

OTDK-DOLGOZAT

Kun Krisztián

BA

2013

**IPO-K TELJESÍTMÉNYÉNEK VIZSGÁLATA A BUDAPESTI
ÉRTÉKTŐZSDÉN 2000 ÉS 2010 KÖZÖTT**

**THE EVALUATION OF IPO-S ON THE HUNGARIAN STOCK
EXCHANGE BETWEEN 2000 AND 2010**

Kun Krisztián

Kézirat lezárva: 2012. június 24

Tartalomjegyzék

Táblázatok Jegyzéke	II
Ábrák Jegyzéke	III
1. Bevezetés	1
1.1. Témamegjelölés	1
1.2. A szerkezet	1
2. Elméleti Felvezetés	3
2.1. A vállalatfinanszírozásról röviden	3
2.2. Első nyilvános kibocsátás	6
2.2.1. Az IPO-k előnyei	6
2.2.2. Az IPO-k hátrányai	7
2.3. Mit mutatnak nekünk a részvénykibocsátások? – IPO-k a világban	8
3. Az IPO-k árazásának elméletei	12
3.2. Az IPO-k alulárazásának elmélete	14
3.2.1. Az alulárazás okairól	15
3.3. Az IPO-k hosszú távú alulteljesítésének elmélete	16
3.3.1. A hosszú távú alulteljesítés okairól	16
4. Empirikus vizsgálatok a Budapesti Értéktőzsdén 2000-2010 között.....	18
4.1. IPO-k első napi teljesítménye a BÉT-en 2000 és 2010 között	19
4.2. IPO-k hosszú távú teljesítménye a BÉT-en 2000 és 2010 között	21
4.3. Irreális bevezetési árak a Budapesti Értéktőzsdén	22
5. Következtetés	26
Irodalomjegyzék	27
Melléklet	30

Táblázatok Jegyzéke

1. TÁBLÁZAT - A FINANSZÍROZÁS EGY LEHETSÉGES CSOPORTOSÍTÁSA	3
2. TÁBLÁZAT – RÉSZVÉNYÁGI FINANSZÍROZÁSI ALTERNATÍVÁK	5
3. TÁBLÁZAT - A VILÁG TÍZ LEGNAGYOBB IPO KIBOCSÁTÁSA.....	10
4. TÁBLÁZAT – A VIZSGÁLT RÉSZVÉNYEK BEMUTATÁSA.....	19
5. TÁBLÁZAT – IPO-K ELSŐ NAPI HOZAMAINAK VIZSGÁLATA.....	20
6. TÁBLÁZAT – IPO-K HOSSZÚ TÁVÚ TELJESÍTMÉNYÉNEK VIZSGÁLATA	21
7. TÁBLÁZAT – 4 KIVÁLASZTOTT RÉSZVÉNY TELJESÍTMÉNYÉNEK VIZSGÁLATA.....	24
8. TÁBLÁZAT –AMERIKAI IPO-K TELJESÍTMÉNYÉNEK VIZSGÁLATA.....	30

Ábrák Jegyzéke

1. ÁBRA - GLOBÁLIS IPO-K ÖSSZÉRTÉKE	8
2. ÁBRA - A GLOBÁLIS IPO-K SZÁMÁNAK ÁGAZATI MEGOSZLÁSA 2011.....	10
3. ÁBRA - A KIBOCSÁTÁSI ÁR MEGHATÁROZÁSÁNAK FOLYAMATA.....	13
4. ÁBRA - 4 KIVÁLASZTOTT RÉSZVÉNY ÁRFOLYAMVÁLTOZÁSAINAK ALAKULÁSA	22
5. ÁBRA – RÉSZVÉNYÁRFOLYAMOK ALAKULÁS A KIBOCSÁTÁST KÖVETŐ 300 KERESKEDÉSI NAP SORÁN	23
6. ÁBRA - AZ ELSŐ NYÍLVÁNOS KIBOCSÁTÁSOK KEZDETI HOZAMAI AZ EGYES ORSZÁGOKBAN.....	30
7. ÁBRA – AZ IPO-K HOSSZÚTÁVÚ TELJESÍTMÉNYÉNEK VIZSGÁLATA.....	31
8. ÁBRA – IPO-K SZÁMA A BÉT-EN	31

1. Bevezetés

1.1. Témamegjelölés

A dolgozat középpontjában az első nyilvános részvénykibocsátások, röviden IPO-k állnak. Ezen belül is a kibocsátott részvények teljesítményének mérésére fogom helyezni a hangsúlyt. A témában született külföldi kutatásokra támaszkodva igyekszem saját eredményeket is felmutatni a Budapesti Értéktőzsdén bevezetett részvények teljesítményének elemzésén keresztül. A vizsgált terület összességében roppant tágak mondható, ezért a saját kutatási eredmények bemutatása mellett törekszem egy tömör, átfogó képet is adni az IPO-k világáról. A munka mindenképp aktuális, hiszen többek között a pénzügy piacok globalizációjának köszönhetően az elmúlt 30-40 évben megsokszorozódott az első nyilvános kibocsátások száma, és mérete. A kutatás létjogosultságát az is megerősíti, hogy a téma relevanciája ellenére hazánkba viszonylag kevés szerző foglalkozik a gazdasági életnek eme részterületével, és legjobb tudomásom szerint az általam vizsgált időintervallumban még nem születtek ilyen irányú megfigyelések. Emellett az elméleti összefoglaláson, és gyakorlati megfigyeléseken túl a téma komplexitása lehetőséget ad olyan további következtetések levonására is, amelyek előzetesen nem voltak céljai a dolgozatnak.

1.2. A szerkezet

A bevezetést követően a dolgozat egy viszonylag hosszabb elméleti felvezetéssel folytatódik. Véleményem szerint a tudományos háttér széleskörű bemutatása segítséget nyújt a dolgozat megértésében, és színvonalának emelésében egyaránt. Elsőként nagyon röviden a vállalatfinanszírozás alapvető fajtáit mutatom be, hogy láthassuk a részvénnel való finanszírozás csak egy lehetőség a számos finanszírozási forma közül. A dolgozat pozícionálása után definiálom azokat a legfontosabb alapfogalmakat, amelyek ismerete elengedhetetlen a témában. Ezt követi a tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírokkal történő finanszírozás előnyeinek és hátrányainak általános bemutatása. Végül egy rövid nemzetközi kitekintésen keresztül igyekszem demonstrálni, hogy milyen egyéb következtetések vonhatóak le az IPO-k számából, méretéből vagy akár iparági

megoszlásából. A 3. Fejezet a kutatás módszertani alapjait bemutató része a dolgozatnak. Az itt vázolt nemzetközi példák, és eredmények szolgálnak alapul a későbbi egyéni munkához. Ezt követően a 4. Fejezetben mutatom be, és értékelem a Budapesti Értéktőzsdén szerzett tapasztalataimat. Végezetül az utolsó fejezetben levonom a munka során összegyűjtött tanulságokat.

A dolgozat legfőbb célja megvizsgálni, hogy az IPO-k nemzetközi vizsgálata során felismert tények igazak-e hazánkban is. Ennek köszönhetően a vizsgálódás módja deduktív¹ lesz, vagyis egy logikailag vagy elméletileg feltételezett összefüggéstől halad a megfigyelések felé, amelyekkel ellenőrzi, hogy valóban a várt összefüggés mutatkozik-e. [Babbie, E. 2001]

¹ dedukció, deduktív okfejtés: a vizsgálódás azon módja mely során az általánostól haladunk a specifikus felé.

2. Elméleti Felvezetés

2.1. A vállalatfinanszírozásról röviden

A vállalati pénzügyi tevékenység olyan komplex feladat, amely magában foglalja a beruházási lehetőségek vizsgálatát, a lehetséges befektetések közötti szelekciós döntéseket, valamint a rövid és hosszú távú, operatív és stratégiai pénzügyi-finanszírozás kiválasztását, megszervezését. Ezért a megfelelő finanszírozási struktúra kiválasztása lényeges döntés egy vállalat életében, amely hosszú távú stratégiájának megvalósítását is nagymértékben befolyásolja. Definíció szerint: *“A vállalatfinanszírozás a vállalat létrehozásához, későbbi működéséhez, illetve növekedéséhez szükséges, a vállalat tőkeköltségvetésében meghatározott tőkeigény kielégítése.”* [Sulyok-Pap M. 2001 pp.15]

Napjainkban a pénzügyi innovációk dinamikus fejlődésének köszönhetően számos lehetősége nyílik egy vállalatnak a finanszírozás megválasztására. Alapvetően két nagy csoportot különböztetünk meg, saját illetve idegen forrásból származó finanszírozást. Saját forrás a vállalat forrásainak az a része, amelyet nem terhel visszafizetési kötelezettség. Ellentétje az idegen forrás, ahol az igénybevett tőke után díjat kell fizetni. [Chikán A. 2003, 441.old.] De a forrásokhoz való jutás formáit osztályozhatjuk eredete alapján is. Ekkor megkülönböztetünk belső és külső finanszírozást. Az egyes kategóriákat, és hozzájuk kapcsolódó példákat az alábbi táblázat foglalja össze.

A forrás eredete jellege	Saját Forrás (nincs visszafizetési köt.)	Idegen Forrás (van visszafizetési köt.)
Belső Finanszírozás	Visszatartott Nyereség	Kifizetések visszatartása
Külső Finanszírozás	Résztvények	Kötvények, Hitelek

1. Táblázat - A finanszírozás egy lehetséges csoportosítása²

² Chikán A. [2006] és Kérnusz Á. [2007] alapján

A belső finanszírozás tipikus példája, amikor a vállalat saját eredményének egy részét vagy teljes egészét forgatja vissza a vállalkozásba. Ezzel szemben a külső finanszírozás nem a vállalat által megtermelt tőkéből történő finanszírozást jelenti. Magának a finanszírozásnak számos fajtája és módja létezik ezek további részletezése azonban nem része a dolgozatnak.

