleg jelentős osztalékhozamot is biztosító részvény kínál számukra. A befektetői klubokon az IPO-marketing során a távlati szempontokat is megemlítették, jelentős mértékben kiemelve az exportra történő termelés bővítését és az abban rejlő növekedési kilátásokat. Befektetői találkozók túl még sok esetben

nyilatkozott Vaszkó Gábor a televízióban, valamint megannyi befektetés elemző vette górcső alá a céget a befektetői közösségben. Ezen felül a Civita Group befektetői kommunikációval kapcsolatos tevékenysége az IPO-t végrehajtó tőzsdei cégek körében példátlanul mondható, ugyanis a BÉT-en kívül a társaság honlapján, valamint az UniCredit Bank weboldalán is pár kattintással elérhetőek voltak azok a jelentések, beszámolók, kibocsátási tájékoztató kiegészítéseként és annak könnyebb megértését szolgáló prezentációk, amelyek a befektetők információs igényeit az átlagnál jóval magasabb mértékben kiszolgálhatták. További fontos tényező a Civita Group IPO részvényeinek durva alulárazódása kapcsán, hogy akkoriban a BUX index hozama 1 és 3 hónapos időtávlatokban is a legmagasabb volt a 8 tőzsdei bevezetést összehasonlítván, azaz elmondható, hogy ellentétben a Norbi Update Lowcarb IPO-jával, a kukoricaörlemény alapú élelmiszertermékek termelésével és nagykereskedelmével foglalkozó Civita pont egy felfelé ívelő piaci úton vitte véghez az elsődleges nyilvános részvénykibocsátással kiegészített tőzsdei bevezetést. Ezen kívül a Civita IPO-nak volt egy sajátos tulajdonsága is a magyar kormány fiskális politikai intézkedéseivel összefüggésbe hozva. A Civita IPO egyetlen szempontból nem volt gördülékeny, mégpedig azért, mert a tőkepiaci és adókönyezet stabilitása nem volt biztosított a jegyzési időszak alatt. A részvényekre szóló jegyzési eljárás eredetileg 2023. június 1. és 17. közötti időre vonatkozott, azonban a befektetői tájékoztásnak plusz időt hagyva egy héttel meghosszabbították a jegyzést, ugyanis 2023. június 1-jén jött ki a magyar kormány által a megtakarításokra váratlanul kivetett szociális hozzájárulási adóról szóló új szabályozás, amely nemcsak a lakossági, de még az intézményi befektetők számára is egy átmeneti zavart okozott, így maga a jegyzési eljárás egy bizonytalan tőkepiaci helyzetben zajlott le. Ennek pedig minden bizonnyal volt negatív következménye az alulárazódás nagyságát illetően. A Civita IPO példája igazolja azt az elméleti összefüggést, miszerint az újonnan részvénykibocsátások szempontjából kedvező általános piaci hangulat mindenképpen hozzájárul az IPO részvények alulárazódásához. Ezen kívül a bizonytalan tőkepiaci környezetre ható költségvetési politikai döntéseknek is komoly következményei lehetnek a tőzsdei tranzakciókra, és ebben az esetben önmagára egy tőzsdei bevezetést végrehajtani készülő társaság IPO tranzakciójának sikerességére is egyaránt. Azonban kétségtelen, hogy a Civita Group új kibocsátásainak alulárazódását többnyire a befektetői optimizmus és a hype jelenségével lehet magyarázni, ezáltal a Civita tőzsdei bevezetése is a viselkedési pénzügyek elméleteit igazolja inkább. A Civita Group kibocsátási árfolyama 772 Ft/db-os áron alakult ki, míg a Civita részvények első kereskedési napon kialakult záró árfolyama 1180 Ft/db volt. A többi 7 IPO-t megfigyelve semmi esetre sem lehet ilyen mértékben szervezett marketing kampányról beszélni, illetőleg

semmilyen gazdaságpolitikai zavart nem lehetett fellelni, amely okozhatott volna jelentős mértékű alulárazódást.

