

Dorota Podedworna-Tarnowska*

Niedowartościowanie w procesie IPO spółek migrujących z rynku NewConnect na rynek główny Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie

Wstęp

W krajach rozwiniętych, z ukształtowanym i dojrzałym systemem finansowym, funkcjonuje zwykle więcej niż jeden giełdowy rynek obrotu papierami wartościowymi. Każdy z nich charakteryzuje się odmiennymi regulacjami. Rynki alternatywne, w porównaniu do rynków głównych, są mniej sformalizowane. Dlatego niemal w każdym kraju, w którym rynki te zainicjowały swoją działalność, zaobserwowano tendencję, że większość pierwszych ofert publicznych (*initial public offer* – IPO) odbywało się właśnie na nich. Rynki te są bowiem szansą dla wielu przedsiębiorstw potrzebujących kapitału, ale niespełniających jeszcze wymogów giełdowych rynków głównych. Proces pozyskiwania kapitału odbywa się na nich głównie w formie prywatnych emisji akcji. Jest to zatem okres wzrostu kapitalizacji i osiągania pewnego rodzaju dojrzałości przedsiębiorstwa. Dla wielu z nich jest to wstęp do przeprowadzenia w kolejnym etapie rozwoju pierwszej oferty publicznej na rynku głównym i stania się publiczną spółką giełdową. Wejście na rynek alternatywny wiąże się zatem dla nich z oczekiwaniem wzrostu wartości przedsiębiorstwa i pozyskaniem odpowiedniej renomy w celu migracji na giełdowy rynek główny. Giełdowe dane statystyczne pokazują, że na zmianę parkietu notowań decydują się spółki o różnej kapitalizacji reprezentujące różne branże.

Celem artykułu jest analiza zjawiska niedowartościowania spółek, które zmieniały miejsce notowań z rynku alternatywnego na rynek główny. Autorka stawia hipotezę, że te spółki były mniej niedowartościowane podczas IPO w porównaniu do spółek bezpośrednio debiutujących na rynku głównym.

Analizę przeprowadzono wśród 54 spółek, które zmieniły parkiet notowań z rynku NewConnect na rynek główny Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008–2016. Jako bazę porównawczą w analizie przyjęto 183 spółki, które bezpośrednio debiutowały na rynku głównym w tym samym okresie.

* Dr, Instytut Zarządzania Wartością, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, al. Niepodległości 162, 02-554 Warszawa, dpoded@sgh.waw.pl

1. New Connect w Polsce w świetle historii rynków alternatywnych

Na świecie funkcjonują dwa modele rynków alternatywnych, które tworzone są przez odmienne podmioty i w dwóch odmiennych celach [Tomaszewski, 2013, s. 115–127]:

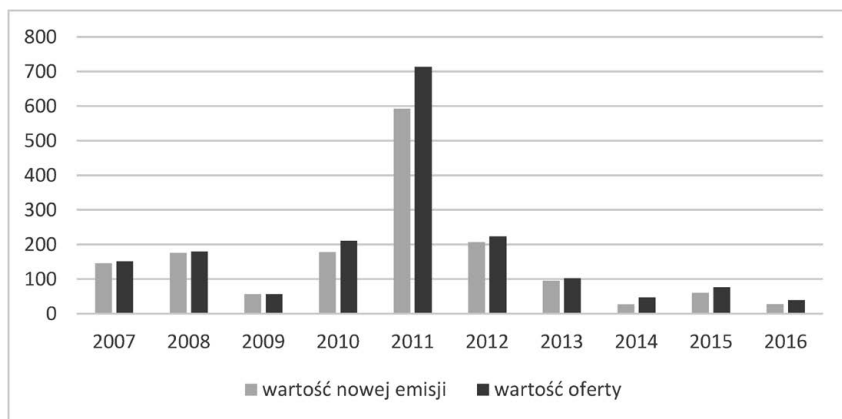
1. Rynki alternatywne tworzone przez firmy inwestycyjne powstające jako alternatywa i konkurencja dla tradycyjnych giełd. Celem ich tworzenia jest umożliwienie hurtowego obrotu najbardziej płynnymi instrumentami finansowymi inwestorom instytucjonalnym.
2. Rynki alternatywne tworzone przez giełdy i pełniące w stosunku do nich rolę instytucji komplementarnych. Celem ich tworzenia jest rozszerzenie zakresu usług oferowanych przez giełdy wraz z pełnym wykorzystaniem jej potencjału.