Ha egy vállalat fejlesztéseit belső forrásokból valósítja meg, annak előnye, hogy azonnal rendelkezésre áll, és nincsenek további explicit költségei. Hátránya azonban, hogy ezáltal korlátok közé szorulnak a vállalat növekedési lehetőségei. Ezért egy cég életében növekedési potenciáljából vagy új terveinek megvalósításából adódóan gyakran előfordulhat, hogy céljai elérése érdekében külső tőkebevonást kell végrehajtania. A vállalatok által leggyakrabban alkalmazott eszközök a kötvények illetve részvények kibocsátása. Mindkét módszernek megvannak az előnyei és hátrányai. A részvénykibocsátás többek közt azért előnyös egy vállalat számára, mert nem kell visszafizetni, valamint kamatfizetési kötelezettség sem terheli. Az újdonsült részvényesek mindössze azt a reményt kapják pénzükért cserébe, hogy részvényeik valamikor a jövőben többet fognak érni, mint amennyiért azt kezdetben megvásárolták vagy osztalékfizetésben részesülnek. Ezzel szemben a kötvényekkel történő finanszírozás esetén a befektetők egy sokkal jobban előre jelezhető pénzáramlások sorozatával számolhatnak. A részvényvásárlás további kockázatokat is hordoz magában, mivel ebben az esetben a befektető tulajdonossá is válik, ezzel vállalva azt a kockázatot, hogy a cég nem feltétlenül lesz sikeres, vagyis elmarad a részvényemelkedésből származó haszna. Végül, de nem utolsónak fontos szempont, hogy egy esetleges csőd esetén a hitelezőket fizetik ki először, és csak utána a részvényeseket. Ez azt jelenti, hogy részvénytulajdonosként nem jutunk pénzünkhöz, mindaddig, amíg a bankokat és más hitelezőket ki nem fizettek. Bár a csőd lehetősége magában hordozza, hogy a befektetők valamennyi pénzüket elvesztik, azonban arról ritkán esik szó, hogy ez a veszteségeknek egy alsó korlátot szab. Ezzel szemben emelkedés esetén nem beszélhetünk ilyen felső korlátról, vagyis elméletileg egy részvény árfolyama akár a végtelenségig is emelkedhet. Persze mindez csak teoretikus megközelítés. Összességében elmondhatjuk, hogy a befektetők szempontjából a kötvényvásárlás nyilvánvalóan egy kevésbé kockázatos tranzakció, a vállalatok szempontjából viszont sokszor érdekesebb lehet részvényekkel való finanszírozásra törekedni.

A vállalat menedzsereinek számos dolgot figyelembe kell venniük, hogy megfelelő tőkeszerkezetet, vagyis a “pénzeszközöknek egy olyan kombinációját alakítsák ki, amelyekkel a vállalat reáleszközökbe történő beruházását finanszírozza.” [Myers, S. 2001] Miller-Modigliani első tétele kimondja, hogy a vállalat értéke nem függ a tőkeszerkezettől. [Modigliani, F. - Miller, M. 1958] Vagyis a finanszírozási szerkezet változása nincs hatással a vállalat értékére (ez alapján lényegtelen volna, hogyan finanszírozzuk vállalatunkat), de a modell érvényessége csak a tökéletes piac feltételei mellett teljesül. Tényleges adók és csődkockázat mellett, azonban az MM I. tétel feltételezései már nem érvényesek, így a megfelelő tőkeszerkezet megválasztása fontos feladat egy vállalat életében. Egyes elemzők hüvelykujj szabályként az ideális finanszírozást 40-60%-ban határozzák meg a saját tőke javára, de ez állandó módszerként mégsem alkalmazható. Több kutatás is alátámasztja köztük Váradi Kata (2009) munkája, hogy eltérő iparágakban eltérő tőkeszerkezet biztosítja a lehető legnagyobb vállalatértéket.

A folytatásban részletesen a vállalatok részvényági finanszírozásával, ezen belül az IPO-kal fogok foglalkozni. A gyakorlatban azonban a részvényági finanszírozásnak is többféle megvalósulása lehetséges. Valamennyi formára igaz, hogy a befektetők egyben tulajdonossá is válnak, de lényeges különbség, hogy az újdonsült vásárlók mekkora befolyást, kontrollt tudnak szerezni ezzel a vállalat életében.

	Szórt részvényesi struktúra	Koncentrált részvényesi struktúra
Zártkörű tőkeemelés	Személyes ismertségen vagy bizalmon alapuló forrásbevonás	Egyedi alkuk, szindikátusi megállapodások
Nyilvános tőkeemelés	„igazi IPO”	Club-deal jellegű tőzsdei megjelenés

2. Táblázat – Részvényági finanszírozási alternatívák³,

Bár tőkeemelés megvalósulhat zártkörben vagy koncentrált részvényesi struktúrában, mi csak az „igazi IPOk”-ra fogunk fókuszálni, amire nyilvános kibocsátás és szórt részvényesi

³ Zsembery L. [2010] - *Finanszírozási alternatívák – Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban*

struktúra jellemző.

2.2. Első nyilvános kibocsátás

Az első nyilvános kibocsátás, röviden IPO az angol Initial Public Offering kifejezésből származó betűszó. Gyakran fordítják első nyilvános tőzsdei bevezetésnek is. Az IPO lényege, hogy egy a növekedését már tisztán saját forrásokból finanszírozni nem képes vállalat részvénykibocsátás segítségével tesz szert friss, új tőkére. Az a kitüntetett pillanat egy társaság életében, amikor részvényeit először lehet nyilvánosan jegyezni, még a tőzsdei bevezetést megelőzően. Azonban mielőtt egy vállalat a finanszírozásnak ezt a módját választaná, számos dolgot kell mérlegelnie. A tőzsdére menetelnek jelentős előnyei vannak, ugyanakkor árnyoldalai is léteznek. Lássuk tehát a legfontosabb pro és kontra érveket, amelyeket a finanszírozási stratégián túl figyelembe kell vennie egy vállalatnak.

2.2.1. Az IPO-k előnyei

A finanszírozás után a tőzsdére menetel egyik legfontosabb hozadéka az abból származó *marketing* érték. Az új részvényt kibocsátó társaság ismertsége növekedni kezd, és bevezetés kapcsán a média középpontjába kerül, így ettől kezdve fokozott figyelem övezi tevékenységét. Ez tulajdonképpen ingyen reklámként, vagy a vállalat marketingtevékenységekre fordított költségeinek csökkenéseként fogható fel. Egy másik fontos szempont a *likviditás*. A másodlagos piacok lényeges tulajdonsága, hogy az itt kereskedett értékpapírok likvid eszközök, amelyek iránt komoly kereslet és kínálat mutatkozik. A likviditás a jelenbeli, és leendő tulajdonosok számára egyaránt hasznos. A magas forgalom kedvező kiszállási lehetőségeket (exit strategy) biztosít a jelenlegi tulajdonosoknak, ugyanakkor jó beszállási lehetőség a jövőbeni befektetők számára is. (Bár részvény és részvény között is van különbség. A magyar piacra jellemző, hogy az újonnan bevezetett eszközök viszonylag alacsony forgalom mellett forognak és kisebb befektetések is hatalmas volatilitást eredményezhetnek, ami főleg a B kategóriás részvényekre jellemző.) A pozitívumok közé sorolható a *transzparencia* is. A tőzsdére való bekerülésnek és az állandó tagságnak fontos kritériumai vannak, amelyeknek minden résztvevő meg kell, hogy feleljen. Ilyen például a folyamatos jelentési kötelezettség, ami biztosítja a befektetők által elvárt átlátható működést. A fent említett előnyök további

hasznokat generálhatnak. A vállalatok növekvő ismertségüknek és likviditásuknak köszönhetően könnyebben juthatnak hitelekhez, valamint nemzetközi befektetők érdeklődését is felkelthetik. Az új cégek szempontjából pedig az sem utolsó szempont, hogy első megjelenésük a nyilvános piacokon növeli a befektetők üzleti bizalmát. Ezenfelül a tőzsdére bevezetett cégek folyamatos értékelést kapnak a vállalat helyzetéről, hiszen a részvény aktuális árfolyama megmutatja, hogy adott piaci hangulat mellett hogyan értékelik a vállalatot. Ez egyben motiváló erő is a menedzserek számára, hogy mindig körültekintően járjanak el és még nagyobb pénzügyi fegyelmet tanúsítsanak. Az előbb említett pozitívumok általánosságban elmondhatóak az IPO-król, de vannak bizonyos ország specifikus tényezők, amelyek államonként eltérőek. A Budapesti Értéktőzsdén például, a belépők adóelőnyöket élvezhetnek⁴ továbbá az új tagok díjkedvezményeket is kapnak a kezdeti időszakban.

2.2.2. Az IPO-k hátrányai

Az elsődleges forgalomba hozatal számos haszonnal jár, de ahogy minden éremnek, ennek is két oldala van. Az IPO-k legfőbb hátránya a magas költségek. A kibocsátás során felmerülő ráfordításokat alapvetően két nagy csoportba sorolhatjuk. Direkt és indirekt költségek. Direkt költségek közé tartozik minden olyan kiadás, ami a tőzsdei bevezetés technikai megvalósulásához kapcsolódik. Ilyenek a jogi, számviteli kiadások, és egyéb tranzakciós költségek. A vállalat számára indirekt költségként leggyakrabban a részvények alulárzását szokták említeni. Amennyiben egy részvényt a tényleges (fair) áránál jóval alacsonyabban bocsátanak ki az árfolyam minden bizonnyal emelkedni fog a kezdeti időszakban. Az új magasabb ár és a kibocsátási ár közötti különbség az, amit a társaság „elvesztett” az alacsonyabb kibocsátási ár miatt⁵. További hátrányok közé sorolható, hogy a sikeres bevezetés sok munkát igényel, ami a felső vezetés amúgy is szűkös erőforrásainak még jelentősebb lekötését eredményezi. A sikeres bevezetéshez akár több hónapos előkészületek is szükségesek lehetnek a vállalat méretétől és képességeitől függően. Az előnyök között említett szigorú szabályok mindenképp pozitívak a befektetők számára, de a merev követelmények teljesítésének szükségessége olykor hátrány is lehet a

⁴ Az osztalékfizetés személyi jövedelemadó vonzata 2011. évtől a tőzsdei ügyletek és tőzsdén kívüli ügyletek esetében is egységesen 16%, azonban a tőzsdén kívüli ügyletek esetében többletteherként felmerül 14%-os EHO fizetési kötelezettség. forrás: www.bet.hu