Az elemzésem tárgyául szolgáló harmadik társaság a magyar tőkepiac legutóbbi IPO-ját végrehajtó immáron közérdeklődésre számot tartó szervezet, a Shopper Park Plus, amelynek tőzsdei bevezetése során bevont tőke rekord mértékű volt a BÉT történelmében. Közel 14 milliárd forintnyi tőkét szerzett újonnan kibocsátott részvények útján a társaság egy átlag alatti, közel 6,5%-os alulárazódás mellett. Abból a szempontból különleges a Shopper Park Plus IPO-ja, hogy ez volt az első és eddig az egyetlen euró alapú IPO Magyarországon. A Shopper Park egy olyan jelentős nemzetközi kapcsolatokkal bíró részvénytársaság, amelynek a saját tőke bevonás egyáltalán nem volt új kihívás, ugyanis számos esetben vontak be már tőkét elsőként magánbefektetőktől, majd a későbbiekben magyar és német intézményi befektetőktől zártkörűen. Természetesen a nyilvános részvénykibocsátás útján történő tulajdonosi tőke bevonásához, valamint az alulárazódás átlagnál alacsonyabb mértékéhez mindenképpen hozzájárulhatott az, hogy sok-sok kockázatitőke-befektető és intézményi befektető helyezte már bizalmát a társaságba a tőzsdei bevezetés előtt. Ezentúl sajátossága még ezen elsődleges nyilvános részvénykibocsátásnak, hogy szép számú intézményi befektető is hozzájutott az IPO részvényekhez a jegyzési eljárás eredményéből leszűrve. A Shopper Park Plus újonnan kibocsátásainak közel felét lakossági, másik felét intézményi befektetők jegyezték le. Jóval több intézményi befektető vett részt a Shopper Park IPO sztorijában, mint más tőzsdei cég zártkörű tőkebevonásakor, vagy akár IPO-jában. Ebből is arra lehet következtetni, hogy az újonnan kibocsátások allokációja igenis egyfajta IPO alulárazódást befolyásoló tényező tud lenni. Összehasonlítva a másik 7 IPO-val, azt a következtetést mindenképpen le lehet vonni, hogy minél nagyobb az intézményi befektetőkre eső szelet az allokációban, annál kisebb alulárazódás fordul elő. Egyedül a Dunahouse Nyrt. esetében lehet megfigyelni magasabb intézményi befektetői kört a nyilvánosan elérhető információk alapján, de a Dunahouse IPO részvények alulárazódásának mértéke kevesebb is volt, kb. 3,24%-os mértékű. Továbbá azt is ki lehet jelenteni, hogy a Shopper Park Plus IPO-ja is alapvetően jól volt időzítve, hiszen a BUX index rövid távon megfigyelt hozamai közel a nullával voltak megegyezők, így túlzott befektetői és optimista piaci hangulatról beszélni nem lehetett. A Shopper Park IPO-jának sikerességét részben magyarázza a kockázatitőke-befektetők megléte az IPO előtt, az intézményi befektetők magas aránya a jegyzési eljárás eredményében, valamint az alapvetően nyugodt piaci körülmények. A Shopper Park Plus alulárazódásának magyarázata során inkább lehet az információs aszimmetria elméleteihez nyúlni, minthogy a viselkedési pénzügyekhez.