W niniejszym artykule przedmiotem zainteresowania i analiz są rynki tworzone przez giełdy. Pierwszym takim rynkiem stworzonym z myślą o przedsiębiorstwach działających w branży technologicznej był uruchomiony w 1971 r. amerykański National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ) z pierwszym na świecie elektronicznym systemem obrotu papierami wartościowymi [Kordela, 2013, s. 69]. Jednak inspiracją i wzorem dla tworzenia rynków alternatywnych w Europie był londyński Alternative Investment Market (AIM) utworzony przez London Stock Exchange w 1995 r. [Panfil, 2013, s. 347–358]. Największy rozkwit rynków alternatywnych miał miejsce w latach 1995–2005, kiedy powstało około dwudziestu alternatywnych rynków w dwunastu europejskich krajach, m.in. Alternext, Freiverkehr, Nouveau Marché, Neuer Markt czy promowany przez Komisję Europejską European Association of Securities Dealers Automated Quotation (EASDAQ).

Rynek NewConnect w Polsce zainicjował swoją działalność w sierpniu 2007 r. Celem jego powstania było stworzenie rynku, na którym możliwe byłoby pozyskiwanie kapitałów przez nowoczesne innowacyjne przedsiębiorstwa. Ze względu na specyfikę emitentów rynek NewConnect oferuje bardziej liberalne wymogi formalne i obowiązki informacyjne, a w konsekwencji tańsze pozyskanie kapitału. NewConnect jest platformą pierwszego etapu upublicznienia dla notowanych tu przedsiębiorstw, co w efekcie daje szansę na rozwój i wejście w kolejnym etapie rozwoju do grona dużych notowanych na rynku głównym spółek. Można więc powiedzieć, że rynek NewConnect powstał jako platforma obrotu dla przedsiębiorstw głównie z sektora MSP o dużej dynamice wzrostu, perspektywnie się rozwijających i posiadających wizję rozwoju. Na tym rynku spółki poszukują środków finansowych rzędu od kilkuset tysięcy do kilkunastu milionów złotych. Warto dodać, że na rynku NewConnect

wartość przeprowadzanych ofert zbliżona jest do wartości nowych emisji¹ (rys. 1).

Rysunek 1. Wartość nowej emisji i wartość oferty na NewConnect w latach 2007–2016 (w mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW [www.gpw.pl, www.newconnect.pl].

Oznacza to, że dla spółek debiutujących na rynku alternatywnym priorytetowe znaczenie ma pozyskany z niego kapitał, a pozostałe niekapitałowe korzyści towarzyszące upublicznieniu, takie jak m.in. wzrost prestiżu, wiarygodności czy rozpoznawalności, schodzą na dalszy plan.

2. Zjawisko niedowartościowania w literaturze

W pierwszym dniu notowań spółki odzwierciedlone jest to, czy jej wycena została przeprowadzona adekwatnie do tego, co zostało zaofiarowane inwestorom. Relację ceny zamknięcia pierwszego dnia notowań akcji lub praw do akcji do ceny emisyjnej określić można tzw. efektem niedowartościowania (niedoszacowania) spółki. Można to wyrazić matematyczną relacją, która wyraża prostą stopę zwrotu:

$$\left(\frac{C_z}{C_e} - 1 \right) \times 100\% \quad (1)$$

gdzie:

C_z – cena zamknięcia z pierwszego dnia notowań (akcji lub praw do akcji),

C_e – cena emisyjna.

W przypadku spółek inicjujących swoje istnienie na jakimkolwiek rynku cena zamknięcia z pierwszego dnia notowań jest odnoszona do ceny

¹ W tej części analizy rozszerzono zakres danych z 2007 r., kiedy powstał rynek NewConnect.

emisyjnej, po jakiej przydzielano akcje, lub ceny, po jakiej dotychczasowi właściciele sprzedawali swoje akcje. Natomiast w przypadku przechodzenia z jednego rynku na drugi ceną odniesienia jest cena zamknięcia z ostatniego dnia notowań spółki na poprzednim rynku. W tej grupie spółek migrujących mamy zatem do czynienia ze specyficznym rodzajem niedowartościowania.

Trzeba podkreślić, że wycena rynkowa w dniu debiutu jest uzależniona od oczekiwań inwestorów i jest pochodną następujących parametrów [Podedworna-Tarnowska, 2011, s. 467–493]:

- pragmatyczności i atrakcyjności celów emisji powiązanych z precyzyjnie i fachowo określoną strategią długoterminową;
- realistycznie określonych celów biznesowych i finansowych w powiązaniu z adekwatnie zarysowaną holistyczną i wnikliwą analizą ryzyka biznesowego i prawnego wraz ze wskazaniem sposobów ich minimalizacji;
- stabilności, ale jednocześnie bezpieczeństwa zawartych przez spółkę umów z partnerami gospodarczymi;
- transparentności struktury właścicielskiej;
- odpowiedniej płynności akcji;
- istnienia w spółce opcyjnych programów motywacyjnych dla kluczowych menedżerów uzależnionych od wyników firmy.