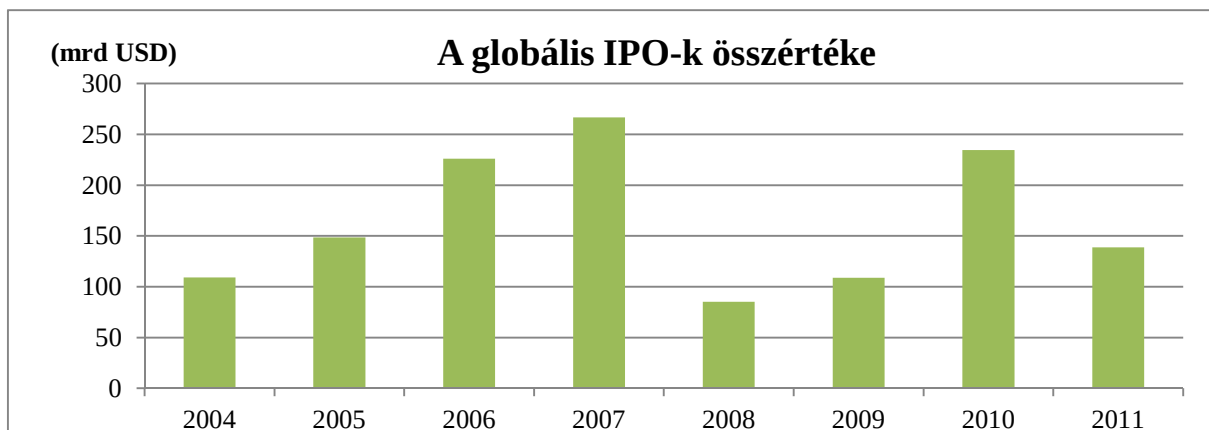
⁵ A fogalmat az angol szakirodalom Money left on the table-nek (asztalon hagyott pénznek) nevezi. lásd részletesen 3.2. fejezet

vállalatnak. A tőzsde árnyoldalai közé sorolhatjuk még a pillanatnyi árfolyam problémáját. A vállalatnak fel kell készülnie a spekulánsok és egyes befektetői csoportok támadásaira. Folyamatos és transzparens működésre, egyértelmű kommunikációra van szüksége, ahhoz hogy elkerülje a pánikkeltést a papír körül. Emellett a kibocsátóknak azzal is szembe kell nézniük, hogy a részvényesek sokszor pusztán rövidtávú érdekeiket tartják szem előtt, amit nem mindig könnyű összeegyeztetni a vállalat hosszú távú céljaival.

A felsorolt előnyök és hátrányok általánosságban valamennyi IPO-ra igazak lehetnek, de azok mértéke már függ a menedzsment teljesítményétől. Nagy kérdés, hogy a vállalat vezetői, hogyan tudják meglovagolni az előnyöket, és milyen mértékben tudják tompítani a felmerülő veszteségeket. Általános szabályként elfogadható, hogy kevésbé okos tőzsdére menni a nyári hónapokban vagy az év végi uborkaszezonban az alacsony forgalom miatt. Végezetül fontos megemlíteni, hogy a sikeres jegyzés olyan exogén tényezőktől is függ, mint az aktuális tőkepiaci hangulat, az iparági környezet, politikai hatások vagy éppen a befektetők értékítélete.

2.3. Mit mutatnak nekünk a részvénykibocsátások? – IPO-k a világban

Az IPO-k nem csak önmagukban értelmezhetőek az egyes vállalatok számára, hanem számukból vagy méretükből következtetéseket vonhatunk le a nemzetgazdaság egészére nézve. Általánosan elmondható, hogy recessziók, gazdasági lassulások alatt a tőzsdére bevezetett cégek száma csökkenő, míg konjunktúrák idején jellemzően növekvő tendenciát mutat (ahogy ezt az intuíciónk is sugallja). Azonban az emelkedő időszakok sem jelentenek önmagukban garanciát a magas profitra. Tőkepiacokról készített tanulmányok kimutatták, hogy a tőzsdei bevezetések felpörgését jellemzően a részvénytőke hozamok csökkenése követi.



1. Ábra - Globális IPO-k összértéke⁶

A diagram a globális IPO-k összértékét mutatja 2004 és 2011 között. Az ábrán jól látható, hogy az elsődleges részvénykibocsátások volumene 2008-ban jelentősen visszaesett. Mindez javulni látszott egészen 2010-ig, amikor is ismét meredek csökkenés következett be. A globális IPO-k mértéke tehát egybecseng az elemzők által oly gyakran emlegetett „duplavé” (double dip) alakú válság elméletével. A kérdés, hogy az IPO-k mértéke ebben az esetben inkább következmény vagy ok. Nyilvánvaló, hogy rossz gazdasági környezetben senki sem viszi szívesen tőzsdére a cégét, vagyis ezt a válság eredőjeként is felfoghatjuk. Ugyanakkor a hitelezés beszűkülése, és a gazdaság lassulása önmagában olyan tényezők, amik szükségszerűen előidéznek, hogy kevesebb számú vállalat legyen képes tőzsdei szereplővé válni. Ezért az IPO kibocsátások számának figyelemmel kísérése nem pusztán a globális gazdasági folyamatok megértéséhez fontos, de hasznos fokmérője lehet (más indikátorokkal együtt természetesen) a gazdaság bővülésének is.⁷

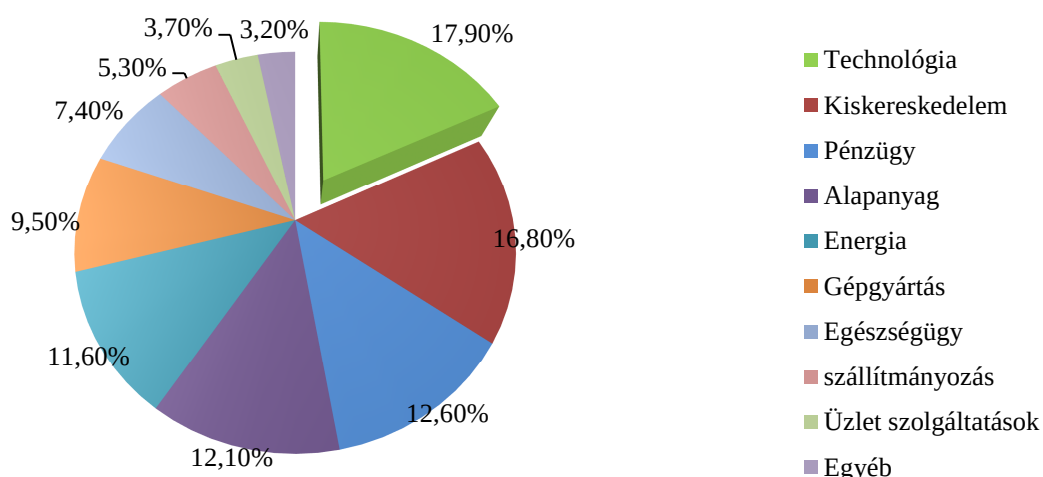
Ha tőzsdei bevezetések méretét ágazati szempontból vizsgáljuk ugyancsak hasznos információkhoz juthatunk, de ezúttal az egyes iparágakra nézve. A kördiagram tanulsága szerint a technológiai szektor fejlődése volt a legdinamikusabb az elmúlt évben. Az információs technológiai cégek közül érdemes külön kiemelni a LinkedIn bevezetését. A vállalat részvényeit 45 dolláros árfolyamon bocsátották ki, ami rövid idő alatt többszörösére nőtt. A papírok a nap folyamán 122 dolláros árfolyamon is forogtak végül pedig 94 dolláron zártak, ami 109% -os első napi emelkedésnek felel meg.⁸

⁶ Forrás: www.renaissancecapital.com

⁷ FTSE Renaissance Global IPO Index például egy olyan egyedi index, amely a fejlett és feltörekvő piacok ipo-inak a teljesítményét méri 2 évre visszamenőleg.

⁸ Forrás: <http://www.hoovers.com/ipo-central/ipo-scorecard-biggest-first-days/100004166-1.html>

A globális IPO-k számának ágazati megoszlása (2011)



2. Ábra - A globális IPO-k számának ágazati megoszlása 2011⁹

Nem véletlenül sokan azonnal a dot-com lufi-t kezdték emlegetni, amikor is tömegesen vonultak internetes cégek a tőzsdékre. Az internetes buborékot megelőzően 1996-ban az IPO-k első napi hozama átlagosan 17% volt (medián 10%) az amerikai piacon. Ezzel szemben 1999 és 2000 között az újonnan bevezetett internetes cégek első napi hozama hatalmas megtérülést, átlagosan 89%-t (medián 57%) mutatott [Ljungqvist, A. - Wilhelm, W. 2003.] A jelenlegi helyzet elemzése hasonlóan érdekes, és sok kérdést vethet fel a mostani web-es cégek körül zajló hisztéria. Végezetül lássuk a világ tíz legnagyobb IPO-ját.

Vállalat	Tőzsde	Iparág	Aláíró	Méret (US\$MM)
ABC Bank	Hong Kong	Financial	Goldman Sachs	\$19,228
ICBC Bank	Hong Kong	Financial	Merrill Lynch	\$19,092
NTT Mobile	Tokyo S.E.	Communications	Goldman Sachs	\$18,099
Visa	NYSE	Financial	J.P. Morgan	\$17,864
AIA	Hong Kong	Financial	Citi	\$17,816
ENEL SpA	NYSE	Utilities	Merrill Lynch	\$16,452
General Motors	NYSE	Capital Goods & S.	Morgan Stanley	\$15,774
Nippon Tel	Tokyo S.E.	Communications	Nomura Securities	\$15,301
Deutsche T.	NYSE	Communications	Goldman Sachs	\$13,034
Bank of China	Hong Kong	Financial	Goldman Sachs	\$11,186

3. Táblázat - A világ tíz legnagyobb IPO kibocsátása

⁹ Forrás: www.renaissancecapital.com

A lista élén a kínai bankóriás az Agriculture Bank of China áll, melyről jól látható az évek óta zajló trend, miszerint az ázsiai pénzügyi szektor egyre nagyobb szeletet kíván kihasítani a világgazdaság tortájából. Erre a listára fog minden bizonnyal feliratkozni idén tavasszal a Facebook is, amennyiben megvalósul a tőzsdére való bevezetés. A Facebook IPO-t óriási várakozások előzik meg, ami nem meglepő a cég adottságait, méreteit és eddigi teljesítményét nézve. Amennyiben az aláírás létrejön a közösségi hálót üzemeltető cég lehet mindenidők legnagyobb internetes IPO-ja messze megelőzve olyan vetélytársakat, mint például a Google.

Rövid kitérőnkéből jól látszik, hogy amíg a vállalatok a részvénykibocsátást opportunistá módon kezelik, addig a makró elemzők a kibocsátások számából, méretéből vagy iparági megoszlásából következtetéseket vonhatnak le a gazdasági ciklusok idején.