4.5. Következtetések

Az elmúlt húsz év magyar tőzsdei bevezetéseinek és elsődleges részvénykibocsátásainak elemzéséből néhány konklúziót és tanulságot le lehet vonni. Első tényyszerű megállapítás az az, hogy az alulárazódás a magyar tőzsdei bevezetések esetén is egy létező jelenség nem csak a rendszerváltás időszakát követő privatizációs IPO-k kapcsán, de még a 2004-2023-as időszakot felölelő magánszektorban tevékenykedő társaságok IPO-i esetében is. Második konklúzió az, hogy a magyar IPO-k egyedi és összehasonlító esettanulmány jellegű elemzésével az egyes alulárazódást magyarázó elméleti kategóriák részben megerősítést nyernek. Kiemelendő, hogy az az összefüggés, amit Lyn és Zychowicz (2003) mutatott ki a privatizációs IPO-k alulárazódásának és BUX index rövid távú hozamainak alakulása között, az az újonnan részvénykibocsátások esetében is fennálló összefüggés. Tehát a viselkedési pénzügyekben is leírt hot-market jelenség a magán vállalatok IPO-ja esetén is létező jelenség, amely szerint minél magasabb a BUX index rövid távú hozama, annál magasabb az alulárazódás mértéke. Az alulárazódás mértékét befolyásoló tényezők kapcsán további viselkedési pénzügyekhez köthető tényezőnek lehet tekinteni az IPO-t végző kibocsátó IPO-marketing tevékenységének kiterjedtségét, a kibocsátó vezetőségének szakmai háttérét és a nyilvánosság általi megítélését. Az intézményi elméletek közül a jegyzési garanciavállalással kapcsolatos megállapítások éppenhogy cáfolni látszanak, ugyanis a jegyzési garanciavállalásos elsődleges nyilvános részvénykibocsátások esetén volt a legalacsonyabb az alulárazódás mértéke. Az információs aszimmetria elméleteket figyelembe véve pedig a magyar IPO-k tükrözik azt az összefüggést, hogy minél magasabb az IPO tranzakció mérete, minél több intézményi befektető kerül bevonásra az IPO részvények allokációjában, valamint minél több kockázati tőke-befektető bízik meg a kibocsátóban még az IPO előtt, annál kisebb az alulárazódás mértéke. A nemzetközi kutatások szempontjából újszerű tényezőnek tekinthető a gazdaságpolitikai (főként fiskális politikai) stabilitás, ugyanis a Civita IPO példájából látni lehet, hogy az adózási rendszerben való bizonytalanság hatással lehet az alulárazódás nagyságára, mégpedig pozitív mértékben, azaz növelte azt (12. ábra).

12. ábra Magyar IPO részvények alulárazódásának potenciális tényezői



Forrás: Saját elemzés alapján saját szerkesztés

A magyar IPO-k elemzése során azonban a részvénytársasági kontroll elméleti kategóriával kapcsolatosan semmilyen érdemi következtetést nem lehetett levonni, valamint a különböző speciális elméleteket (pl.: információs kinyilatkoztatás, megbízó-ügynök probléma, kilátáselmélet és mentális nyilvántartás) információs korlátok miatt nem volt mód tesztelni.

ÖSSZEFOGLALÁS

A tudományos munkám elején bemutatásra került általam, hogy az elsődleges nyilvános részvénykibocsátásokhoz hogyan viszonyulnak a tőkepiac egyes szereplői, kiváltképpen a tőke iránti keresletet támaztó kibocsátók, valamint a tőke kínálatát biztosító befektetők. Kiemelt fontosságúnak tartottam a befektetői oldalt kétfelé csoportosítani az intézményi, valamint lakossági befektetők felé, hiszen a befektetők ezen két típusa teljesen máshogy képesek viszonyulni nem csak az IPO, de még az általános részvényekbe történő befektetésekhez is. A legfontosabb értékpapírpiazi fogalmak tisztázását követően tértem rá az IPO részvények árazásának módszereire a kiindulásnak számító IPO vállalatértékeléstől kezdve a végső ár kialakulását markánsan befolyásoló forgalomba hozatali módokig. A forgalomba hozatal fajtáin belül kitértem részletesen a könyvépítés, valamint az aukciós eljárás leírására is. Ezt követően vázoltam fel a kutatási munkám tényleges problémakörét, mégpedig az IPO során újonnan kibocsátott részvények rövid távú alulárazását, amelyről nemzetközi összevetésben elmondható, hogy egy általános jelenség, csupán időben és térben – különböző fejlett, illetve fejlődő tőkepiacokon – eltérő mértékeket vesz fel. Ezután tértem ki a hosszú túlárazódásra pár oldal erejéig, hiszen az is nagyjából egy olyan ismert, ám jóval vitatottabb jelenség, mint az új kibocsátású részvények rövidtávú alulárazódása. A rövid távú alulárazódásra összpontosítva felvázoltam a lehetséges magyarázatokat a jelenség mögött, különböző elméleti kategóriákba sorolva azokat. Kifejezetten érdekesek azok az elméleti megközelítések, amelyek arról szólnak, hogy az IPO részvények alulárazódása nem feltétlen a kibocsátó és a befektetési vállalkozások közötti érdekkonfliktusokból adódik, hiszen elképzelhető az is, hogy az alulárazódás a kibocsátónak is érdeke lehet.