Przyczyny efektu niedowartościowania są atrakcyjnym przedmiotem badań z uwagi na ciągle zmieniające się otoczenie rynku finansowego. W literaturze funkcjonuje wiele teorii wyjaśniających jego istnienie, co zostało potwierdzone szeregiem badań przeprowadzonych w oparciu o funkcjonujące giełdy w wielu krajach. Spośród pionierskich badań w tej dziedzinie należy wymienić badania bazujące na danych dotyczących ofert publicznych na rynku amerykańskim: L. Logue'a [1973, s. 91–103], R. Ibbotsona [1975, s. 235–272] czy J. Rittera [1984, s. 215–240].

Jednocześnie potwierdzone zostało występowanie pewnej cykliczności, tj. w niektórych okresach zaobserwowano wyższe poziomy niedowartościowania niż w innych. Sugeruje to, że w takich okresach spółki transferowały znaczną część wartości do inwestorów, a to jednocześnie oznacza, że niedowartościowanie było kosztowne dla dotychczasowych właścicieli spółki. Tezę tę potwierdzają badania A. Ljungqvista, z których wynika, że od lat 60. do początku lat 2000 średnia wartość niedowartościowania w Stanach Zjednoczonych wyniosła około 19%, ale ze znaczącymi wahaniami, tj. 21% w latach 60., 12% w latach 70., 16% w latach 80., 21% w latach 90. i 40% w pierwszej dekadzie lat 2000 [Ljungqvist, 2006, s. 1]. Wiąże się to z różnymi okresami w cyklu koniunktury. Wyodrębnia się też tzw. gorące emisje (*hot issue*), w których średnie zwroty są nienormalnie wysokie, oraz tzw.

zimne emisje (*cold issue*), w których zwroty zachowują się w przeciwieństwie do obserwowanego trendu [Huang, Levich, 1999, s. 9].

V.B. Marisettya i M.G. Subrahmanyam wysunęli z kolei tezę, że wyższy poziom niedowartościowania występuje w grupach kapitałowych niż w pojedynczych firmach, zaś spółki kontrolowane przez państwo osiągają przy debiutach najniższy poziom niedowartościowania [Marisettya, Subrahmanyam, 2010, s. 196–223].

Funkcjonują również teorie, które wyrosły na gruncie teorii asymetrii informacji. Według nich w ofercie publicznej występują co najmniej trzy zainteresowane strony, tj. emitent, inwestor i oferujący, spośród których jedna jest lepiej poinformowana od innych. W teoriach tych nie ma przy tym jedności, co do twierdzenia, która to jest strona.

Według D. Barona stroną tą jest oferujący, który posiadając najwięcej informacji o prawdopodobnym popycie na akcje ze strony inwestorów, tak kształtuje cenę, aby oferowana podaż akcji w IPO została objęta przez inwestorów z zyskiem. Buduje dzięki temu swój prestiż jako oferujący tzw. dobrych (niedowartościowanych) emisji gwarantujących wysoką stopę zwrotu [Baron, 1982, s. 955–976].

I. Welch uznaje, że stroną dominującą w zakresie posiadanych informacji jest emitent. Dotyczy to zwłaszcza tych podmiotów, które planując kolejne emisje, dyskontują cenę akcji w IPO, aby uzyskać większe zainteresowanie inwestorów w kolejnych emisjach. Emitenci ci celowo ponoszą koszty niedowartościowania, transferując wartość spółki do inwestorów, gdyż zrekompensują je sobie w tych kolejnych emisjach [Welch, 1989, s. 421–449]. To zastosowane dyskonto wobec wyceny jest zatem rodzajem zachęty dla inwestorów w celu zwiększenia prawdopodobieństwa dodatkowej stopy zwrotu [Podedworna-Tarnowska, 2013, s. 129–141].

Zbliżony nurt reprezentują M. Brennan i J. Franks, zakładając, że zarządy spółek celowo ustalają ceny emisji na niższym poziomie, aby doprowadzić do znacznej ich nadsubskrypcji. Celem takich działań jest większe rozproszenie akcjonariatu skutkujące z kolei zmniejszonymi możliwościami kontrolowania zarządów przez takich akcjonariuszy [Brennan, Franks, 1997, s. 391–413].