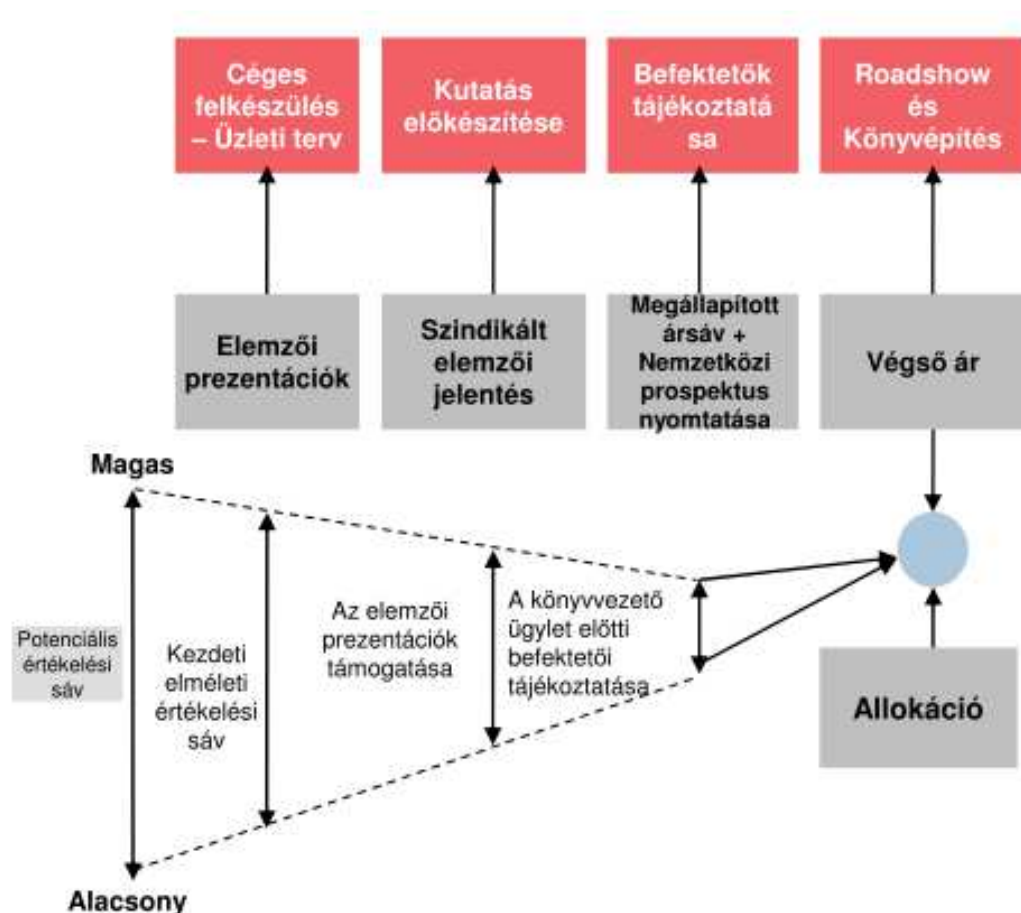
3. Az IPO-k árazásának elméletei

3.1. Az IPO-k kibocsátási árának meghatározása

A részvények árának meghatározása összetett feladat, amely komoly elemzői munkát és szakértelmet kíván meg, de még egy minden részletre kiterjedő elemzés után sem lehetünk biztosak abban, hogy az általunk meghatározott ár más piaci szereplők által is elfogadott ár lesz. Juhász Péter [2004] a vállalatértékelés alapvető célját a következőképpen definiálja: *„azon reális és méltányos ár, illetve ártartomány meghatározása, amelyet alkalmazva önkéntes tulajdonosváltás végbemehet, azaz – tisztán önérdékeit követve – az egyik fél hajlandó eladni, a másik pedig megvenni a vállalatot”*. Esetünkben tehát azt a részvényárfolyamot kell meghatároznunk, amely hűen tükrözi a vállalat teljesítményét, és a felek hajlandóak ezen az áron a tulajdonjog cseréjére. Azonban itt felmerül az értékelés problematikája. A különböző szemléletű értékelt megközelítések más és más eredményt jelenthetnek. Pratt [1992] például az érték definiálása során 6 szempont szerint csoportosít, amely 6 eltérő, de alapelveiben helyes árat jelentene. A legcélravezetőbb talán Copeland-Koller-Murrin [1999] értékelt megközelítésére támaszkodni, mely szerint: *„a vállalati érték mindazon jövedelmek összessége, amit a vállalkozás üzleti tevékenysége során, teljes élettartama alatt realizál, s amely a forrást biztosítók rendelkezésére áll”*.

Pontosan a fent említett elméleti megközelítések sokfélesége miatt, a gyakorlatban a részvények bevezetési ára egy többlépcsős folyamat végeredményeként jön létre. Ez egyfajta finomhangolás, melynek célja az eredetileg kiszámított ártartományt addig szűkíteni, amíg a folyamat legvégén el nem jutunk a kibocsátási árig. A folyamatot részleteiben a 3. Ábra szemlélteti. Első lépésként a vállalat elemzi saját teljesítményét, és üzleti tervet készít. Látható, hogy ebben az időszakban még igen tág határok között mozoghat az ártartomány. Az ársáv további szűkítését vállalatértékeléssel, és szindikátusi elemzés készítésével igyekeznek elérni. Következő fontos állomás az előzetesen meghatározott értékelési sáv eljuttatása a potenciális befektetőkhez. Az általuk megfogalmazott visszajelzések segítségével tovább finomítható az intervallum. Végezetül következik az úgynevezett **könyvépítés** (book-building), amely során a részvény kibocsátója ajánlatokat gyűjt nagy nemzetközi pénzügyi befektetőktől. Ezen az

úgynevezett bemutatkozó marketingkörúton (roadshow) igyekszik minél több nagybefektetőt meggyőzni arról, hogy vegyenek a papírjából. A vásárlók mérlegelnek, majd meghatározzák, hogy pontosan mennyit és milyen áron hajlandók vásárolni. A különböző ajánlatokat az ajánlati könyvben összesítik, ami alapján meghatározzák a végső árat. Fontos momentum, hogy az így kialakult ár összhangban legyen a valós árral, amire többek közt a könyvvezetők is értékelik a vállalatot.



3. Ábra - A kibocsátási ár meghatározásának folyamata¹⁰

Ez tehát a gyakorlati módja annak, hogyan lehet szakmai szempontok alapján meghatározni egy IPO árat. A későbbiekben azonban látni fogjuk, hogy a való élet gyakran eltér a tankönyvi példától, és a kibocsátási ár sokszor köszönő viszonyban sincs a fair árral.

¹⁰ Zsembery Levente (2009) pp. 15.

3.2. Az IPO-k alulárazásának elmélete

Minden kétséget kizáróan mondhatjuk, hogy az IPO-k árazása egy bonyolult feladat, amely még a legtapasztaltabb befektetés-elemzőknek is komoly kihívást jelent. A témához kapcsolódó nemzetközi kutatások pedig nagyon izgalmas törvényszerűségekről lebbentik fel a fátylat. Ezek közül talán a legismertebb az IPO-k alulárazásának elmélete. Alulárazásról, akkor beszélhetünk, ha a kibocsátási ár az első napi piaci árfolyamnál alacsonyabb, illetve úgy is fogalmazhatunk, hogy a nap végére a piaci árfolyam magasabb szinten van, mint amennyin eredetileg meghirdették a papírokat. Első napi hozamnak vagy kezdeti megtérülésnek is hívják.

Underpricing = $(\text{First-day closing price} - \text{Offer price}) \div \text{Offer price} \times 100\%$

Ha az alulárazás megvalósul, az azt jelenti, hogy a kibocsátó magasabb áron is értékesíthette volna részvényeit. Az angolban ezt „money left on the table”-nek (asztalon hagyott pénznek) nevezik, ami sok esetben többszöröse is lehet a bevezetés explicit költségeinek.

Money left on the table = $(\text{First-day closing price} - \text{Offer price}) \times \text{Number of shares}$ ¹¹

Az IPO-k alulárazásának elméletével elsőként részletesen Loughran T. és Rydquist K. [1990] foglalkoztak több tanulmányukban is. Vizsgálódásuk során 25 országban figyeltek meg IPO-kat, melyek első napi átlagos hozama messze felülteljesítette a piacot (Melléklet 6. ábra) Érdekeség, hogy a kezdeti hozamok olyan országokban voltak a legmagasabbak, mint Malajzia, Korea vagy Thaiföld, vagyis a feltörekvő országokra különösen jellemző volt az alulárazás. További jelentős kutatások fűződnek még Ritter és Welch [2002] nevéhez, akik egy húszéves időszoron vizsgálták meg az amerikai IPO-k teljesítményét. Az eredmények önmagukért beszélnek. 1980 és 2001 között a megfigyelt cégek esetében 18,8%-os volt az első napi átlagos hozam, míg a piaci hozam mindössze 0,05%. (Melléklet 8. táblázat) Ezekben az esetekben tehát az első napi befektetés többnyire busás hasznot hozott a befektetőknek.

¹¹ <http://www.qfinance.com/financing-best-practice/the-cost-of-going-public-why-ipos-are-typically-underpriced?page=1>

3.2.1. Az alulárazás okairól

A lehetséges okokat azóta vizsgálják, amióta magát az alulárazás tényét felismerték. A különböző elméletek között több olyan is van, amelyet már cáfoltak, és olyan új teóriák is napvilágot láttak, amelyek nehezen bizonyíthatóak kvantitatív módszerekkel. A továbbiakban leginkább Ritter és Welch [2002] munkássága alapján foglalom össze a lehetséges kiváltó tényezőket.

- **Signalling hypothesis:** A kibocsátók az alacsony bevezetőárral igyekeznek felhívni magukra a figyelmet. Az első napi emelkedés egy kedvező jelzés (signal) a piaci szereplők irányába, mely szerint a vállalat a későbbiekben is jó befektetés lehet.
- **The ownership dispersion hypothesis** (tulajdonosi struktúra szétagrózása): A kezdeti felfutás sok kis befektetőt is rávehet a beszállásra, ami a tulajdonosi struktúra diverzifikálását jelenti. A magas közkezhányad mindenképp pozitív jel a befektetők számára, mert annak alacsony szintje további kockázatokat rejt magában.
- **Likviditásösztönzés:** Egy további lehetséges érv az alulárazás mellett, hogy a kibocsátók szeretnék megteremteni a kellő keresletet a részvények iránt, vagyis igyekeznek fokozni annak likviditását. A kezdeti nagy emelkedés bizalmat ébreszthet a befektetőkben, ami fontos feltétele egy likvid eszköznek.
- **Befektetési bankok reputációja:** Bizonyos feltételezések szerint a befektetési bankok tudatosan nyomják le az árakat, hogy megőrizték saját jó hírüket. Ha az új termékek ára alacsonyabb, mint amennyit ér, azzal a befektetési bankárok saját jogi felelősségüket csökkentik, hiszen így kisebb az áresés valószínűsége. Az emelkedés pedig növelheti meglévő ügyfélkörükben presztízsüket, és irántuk érzett lojalitást. További bizonyítékok szolgálnak arra is, hogy nagyobb alulárazás magasabb piaci forgalmat generál, ami a befektetési bank bevételeit is növeli, amennyiben ő az árjegyző (market-maker).
- **Marketing:** Az első nyilvános kibocsátás előnye között szerepelt a kibocsátással járó fokozott figyelem a cég iránt. Amennyiben a vállalat alulárazva kerül bevezetésre, és a következő napokban nagy szárnyalást mutat az tovább növeli a vállalat hírnevét, amit az effektív marketingköltségeken történő megtakarításként is értelmezhetünk. Becslések szerint egy dollár „asztalon hagyott pénz” megközelítőleg hasonló mértékben csökkenti a marketingkiadásokat.