A szakirodalmi áttekintést követően különféle nemzetközi IPO alulárazódást vizsgáló tanulmányokat alapul véve egy tucatnyi tényezőhöz sikerült információkat gyűjteni a Budapesti Értéktőzsdéről, valamint különböző vállalati jelentésekből, nyilvános közzétételekből, kibocsátási tájékoztatókból annak érdekében, hogy tesztelésre kerüljenek az egyes elméleti koncepciók az alulárazódást illetően. A magyarországi IPO részvények alulárazódását 8 társaság tőzsdéi bevezetésén keresztül tudtam megvizsgálni összehasonlító esettanulmány elemzéssel, amelynek következtében néhány elmélet úgy tűnik, hogy megerősítésre került. Tulajdonképpen a tudományos munkám ezen részében került megválaszolásra a kutatási kérdésem is, amely az IPO alulárazódást befolyásoló tényezőkre irányult. Az elmúlt 20 év újonnan részvénykibocsátással kiegészített BÉT-re történő tőzsdéi bevezetést megvizsgálva arra a következtetésre lehetett jutni, hogy az alulárazódás nagyságát nagy mértékben

befolyásolhatja az általános piaci tendencia és a befektetői hangulat, a kibocsátó IPO-marketing tevékenységének kiterjedtsége, a kibocsátó vezetőségének szakmai és nyilvánosság előtti megítélése, ezáltal úgy látszik, hogy a viselkedési pénzügyek befektetői szentimentalizmussal és csordaszellemmel kapcsolatos elméletei igazolást nyernek. Emellett az intézményi befektetők és kockázati tőke-befektetők jelenléte az IPO előtt, illetve az IPO-ban szintén figyelemre méltóak az alulárazódás alakulását tekintve. Ez a három tényező pedig az információs aszimmetria elméletekhez kapcsolódik. Nem utolsó sorban pedig kiemelő, hogy a jegyzési garanciavállalással összefüggésben ellentmondásra jutottam az elemzésem során, ugyanis a jegyzési garanciavállalás az intézményi elméletek szerint az alulárazódás mértékét növeli, míg a megvizsgált 8 magyar IPO kapcsán pont, hogy a legkisebb alulárazódással rendelkező IPO részvények kibocsátásánál volt megfigyelhető a jegyzési garancia vállalása a befektetési vállalkozások felől. Sajátos IPO alulárazódást befolyásoló tényezőnek tekinthető a fiskális politika által kialakított adórendszerre vonatkozó szabályozások stabilitása, hiszen maga az adórendszerben való bizonytalanság is jelentős szempont tud lenni a tapasztalatok alapján az alulárazódás tekintetében.

Az IPO részvények kapcsán további kutatási irányokat is meg lehetne fogalmazni, ugyanis ezen befolyásoló tényezőket össze lehetne vetni más környező ország tőkepiacain megvalósított tőzsdei bevezetéseinek tényezőivel, valamint a későbbiekben, amikor már megfelelő mennyiségű adat áll rendelkezésre részvények árfolyamairól a különböző magyar elsődleges részvénykibocsátások esetében, akkor a hosszú távú alulárazódásról is lehetne hasonló kutatási projektet végezni.

FELHASZNÁLT IRODALOM ÉS FORRÁSOK JEGYZÉKE

- Abukari K. – Vijay J. (2011): Long term performance and predictability of initial public offerings (IPOs). FMA Annual Meeting Program, Ottawa.
- Alhabri K. M. – Abdul H. NINB. (2024): Herding and retail investors' decision: A review literature. *Environment and Social Psychology*, 9, doi: 10.54517/esp.v9i4.1900
- Anand A. (2005): Is the Dutch Auction IPO a Good Idea? *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, 2, 233-260. o.
- Andor Gy. (2017): *Üzleti Gazdaságtan*. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Arora N. – Singh B. (2023): Board Characteristics, ownership concentration and SME IPO underpricing. *Pacific Accounting Review*. 35, 19-49. o.
- Baron D. (1982): A model of demand for investment banking advising and distribution services for new issues. *Journal of Finance*, 37, 955-976. o.
- Berger, A., – Udell, G. (1998): The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 6-8, 613-673. o.
- Bodie, Z. – Kane, A. – Marcus, A. (2005): *Befektetések*. Aula Kiadó, Budapest.
- Booth, R. A. (2008): Going Public, Selling Stock, and Buying Liquidity. *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2, 649-677. o.
- Brealey, R. – Myers, S. (2005): *Modern vállalati pénzügyek*. Panem könyvkiadó, Budapest.
- Bujtár Zs. (2016): Eladó az egész világ? Avagy – Az ETF-ek szabályozási kérdései. *JURA*, 1, 171-181. o.
- Domonkos E. (2022): *An Economic History of Hungary From 1867*. Pallas Athéné Könyvkiadó, Budapest.
- Draho, J. (2006): *The IPO Decision - Why and how Companies Go Public*. Edward Elgar Publishing, Northampton.
- Farkas B. (2021): *A közgazdasági gondolkodás rövid története*. Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Fernández P. (2007): *Company Valuation Methods*. The most common errors in valuations, CIIF Working Papers, IESE Business School – University of Navarra.

- Geddes, R. (2005): IPOs and Equity Offerings. Butterworth-Heinemann, Oxford.
- Gnawali A. – Niroula B. (2021): The Perception of Investors Towards Initial Public Offering: Evidence of Nepal. *Journal Manajemen Terapan dan Keuangan (Mankeu)*, 10, 76-86. o.
- Halász V. – Kecskés A. (2013): A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás előnyei és hátrányai. *Miskolci Jogi Szemle*, 2, 137-149. o.
- Helwege J. – Liang N. (1996): Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, 541-569. o.
- Hoffmann A. – Shefrin H. (2014): Technical analysis and individual investors. *Journal of Economic Behavior & Organization*. 107, 487-511. o.
- Honjo, Y. (2021): Public or Perish? From founding to initial public offering. *Review of Managerial Science*, 6, 1573-1610. o.
- How J. (2020): Initial and long-run performance mining IPOs in Australia. *Australian Journal of Management*, 25, 95-118. o.
- Ibbotson R. (1975): Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economies*, 2, 235-272. o.
- Inmoo L. – Lochhead S. – Ritter J. (1996): The Costs of Raising Capital. *The Journal of Financial Research*, 1, 59-74. o.
- Isaksson E. – Karpe M. (2016): The Impact of Hype on IPO First-Day Returns, A study of IPOs on the exchanges operated by Nasdaq Stockholm, KTH Royal Institute of Technology School of Engineering Sciences <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:942685/FULLTEXT01.pdf>. Letöltve: 2024. október. 10.
- Jakobsen J. – Sorensen O. (2001): Decomposing and testing long-term returns: an application on Danish IPOs', *European Financial Management*, 7, 393-417. o.
- Kavalenka Y. (2018): Determinants of IPO underpricing on the Warsaw Stock Exchange. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 91(1), 257–267. o.
- Kecskés A. – Halász V. – Bujtár Zs. (2019): Tőzsdeuniverzum. HVG-ORAC Lap- és Könyvkiadó, Budapest.