- **A győztes átka:** A problémát leggyakrabban művészeti aukciók analógiáján keresztül szokták szemléltetni. Amennyiben egy árverésen sikeresen licitálunk, és megvásárolunk egy festményt elgondolkodhatunk, hogy valóban jó vásárt csináltunk-e, hiszen rajtunk kívül mindenki más alacsonyabban értékelte a képet. Ugyanez a dilemma merül fel az új kibocsátású részvények jegyzésekor is.
-

3.3. AZ IPO-k hosszú távú alulteljesítésének elmélete

Az IPO-k alulárázása tehát empirikus tényekkel alátámasztható, azonban még ebből sem szabad túlfűtött általános következtetéseket levonnunk. Vannak ugyanis részvények, amelyek igen gyengén teljesítenek a bevezetést követő napon, de olyanok is amelyeket le sem jegyez a piac. Tovább árnyalja a képet, hogy a kezdeti időszak jó teljesítményét, és magas megtérülését korántsem ilyen pozitív eredmények követik, ha hosszabb távon vizsgálódunk. A kiinduló magas hozamok és hosszú távú gyenge teljesítmény között negatív kapcsolat figyelhető meg. Loughran és Ritter [1995] kutatásai is alátámasztják, hogy az első nyilvános részvénykibocsátások teljesítménye hosszú távon rendre alul múlja más hasonló iparágban működő részvények hozamát. (Melléklet 7. Ábra)

3.3.1. A hosszú távú alulteljesítés okairól

A hosszú távú alulteljesítés okaira született elméleti válaszok több mint bőségesnek mondhatóak. A feltételezett magyarázatokat három nagy csoportba sorolhatjuk Khursheed, A. [2011] nyomán. A válaszadók első csoportja a magatartási, és várakozás alapú elméletekkel keres megoldást a jelenségre. Kutatók az úgynevezett „ártámogatás” hipotézisének tulajdonítják a hosszú távú gyengébb teljesítményeket. Az elmélet alapja, hogy az aláírok mesterségesen tartják magasban az árakat, de amikor ez a folyamat befejeződik a részvények árai visszatérnek piaci értékükhöz. A megközelítéssel több empirikus kutatás is foglalkozik [Ljungqvist, 1996], de az eredmények csak részben voltak meggyőzőek. A második csoport a az úgynevezett „ügynök-költség” (agency cost) elméletével nyújt magyarázatot a kérdésre, mely szerint a hosszú távú alulteljesítés szoros kapcsolatban van a tulajdonosi szerkezettel [Jain and Kini, 1994]. Végezetül a harmadik nagy csoport követői az említett tényeket a „mérés hibájaként” értelmezik, mely szerint a

kutatások során sokszor nem megfelelően választják meg a benchmarkot, illetve a mérések során nem vesznek figyelembe egyéb kockázati tényezőket. Mindazonáltal a hipotézist ez idáig nem sikerült megerősíteni empirikus tényekkel. A rövid összefoglalóból is jól látszik, hogy elméletek akadnak szép számmal, de tudományos megalapozottságuk nem minden esetben makulátlan, sőt a szakirodalomban olykor egymásnak ellentmondó eredmények is napvilágot látnak. Ennek ellenére a legfrissebb kutatások is az IPO-k hosszabb távú alulteljesítéséről számolnak be.

4. Empirikus vizsgálatok a Budapesti Értéktőzsdén 2000 és 2010 között

Az előzőekben bemutatott fejezetből látható, hogy az alulárazás tényét, és az IPO-k középtávú alulteljesítését számos nemzetközi példa bizonyítja. Adódik a kérdés, hogy ami igaz a globális tőkepiacokra, igaz-e egy alig 20 éve kapitalista módon működő kis nyitott gazdaságra. A továbbiakban a Budapesti Értéktőzsdén bevezetett részvények teljesítményét fogom vizsgálni a **kétezres évektől egészen kétezer tízig** bezáródóan. A kutatás elsődleges célja megvizsgálni, hogy hazánkban is érvényes-e az IPO-k alulárazásának elmélete, továbbá bemutatni, hogy ezek a részvények hosszútávon valóban gyengébb teljesítményt nyújtanak.

Az általam kitüntetett időintervallum mellett több érv is szól. Elsőként fontos kiemelni, hogy az 1990 és 2000 közötti időszakra nézve már születtek kutatások. Többek között Hollóné Kacsó Erzsébet¹² munkája releváns a témában, amely széleskörű vizsgálatokat végzett a BÉT megalakulásától kezdődően egészen 1999-ig. Az itt elért eredmények jó összehasonlítási alapot jelenthetnek a későbbiekben. Második fontos szempontnak tartom, hogy Magyarország életében nem lehet eltekinteni a piacgazdaságra való átállásnak a folyamatától. Vagyis nem várható el, hogy hazánkban közvetlenül vagy pár évvel a rendszerváltás után azonnal megfigyelhetőek legyenek, olyan gazdasági törvényszerűségek, amelyek más több évtizede kapitalista módon működő országokra jellemzőek (ráadásul 90-es évek időszakának eredményeit tovább ronthatják a privatizációs IPO-k). Véleményem szerint azonban a rendszerváltás óta eltelt tíz év elegendő volt ahhoz, hogy mindazon folyamat végbemenjen, ami egy kis nyitott gazdaságra jellemző kell, hogy legyen. A vizsgálatot tovább nehezíti, hogy míg európai IPO-k teljesítményéről egészen pontos információink vannak (köszönhetően többek között Ritter munkájának¹³), addig a kisebb kelet európai országokról nincsenek ilyen jellegű adataink, így eredményeinket sem tudjuk összevetni, a hasonló méretű, szerkezetű vagy történelmi múltú gazdaságokkal. Végül de nem utolsó sorban az egyik legfontosabb érv a vizsgált időintervallum mellett, hogy eddigi ismereteim alapján a témában még nem születtek jelentős publikációk megfigyelt időszakról.

¹² Hollóné Kacsó Erzsébet 2000/2001 - A tőzsdei bevezetések megalapozását szolgáló vállalatértékelés elvi alapjai, módszerei, Ph.D. értekezés

¹³ <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/ipodata.htm>

4.1. IPO-k első napi teljesítménye a BÉT-en 2000 és 2010 között

A vizsgált időszak alatt pontosan 26 darab cég került bevezetésre a Budapesti Értéktőzsdén.¹⁴ Az összképet azonban rontja, hogy bizonyos vállalatok részvényeikhez a kibocsátást követően szinte semmilyen forgalom nem párosult, illetve vannak olyan vállalatok is, amelyeket azóta már kivezettek a tőzsdéről. Ezért megfigyeléseim száma 18-ra fog csökkenni a vizsgált időszak alatt. Bár statisztikusok egészen kis mintákból is képesek releváns következtetéseket levonni, ez a mintanagyság valóban kicsinek mondható, ahhoz hogy elemzésünk végén minden kétséget kizáró eredményekhez juthassunk. Mindenesetre kellő megfontolásokkal így is jó képet kaphatunk a magyarországi IPO-k teljesítményéről. Az általam nem megfelelőnek talált adatok kiszűrése után végül az alábbi 18 vállalat részvényeinek teljesítményét vizsgáltam.

	Kibocsátás dátuma	Bevezető szekciótag
FHB	2003.11.24	Concorde Értékpapír Rt
Freesoft	2004.09.21	Equilor Befektetési Rt.
ANY	2005.12.08	Concorde Értékpapír Rt.
Tvnetwork	2006.08.07	-
Bookline	2006.08.28	-
Gspark	2006.08.28	-
AAA	2007.09.25	KBC Securities
E-star	2007.10.02	-
Externet	2008.05.30	-
KEG	2009.05.21	-
Kreditjog	2009.10.15	-
Nordtelekom	2009.10.15	-
Plotinus	2009.10.15	-
Kulcssoft	2009.10.29	-
Appenin	2010.07.01	-
Hybridbox	2010.09.29	-
CIGpannonia	2010.11.08	Equilor Befektetési Zrt.
Ormester	2010.12.02	-

4. Táblázat – A vizsgált részvények

A felhasznált adatok minden esetben a www.bet.hu vagy a www.portfolio.hu oldalakról származnak. Amennyiben a cég nem határozott meg kibocsátási árfolyamot, abban az esetben az első nap nyitó árfolyammal számoltam. Ezeket a vállalatokat csillaggal jelöltem a táblázatban. Az adatok mértékegysége forint per részvény.

¹⁴ Forrás: <http://www.bet.hu>

	Bevezetési ár (Ft/db)	1. napi záróár (Ft/db)	1. napi hozam
FHB	430	449	4,4%
Freesoft	1800	2 080	15,6%
ANY	560	581	3,8%
Tvnetwork*	210	223	6,19%
Bookline*	910	900	-1,1%
Gspark	870	770	-11,5%
AAA Auto	501	508	1,4%
E-star	2500	2 575	3,0%
Externet	562	610	8,5%
KEG	1580	1 820	15,2%
Kreditjog*	120	144	20,00%
Nordtelekom*	3333	3 333	0,0%
Plotinus	1525	1 588	4,1%
Kulcssoft	1000	1 000	0,0%
Appenin*	250	250	0,0%
Hybridbox*	502	500	-0,4%
CIGpannonia	938	863	-8,0%
Ormester	1588	1 740	9,6%
Átlagosan			3,93%

5. Táblázat – IPO-k első napi hozamainak vizsgálata

Számításaim alapján a Budapesti Értéktőzsdén újonnan bevezetett részvények első napi hozama átlagosan 3,93 % volt a vizsgált időszak során. Az alulárazás ténye tehát fennáll, de ez a hozam jóval alacsonyabb, mint Loughran, T. és Rydqvist, K. [1990] eredményei. A szerzőpáros megfigyeléseiről azonban elmondható, hogy kutatásaik nem terjednek ki a kevésbé fejlett pénzügyi rendszerrel, és kultúrával rendelkező kelet európai régióra. Az alacsony hozamokat indokolhatja az is, hogy a magyar vállalatok nem minden esetben hirdettek meg kibocsátási árat. Harmadik fontos érv, hogy Magyarországon alacsonyabb a bizalom a tőzsdében, és a piaci mechanizmusokban, mint a világ más fejlettebb pénzügyi kultúrával rendelkező országaiban. Nem utolsó sorban pedig fontos megemlíteni, hogy a BÉT egy kicsi piac, és mozgása főként a nemzetközi piaci hangulattól függ, ami tovább torzíthatja a kapott eredményt. Nagy minta esetén a felvetés kevésbé lenne lényeges, azonban a megfigyelések alacsony száma miatt ez is befolyásolhatja eredményeinket. Összességében a kapott eredmények megmagyarázhatóak, de szakmailag megalapozottabb következtetések levonásáig nagyobb mintára (több IPO-ra) vagyis további hosszú évekre volna szükségünk.