- Lee P. J. – Taylor S. L. – Walter T. S. (1996): Australian IPO pricing in the short and long run. *Journal of Banking and Finance*, 20, 1890-1210. o.
- Lin H. W. (2012): How herding bias could be derived from individual investor types and risk tolerance? *International Journal of Economics and Management Engineering*, 6, 1395-1400. o.
- Ljungqvist A. (2004): *IPO underpricing: empirical corporate finance*. NYU Press, New York.
- Loughran T. – Ritter J. (2002): Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? *Review of Financial Studies* 15, 413–443. o.
- Loughran T. – Ritter J. – Rydqvist K. (2024): *Initial Public Offerings: International Insights* <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/> Letöltve: 2024. szeptember 13.
- Lyn E. – Zychowicz E. (2003): The performance of new equity offerings in Hungary and Poland. *Global Finance Journal*, 14, 181-195. o.
- Magyar G. (2007): *Pénzügyi navigátor*. Cameron Crea, Budapest.
- Magyar Nemzeti Bank (2024): *Hitelezési felmérés* <https://www.mnb.hu/penzugyi-stabilitas/publikaciok-tanulmanyok/hitelezesi-felmeres/hitelezesi-felmeres-2024-augusztus> Letöltve: 2024. 10. 26.
- Małachowski, P., Gadowska-dos Santos, D. (2021). What Determines the Success of an IPO? Analysis of IPO Underpricing on the Warsaw Stock Exchange. *Central European Economic Journal*, 8(55), 1-14.
- Mihalovikné Sz. K. (2019): *A Norbi Update Lowcarb Esettanulmány*. Budapesti Corvinus Egyetem
- Nagtilak A. – Kulkarni N. (2015): A study on investor's perception towards initial public offering in Mumbai. *Abhinav National Monthly Referred Journal of Research in Commerce and Management*, 4, 75-86. o.
- Perera W. – Kulendran N. (2016): Why does underperformance of IPO in the long-run become debatable? A theoretical review. *International Journal of Accounting & Business Finance*, https://www.maco.jfn.ac.lk/ijabf/wp-content/uploads/2017/11/Vol2_Issue1_1.pdf Letöltve: 2024. október 1.

- PWC (2022): Global IPO Watch 2021. <https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/ipo-centre/assets/pwc-global-ipo-watch-2021.pdf> Letöltve: 2024. 09. 15.
- Ritter J. (2023): Initial Public Offerings: Updated Statistics, <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPO-Statistics.pdf> Letöltve: 2024. augusztus 29.
- Ritter J. (1998): Initial public offerings. Contemporary Finance Digest, 2, 5-30. o.
- Ritter J. (1991): The long-run performance of initial public offerings. The Journal of Finance, 46, 3-27. o.
- Rock K. (1986): Why new issues are underpriced. Journal of Financial Economics, 1-2, 187-212. o.
- Ruud J. (1993): Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle. Journal of Financial Economics, 34, 135-151. o.
- Salerno D. – Sampagnaro G. – Verdoliva V. (2022): Fintech and IPO underpricing: An explorative study. Finance Research Letters, 44, DOI: 10.1016/j.frl.2021.102071
- Schindele I. – Perotti E. (2003): Pricing initial public offerings in premature capital markets: The case of Hungary. Hungarian Statistical Review, 79, 45-62. o.
- Shayne J. A. – Soderquist L. D. (1995): Inefficiency in the Market for Initial Public Offerings. Vanderbilt Law Review, 4, 965-986. o.
- Shu-Fan H. – Chia-Ying C. – Ming-Chun W. (2020): Retail investor attention and herding behavior. Journal of Empirical Finance, 59, 109-132. o.
- Vakil S. (2018): A study of investor's perception about IPO and IPO's performance in stock market. Asia Pacific Journal of Research, F524-F538
- Vigvári A. (2008): Pénzügy(rendszer)tan. Akadémiai Kiadó. Budapest
- Welch I. (1992): Sequential sales, learning and cascades. Journal of Finance, 47, 695-732. o.
- Zanghum U. – Gubareva M. - Yousaf I. – Shoaib A. (2021): A tale of company fundamentals vs sentiment driven pricing: The case of GameStop. Journal of Behavioral and Experimental Finance, 30, DOI: 10.1016/j.jbef.2021.100501