4.2. IPO-k hosszú távú teljesítménye a BÉT-en 2000 és 2010 között

Empirikus tények sora bizonyítja, hogy az IPO-k hosszú távon gyengébb teljesítményt nyújtanak, mint a benchmark, vagy más az iparágukban működő hasonló méretű vállalatok. Loughran, T. és Ritter, J. R. (1995), (Melléklet 7. ábra) 16 % hozamot mutatott ki az IPO-k tartásával, míg más hasonló vállalatok 66%-ot értek el a vizsgált 5 éves periódus során. Ritter (1991) azt is megmutatta, hogy az amerikai IPO-k 1975 és 1984 között átlagosan 29% -al teljesítették alul a benchmarkot a bevezetést követő 3 évben.

Az IPO-k hosszú távú teljesítményének mérésére több eljárás is létezik, azonban ezek csak korlátozottan volnának alkalmasak a magyar eszközök tesztelésére. Emiatt saját vizsgálataim során viszonyítási alapként a BUX teljesítményét fogom benchmarkként használni, és a bevezetést követő 24 hónapot kísérem figyelemmel, ahol egy hónap 21 kereskedési napnak felel meg. Bár a hosszú távú teljesítmény vizsgálata során általában 36 vagy 60 hónap szokott lenni a vizsgált időtáv, azonban ez esetünkben tovább csökkentené a megfigyelések amúgy is kicsi számát. Kiinduló értéknek minden esetben az első napi záró árfolyamot fogom tekinteni. A szakirodalomban gyakran használják az első napi nyitó árfolyamot is, de én most az egyszerűség kedvéért a már meglévő napi záró adatokkal dolgozom, ami szintén egy lehetséges módja a hosszú távú teljesítmény mérésének.

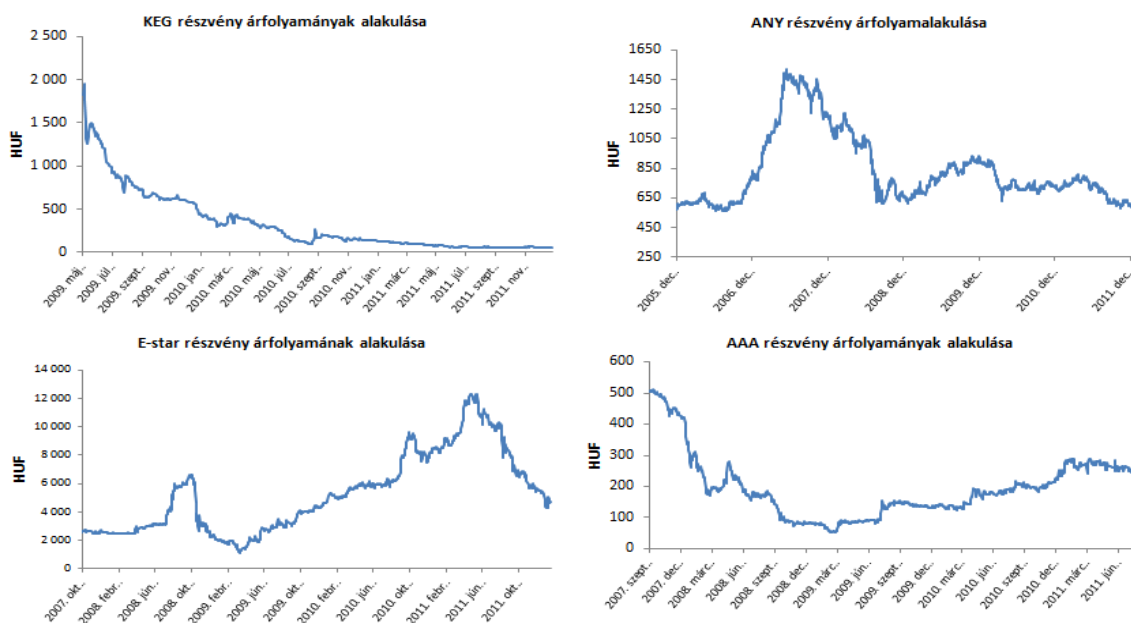
	1. napi záró	kétéves záró	Bux záró a kibocsátás napján	Bux kétéves záró	IPO hozama	BUX hozama	Eltérés
FHB	449	1420	9465	21205	77,8%	49,7%	28,2%
Freesoft	2 080	2300	12343	21763	5,2%	32,8%	-27,6%
ANY	581	1 350	21371	26430	52,4%	11,2%	41,2%
Tvnetwork	223	305	22200	21197	16,9%	-2,3%	19,2%
Book	900	250	21877	20516	-47,3%	-3,2%	-44,1%
Gspark	770	1085	21877	20516	18,7%	-3,2%	21,9%
AAA	508	149	27733	20327	-45,8%	-14,4%	-31,5%
E-star	2 575	2800	28142	19956	4,3%	-15,8%	20,1%
Externet	610	605	22580	21938	-0,4%	-1,4%	1,0%
KEG	1 820	914	15218	22625	-29,1%	21,9%	-51,1%
Kreditjog	144	260	21269	17449	34,4%	-9,4%	43,8%
Nordtelekom	3 333	508	21269	17449	-61,0%	-9,4%	-51,5%
Plotinus	1 588	1 855	21269	17449	8,1%	-9,4%	17,5%
Kulcssoft	1 000	295	20899	17600	-45,7%	-8,2%	-37,5%
Átlagosan							-3,6%

6. Táblázat – IPO-k hosszú távú teljesítményének vizsgálata

Az részvények kibocsátását követő 24 havi teljesítményét a BUX ugyanezen időszakok alatt bemutatott teljesítményeivel hasonlítottam össze. A kétév hosszúságú vizsgálati időtávnak köszönhetően a 2010 után kibocsátott részvények értelem szerűen kiesnek a megfigyelések köréből. Így esetünkben a minta nagysága 14 elemre csökken. Számításaim szerint a Budapesti Értéktőzsdén 2000 és 2010 között bevezetett részvények a kibocsátást követő két évben évente átlagosan 3,6%-al teljesítették alul a magyar indexet. Tehát az IPO-k alulteljesítése már ezen az időintervallumon is megfigyelhető, így az első napi magasabb hozamok ellenére hosszabb távon jövedelmezőbb más nem újonnan kibocsátott eszközökbe fektetni. Pár év elteltével érdemes lehet a 3 vagy 5 éves teljesítmények megfigyelése is, azonban erre jelen esetben nem volt lehetőség, hiszen a megfigyelési időszak ilyen mértékű növelése drasztikusan csökkentette volna a minta nagyságát.

4.3. Irreális bevezetési árak a Budapesti Értéktőzsdén

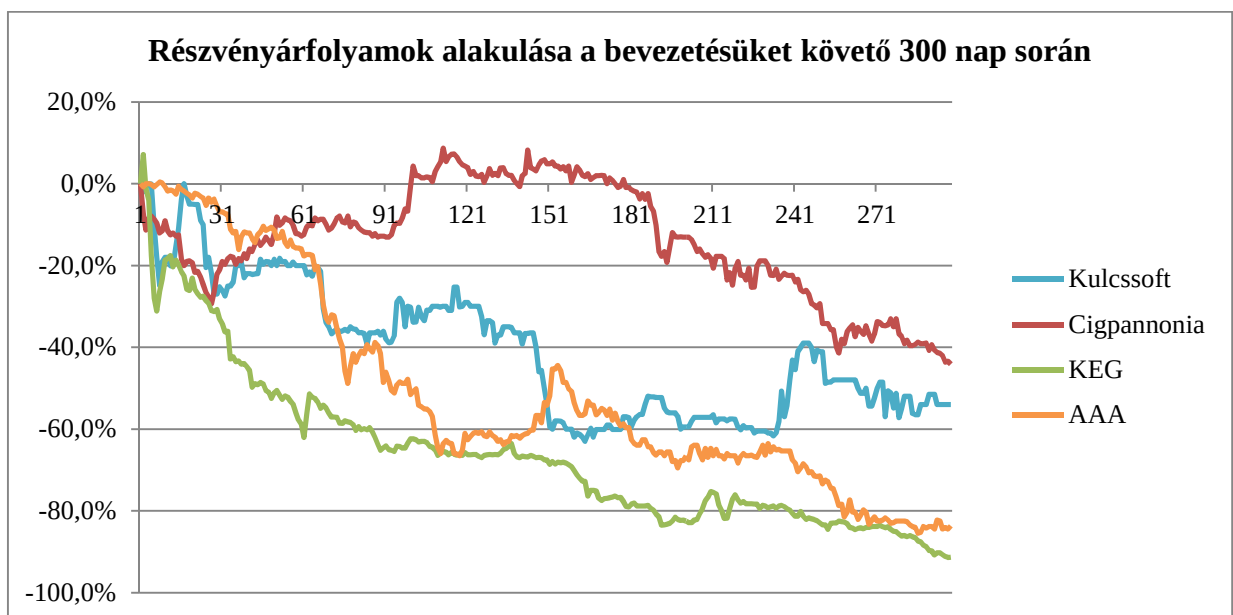
A nemzetközi tapasztalatok alapján várt hosszú távú alulteljesítés a bevezetést követő 24 hónapra nézve bizonyítást nyert. De vajon más is áll a rossz teljesítmény mögött vagy csak a globális törvényszerűségek igazolódtak be hazánkban is? Az alulteljesítés mértéke nem kirívóan gyenge, de bizonyos IPO-k hosszú távú eredményei további kérdéseket vetnek fel a témával kapcsolatban.



4. Ábra - 4 kiválasztott részvény árfolyamváltozásainak alakulása

Összességében elmondható, hogy a tőzsdére újonnan bevezetett részvények teljesítménye igen változatos az első nyilvános kibocsátást követő években, ahogyan ezt az általam kiválasztott 4 részvény példája is mutatja (4. Ábra). A KEG a bevezetést követően meredek zuhanásba kezdett, és a lemorzsolódás a későbbiekben sem csillapodott. Az ANY és az AAA Autó hektikus ingadozásait úgy tűnik stabilizálódás követte. Az E-star növekedési sztori kiemelkedő volt a magyar piacon, azonban az EETEK felvásárlása, és a finanszírozási problémák kicsúcsosodása óta erőteljes fordulat következett be a papírokat életében.

A felsorolásból érdemes külön kiemelni azokat a típusú részvényeket, amelyek már a bevezetést követő napokban meredek zuhanásba kezdtek, és hosszabb távra sem voltak képesek a fordulatra. A KEG-hez hasonló teljesítményű részvények nem egyedülállóak a BÉT történetében. A CIG-Pannónia, a Kulcssoft, és az AAA autó, is hasonló részvényábrát mutat. Az említett vállalatok a bevezetést követő kereskedési időszakban rendre 40, 50 vagy akár 80%-al is kevesebbet értek, mint kibocsátáskor.



5. Ábra – Részvényárfolyamok alakulása a kibocsátást követő 300 kereskedési nap során

A mellékelt ábra kiválóan mutatja, hogy apró korrekciókat leszámítva a részvények hosszú távú trendje egyértelműen csökkenő. A vizsgált időszakot végül kicsit több mint egy évben határoztam meg. Úgy vélem ez az időszak nem túl rövid, hogy pusztán hangulati tényezők befolyásolják az árfolyamokat, de nem is túl hosszú, ahhoz hogy más fundamentumokban bekövetkezett változásokkal indokolhassuk a teljesítményeket. A

kitüntetett 300. kereskedési napon mutatott „hozamokat” az alábbi összefoglaló táblázatban láthatóak.

	Kulcssoft	Cigpannonia	KEG	AAA
Kibocsátási árfolyam	1 000	863	1 820	508
Árfolyam (300. nap)	460	482	158	83
Változás (%)	-54,0%	-44,1%	-91,3%	-83,7%

7. Táblázat – 4 önkényesen kiválasztott részvény teljesítményének vizsgálata

Meggyőződésem, hogy ilyen szintű zuhanásokat nem lehet pusztán a piac gyenge teljesítményére vagy a válság hatására fogni. Lássuk tehát mik lehetnek a mélyrepülések okai. A lehetséges indokok között szerepel, az IPO-k hibás árazása. Amennyiben az IPO bevezetése során nem megfelelően (3. fejezetben bemutatott) többlépcsős folyamatban lépésről lépésre határozták meg az árfolyamot, abban az esetben szakmai hibáról is beszélhetünk, de ennek a lehetősége igen csekély. Második lehetséges magyarázat a részvények gyenge teljesítményére, hogy a menedzsment rosszul mérte fel jövőbeni lehetőségeit, nem látták megfelelően növekedési kilátásaikat, és ezért nem sikerült a várt számokat hozni. Ez a feltételezés szintén kevésbé reális, hiszen ahogy az ábra is mutatja a lemorzsolódás jelentős, növekedés lehetőségének nyoma sincs. Harmadik és minden bizonnyal legvalószínűbb indoklás, hogy a tulajdonosok a rövidtávú meggazdagodást, és profitszerzést tartották elsődleges szempontnak más preferenciákkal szemben. Az említett vállalatok meggyőző roadshowk-on, megfelelő marketingkampánnyal egybekötve igyekezhetek meggyőzni a befektetőket arról, milyen nagy sztori van a papírokból. Ennek a fajta üzletpolitikának egyértelmű előnye a gyors profitrealizálás, hiszen a részvények a bevezetést követően jóval áron felül kerülnek értékesítésre. 2.2.1.-ben részletesen bemutatásra került, hogy milyen általános előnyei vannak az IPO-knak. Jelen helyzetben azonban ezek az előnyök inkább hátrányokká, negatív tényezőkké válnak. Az irreálisan magas áron történő részvénykibocsátás csorbíthatja a vállalat hitelességét, és könnyen a befektetői bizalom elvesztéshez vezethet. Ezért ebben az esetben már a bevezetést követő kedvező marketinghatásról sem beszélhetünk, de még a transzparencia, és a magas fokú likviditás is megkérdőjeleződik. Az ilyen típusú papírok megjelenése pedig egyre gyakoribb a magyar piacon. 2009 óta 13 tőzsdei részvénybevezetés történt a BÉT-en, amelyből csupán egy, a CIG Pannónia részvényei kerültek hagyományosan, befektetési szolgáltató igénybevételével egy jegyzési időszakot követően a BÉT-re. A technikai bevezetéssel bekerült cégek többségének értékpapírai szinte egyáltalán nem forognak,

vagy ha forognak, akkor azt esetleges nyereségükhöz, könyv szerinti értékükhöz vagy eszközértékükhöz képest extrém árazás mellett teszik. Mindazonáltal valóságtól elrugaszkodott árfolyam gyakran alakul ki a tőzsdéken, így ez a jelenség önmagában nem érdemelne különösebb figyelmet a fő probléma azonban az, hogy a technikai vagy egyszerűsített bevezetés szabályai által lényegében kontroll nélküli árfolyamon kerülhetnek ki részvények a parkettre. További elrettentő példaként szolgálnak a 2010-ben debütált részvények, melyek közül 3-nak (ALTEO, Kreditjog, Örmester) egyáltalán nincs forgalma, az Appeninn 71%-ot erősödött, míg a Hybridbox 79%-ot esett. A negatív tendenciát az IPO-k száma is megerősíti, amely 2005 óta évről évre emelkedést tud mutatni (melléklet 4. ábra) még a válság időszakában is (v.ö. 1. ábra. , ahol pont ellenkező tendencia figyelhető meg) A kialakult helyzet tanulsága, hogy a BÉT-nek szigorítania kell a bevezetési szabályokat, a befektetőknek pedig körültekintőbben kell eljárniuk, részletesen tanulmányozva az újonnan bevezetett vállalatok auditált éves beszámolóit és tőzsdei tájékoztatóit.

5. Következtetés

Az IPO-k világa a modern pénzügyeknek egy összetett területe, amely sok érdekességet, és kérdést rejt magában. Az elsődleges részvénykibocsátások teljesítményének mérésével kapcsolatban számos nemzetközi publikáció született, melyek többsége egyértelmű következtetéseket von le a részvények alulárázására, és hosszú távú teljesítményére nézve. Saját BÉT-en végzett kutatásom szintén megerősítette a fent említett stilizált tényeket, mindazonáltal az eredmények kellő megfontolással kezelendők. Összességében tehát elmondható, hogy a Budapesti Értéktőzsdén 2000 és 2010 között bevezetett részvényekre igaz az első napi átlagosnál magasabb hozam, és a középtávú alulteljesítés, de a minta nagysága miatt nem mondhatjuk, hogy az eredmények valóban megkérdőjelezhetetlenek. A vizsgált időintervallumot leginkább a piaci koordinációs mechanizmusok kifejlődéséhez szükséges idő indokolta, éppen ezért első megfigyeléseim nem a 90-es évek elejéről, hanem 10 évvel későbből származnak. Ennek ellenére napjainkban sem lehetünk maradéktalanul elégedettek. A megfigyelt időszakban ugyanis jó pár részvényt irreális áron vezettek be a Budapesti Értéktőzsdére. Tanulásként leszűrhetjük, hogy még húsz évvel a rendszerváltozás után is további szabályozásokra volna szükség a hatékonyabb piaci működéshez.

A téma valószínűleg örök, így amíg pénz és tőkepiacok lesznek, addig az első nyilvános kibocsátásokat vizsgáló elemzések is újból és újból előtérbe fognak kerülni. Magyarországon pár év elteltével, kellő számú és minőségű vállalattal a tőzsdén érdemes lehet további minden részletre kiterjedő elemzést készíteni, ami még pontosabb képet adhat a magyarországi IPO-k helyzetéről.

Irodalomjegyzék

- Babbie, E. (2001): „*A társadalomtudományi kutatás gyakorlata*”, Balassi, Budapest.
- Bodie, Z. – Kane, A. – Marcus, A. J. (2005): „*Befektetések*”, Aula, Budapest.
- Brealey, R. A. - Myers, S. C. (2005): „*Modern vállalati pénzügyek*”. Panem, Budapest.
- Chikán Attila (2005): „*Vállalatgazdaságtan*”, Aula, Budapest.
- Copeland, T. – Koller, T. – Murrin, J. (1999): „*Vállalatértékelés, értékmérés és értékmaximáló vállalatvezetés*”, McKinsey & Company Inc. - Panem - John Wiley & Sons, Inc., Budapest.
- Damodaran, A. (2006): „*A befektetések értékelése*”, Panem, Budapest.
- Hollóné Kacsó Erzsébet (2001): „*A tőzsdei bevezetések megalapozását szolgáló vállalatértékelés elvi alapjai, módszerei*”, Ph.D. értekezés
- Jain, B. A. – Kini, O. (1994): „*The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms*”, Journal of Finance, Vol. 49.
- Juhász Péter (2004): „*Az üzleti és könyv szerinti érték eltérésének magyarázata – Vállalatok mérlegen kívüli tételeinek értékelési problémái*”, Ph.D. értekezés
- Krénuszt Ágota (2007): „*A Vállalati Tőkeszerkezetet Meghatározó Tényezőinek Új Modellje és Annak Vizsgálata Magyarország Példáján*”, Ph.D. értekezés,
- Kursheed, A. (2011): „*Initial Public Offerings: The mechanics and performance of IPOs*”, Harriman Finance Essentials, UK
- Ljungqvist, A.P. (1996): „*IPO Long-Run Performance: Fact or Fiction?*”, Mimeo, Oxford University School of Management Studies.
- Ljungqvist, A.P. - W.J. Wilhelm, (2003): „*IPO Pricing in the Dot-com Bubble*,” Journal of Finance 58, 723-752.
- Loughran, T. – Ritter, J. R. (1995): *The New Issues Puzzle*, Journal of Finance 43,

- Loughran, T. - Rydqvist, K. (1990): " *Initial Public Offerings: International Insights*," Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 2, pp. 165-199
- Modigliani, F. - Miller, M. (1958): „*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, *American Economic Review*,” 48. 261-297
- Myers, S.C., (2001): „*Capital Structure*,” Journal of Economic Perspectives, 2001.
- Pratt, S. P. (1992): „*Üzletértékelés – módszertan és gyakorlat*”, Kossuth, Budapest
- Ritter, J. R. (1991): " *The Long-Run Performance of Initial Public Offerings*," Journal of Finance, Vol. 46, No. 1
- Ritter, J.R., (1984): „*The ‘Hot Issue’ Market of 1980*,” Journal of Business 57, 215-240.
- Ritter, J.R. - Welch, I. (2002): „*A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*,” Journal of Finance 57, 1795-1828.
- Santos, F. (2010), „*IPO underpricing and long-term underperformance*,” Stanford GSB
- Sherman, A. E. (2002), „*Global Trends in IPO Methods: Book Building vs. Auctions*”, Journal of Finance 58,
- Sulyok Pap Márta (1995): „*A vállalati tőkeszerkezet kérdései*,” in: Új utak a közgazdasági, üzleti és társadalomtudományi képzésben, pp 309-321.
- Váradi K., (2009), „*Iparágakra Jellemző Optimális tőkeszerkezet*”, Ph.D. értekezés, BCE
- Welch, I. (1989), “*Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings*”, Journal of Finance 44, pp. 421–450.
- Zsembery L. (2010), „*Finanszírozási alternatívák – Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban*”, BÉT prezentáció,

Elektronikus Források

<http://www.bet.hu>

<http://www.tozsdeforum.hu/index2.phtml?menu=14&submenu=defs&slet=i&id=220> ??