MELLÉKLETEK

1. melléklet (Releváns adatok Ft-ban)

	Bevezetés napja	Kibocsátási árfolyam	Záró árfolyam	Alulárazódás
4iG	2004.09.22	1 800	2 080	15,56%
CIG Pannónia	2010.11.08	856	863	0,87%
Autowallis	2013.06.25	2 100	2 150	2,37%
Norbi Update	2014.10.10	990	978	-1,21%
Waberers	2017.07.06	5 100	5 125	0,49%
Dunahouse	2016.11.11	3 865	3 990	3,24%
Civita	2023.07.07	772	1 180	52,85%
ShopperPark	2023.11.21	11	12	6,48%

2. melléklet (Releváns adatok e-Ft-ban)

	KOR	MÉRET	PEVC	TECH	SZÁRM	TUL	JEGYZ	INT_BEF	IPO
4iG	9 év	1 055 711	1	1	1	34%	0	-	693 000
CIG Pannónia	3 év	17 039 000	1	0	1	12%	1	-	9 282 476,7
Autowallis	1 év	211 502	1	0	1	23%	0	-	429 151,5
Norbi Update	<1év	129 244	0	0	1	50%	0	-	823 446,4
Waberers	13 év	158 264 876	0	0	0	97%	1	-	13 860 000
Dunahouse	17 év	2 004 000	1	0	1	52%	0	64,84%	2 600 000
Civita	5 év	8 793 785	1	0	1	87%	0	27,17%	500 000
ShopperPark	5 év	118 142 000	1	0	1	63%	0	51,56%	14 39 800

3. melléklet (Releváns adatok Ft-ban)

	D/E	ROE	ROA	EPS
4iG	0,3	0,1	0,1	14,4
CIG Pannónia	5,8	-2,6	-0,1	-44,4
Autowallis	0,0	0,1	0,1	115,0
Norbi Update	1,5	0,9	0,4	9,1
Waberers	3,5	0,1	0,04	298,3
Dunahouse	0,6	0,7	0,4	240,1
Civita	2,4	0,2	0,03	25,8
ShopperPark	1,6	0,2	0,1	1070,1

4. melléklet

	VOL	PHOZAM (1M)	PHOZAM (3M)	PHOZAM (1Y)	HOZAM (1Y)	HOZAM (3Y)	HOZAM (5Y)
4iG	1,15%	2,74%	0,51%	36,21%	12,2%	39,4%	1,6%
CIG Pannónia	1,72%	-1,23%	0,47%	11,29%	-35,1%	-72,8%	-83,3%
Autowallis	0,97%	-4,58%	2,30%	8,91%	0,0%	-1,9%	276,2%
Norbi Update	1,07%	-5,39%	-1,13%	-6,00%	-54,65%	-	-
Waberers	0,85%	1,97%	9,40%	40,21%	-31,8%	-82,4%	-57,5%
Dunahouse	1,07%	1,11%	3,87%	29,01%	-4,3%	-2,2%	21,6%
Civita	1,15%	2,24%	12,83%	25,71%	14,64%	-	-
ShopperPark	0,97%	0,20%	-0,36%	37,39%	-	-	-