<http://business.mapsofindia.com/ipo-india/advantages.html>

<http://www.hoovers.com/ipo-central/ipo-scorecard-biggest-first-days/100004166-1.html>

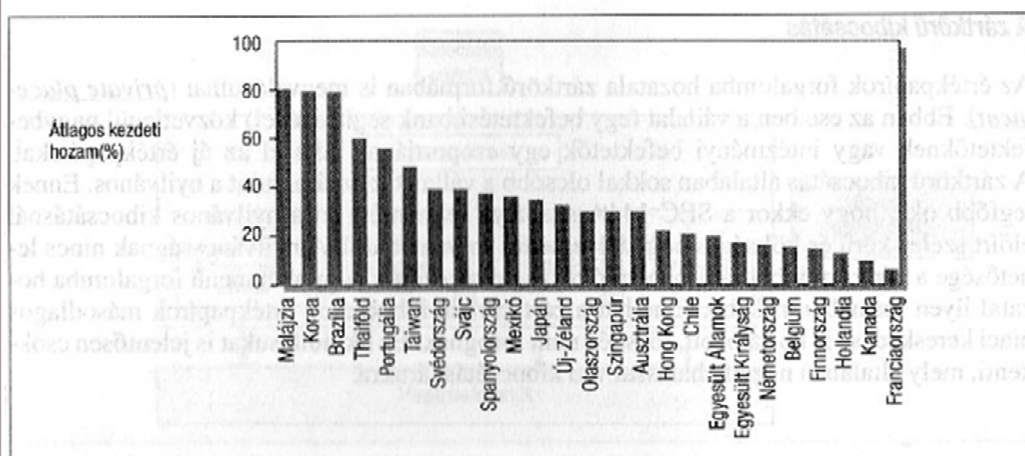
<http://www.renaissancecapital.com>

<http://www.renaissancecapital.com/IPOHome/Press/GlobalIPOVolume.aspx>

<http://www.qfinance.com/financing-best-practice/the-cost-of-going-public-why-ipos-are-typically-underpriced?page=1>

Valamennyi elektronikus forrásra igaz, hogy 2012. március 20-án megtalálhatók voltak az adott elérési címen.

Melléklet



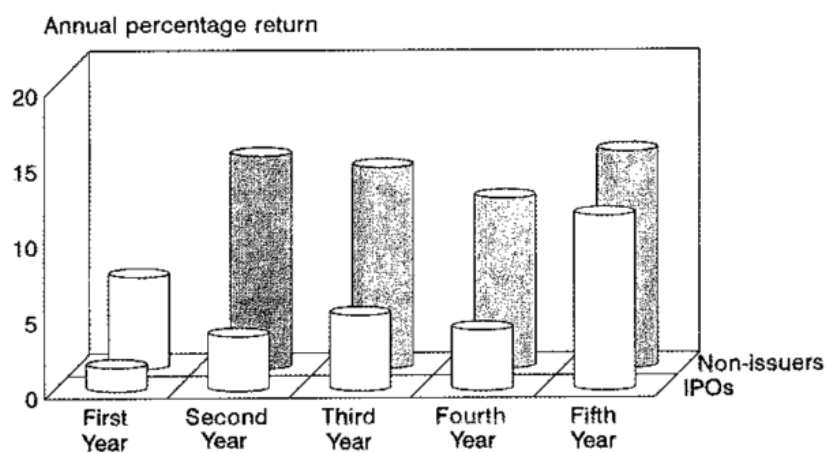
3.2. ÁBRA Az első nyilvános kibocsátások átlagos kezdeti hozamai az egyes országokban

Forrás: Loughran, T. – Rydquist, K.: Initial Public Offerings: International Insights, Pacific-Basin Journal 2, 1990, 165–199.old.

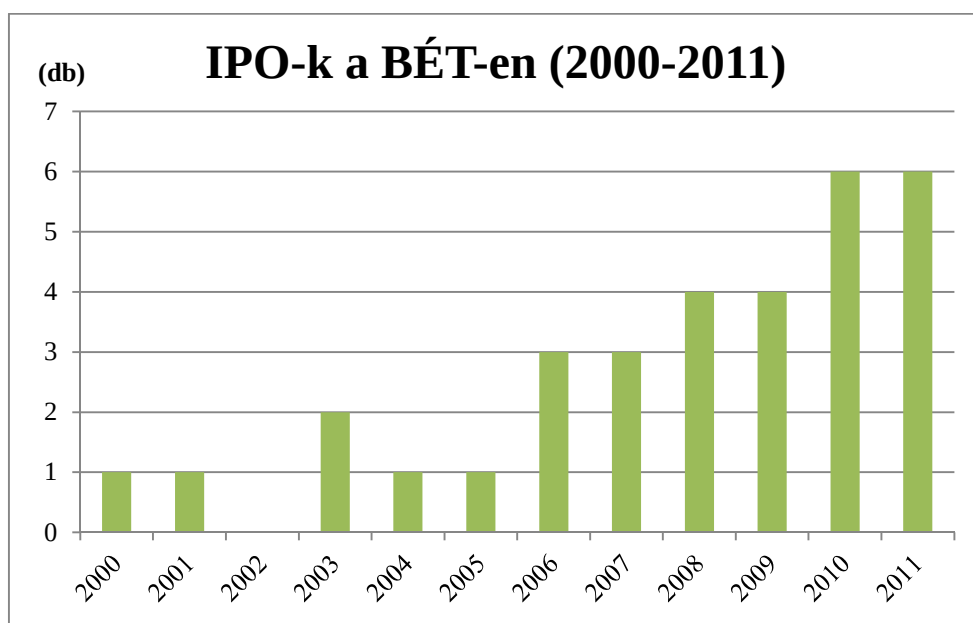
6. Ábra –Az első nyilvános kibocsátások kezdeti hozamai az egyes országokban, *forrás:* Bodie, Z. – Kane, A. – Marcus, A. J. (2005) 84.o.

Year	Number of IPOs	Average First-day Return	Aggregate Gross Proceeds, Millions	Aggregate Money Left on the Table, Millions	Average 3-Year Buy-and-Hold Return		
					IPOs	Market-Adjusted	Style-Adjusted
1980	70	14.5%	\$ 2,020	\$ 408	88.2%	35.5%	17.1%
1981	191	5.9%	\$ 4,613	\$ 264	12.8%	-26.2%	-7.4%
1982	77	11.4%	\$ 1,839	\$ 245	32.2%	-36.5%	-48.7%
1983	442	10.1%	\$ 15,348	\$ 1,479	15.4%	-38.7%	2.5%
1984	172	3.6%	\$ 3,543	\$ 86	27.7%	-51.3%	3.0%
1985	179	6.3%	\$ 6,963	\$ 354	7.6%	-39.5%	7.3%
1986	378	6.3%	\$ 19,653	\$ 1,030	18.6%	-20.4%	14.3%
1987	271	6.0%	\$ 16,299	\$ 1,019	-1.8%	-18.9%	4.5%
1988	97	5.4%	\$ 5,324	\$ 186	55.7%	8.3%	51.3%
1989	105	8.1%	\$ 6,773	\$ 336	51.1%	16.8%	32.5%
1990	104	10.8%	\$ 5,611	\$ 454	12.2%	-34.1%	-32.4%
1991	273	12.1%	\$ 15,923	\$ 1,788	31.5%	-1.7%	5.8%
1992	385	10.2%	\$ 26,373	\$ 2,148	34.8%	-2.3%	-19.4%
1993	483	12.8%	\$ 34,422	\$ 3,915	44.9%	-7.8%	-23.9%
1994	387	9.8%	\$ 19,323	\$ 1,650	74.1%	-8.3%	1.0%
1995	432	21.5%	\$ 28,347	\$ 5,033	24.8%	-62.3%	-14.1%
1996	621	16.7%	\$ 45,940	\$ 7,383	25.6%	-57.0%	8.6%
1997	432	13.8%	\$ 31,701	\$ 4,664	67.7%	6.8%	41.0%
1998	267	22.3%	\$ 34,628	\$ 5,352	27.1%	9.1%	12.2%
1999	457	71.7%	\$ 66,770	\$ 37,943	-46.2%	-32.9%	-74.2%
2000	346	56.1%	\$ 62,593	\$ 27,682	-64.7%	-36.4%	-42.6%
2001	80	14.0%	\$ 34,344	\$ 2,973	n.a.	n.a.	n.a.
1980–1989	1,982	7.4%	\$ 82,476	\$ 5,409	20.8%	-24.7%	6.9%
1990–1994	1,632	11.2%	\$101,652	\$ 9,954	44.7%	-7.2%	-12.7%
1995–1998	1,752	18.1%	\$140,613	\$ 22,436	36.0%	-32.3%	11.6%
1999–2000	803	65.0%	\$129,363	\$ 65,625	-53.8%	-34.3%	-61.2%
2001	80	14.0%	\$ 34,344	\$ 2,973	n.a.	n.a.	n.a.
1980–2001	6,249	18.8%	\$488,448	\$106,397	22.6%	-23.4%	-5.1%

8. Táblázat –Amerikai IPO-k teljesítményének vizsgálata, *forrás:* Ritter, J. R. – Welch, I. (2002)



7. Ábra – Az IPO-k hosszú távú teljesítményének vizsgálata, forrás: Loughran T. – Ritter J. R. [1995]



8. Ábra – IPO-k száma a BÉT-en