K. Rock argumentuje z kolei, że pewna mała grupa inwestorów jest w posiadaniu większej ilości informacji wobec innych, wskazując na występowanie dwóch rodzajów IPO: dobrych i złych. Zatem dobrze poinformowani inwestorzy „tłoczą się”, aby kupić akcje dobrych, niedowartościowanych emisji, powodując dużą ich nadsubskrypcję, zaś unikają przewartościowanych emisji. W efekcie słabiej poinformowani inwestorzy mają zwiększone szanse przydziału akcji tych emisji, ale nie uzyskują z nich wysokiego zwrotu. Jest to tzw. przekleństwo zwycięzcy. Oferujący

musi więc ustalić takie dyskonto, aby zagwarantować odpowiedni popyt ze strony tych „niedoinformowanych” inwestorów i jednocześnie umożliwić im wysoką stopę zwrotu na debiucie [Rock, 1986, s. 187–212]. Teorią w zbliżonym nurcie, lecz opartą stricte o czynniki behawioralne, jest teoria kaskad [Welch, 1992, s. 695–732], według której inwestorzy działają sekwencyjnie, co oznacza, że podjęte decyzje przez jednych inwestorów postrzegane są jako te bardziej miarodajne i warunkują decyzje kolejnych. Niedowartościowanie pierwszych ofert publicznych będzie zachęcało inwestorów i tworzyło efekt „pozytywnych” kaskad.

Niektóre teorie oparte są o przyczyny regulacyjne. Na przykład w Szwecji przed 1990 r. wiele firm wypłacało pracownikom wynagrodzenia w postaci niedowartościowanych akcji, gdyż system podatkowy przewidywał dużo niższe stawki od zysków kapitałowych w porównaniu z podatkiem od wynagrodzeń. Zmiana przepisów polegająca na objęciu tego typu zysków podatkiem od wynagrodzeń ma wyraz w zmianie stóp zwrotu spółek, których debiut przypadł na lata 1990–1994 (średnie niedowartościowanie 8%) w porównaniu do poprzednich okresów, tj. 1980–1989 (średnie niedowartościowanie 41%) [Rydqvist, 1997, s. 295–313].

Jako przyczynę niedowartościowania, zwłaszcza na rynku amerykańskim, uznaje się również pobudki formalnoprawne oferującego, wynikające z chęci uniknięcia możliwych pozwołów sądowych ze strony inwestorów wskutek błędnego przekonywania inwestorów do zakupu akcji przewartościowanych [Saunders, 1990, s. 3–10].

W wielu badaniach podkreśla się, iż statystycznie wyższy poziom niedowartościowania występuje w krajach rozwijających się. Na przykład w latach 2003–2010 średnie niedowartościowanie w Arabii Saudyjskiej wyniosło 264,5%, w Chinach w latach 1990–2010 – 137,4%. Ale na przykład w Rosji w latach 1999–2006 wyniosło ono tylko 4,2% [Loughran i inni, 1994, s. 165–199]. Istnieje wiele badań wyjaśniających, dlaczego debiuty spółek na rynkach wschodzących są bardziej niedowartościowane, czasami wręcz stopy zwrotu są wysoce nienormalne w porównaniu do Stanów Zjednoczonych i Europy. Jednym z wyjaśnień są nakazy polityczne i biurokratyczne. Na przykład w Korei firmy musiały ustalać cenę na poziomie ich *book value*. Z kolei w Malezji między 1978 a 1983 niedowartościowanie było na poziomie 167%. Nowe emisje w tym kraju wspierały grupy etniczne: według prawa Malezyjczycy musieli zaalokować minimum 30% oferowanych akcji. W niektórych krajach przydziały wysoce niedowartościowanych emisji debiutujących spółek za wpływy polityczne były wyrazem podziękowania, a taka praktyka miała miejsce na przykład w Japonii w 1989 r., po czym premier rządu musiał podać się do dymisji [Jenkinson, Ljungqvist, 1996, s. 25].

3. Analiza efektu niedowartościowania spółek migrujących z rynku NewConnect na rynek główny GPW w Warszawie

Analizę przeprowadzono wśród 54 spółek, które zmieniły parkiet notowań z rynku NewConnect na rynek główny Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie 2008–2016. Jako bazę porównawczą w analizie przyjęto spółki, które bezpośrednio debiutowały na rynku głównym w tym samym okresie. Aby porównać efekt niedowartościowania spółek bezpośrednio debiutujących, z próby 237 wszystkich debiutujących spółek na rynku głównym w latach 2008–2016 wyłączono 54 spółki przechodzące z rynku NewConnect. Uzyskano zatem próbę porównawczą, tj. 183 spółki debiutujące bezpośrednio na rynku głównym w tym samym okresie. Punktem wyjścia do analiz jest 2008, w którym miała miejsce pierwsza migracja na rynek główny (tab. 1).

Tablica 1. Liczba debiutów na rynku głównym i alternatywnym GPW w Warszawie w latach 2008–2016

Rok	Rynek główny	Rynek główny (z wyłączeniem spółek migrujących)	Rynek główny (spółki migrujące)	Rynek alternatywny NewConnect
2008	33	32	1	61
2009	13	12	1	26
2010	34	26	8	86
2011	38	32	6	172
2012	19	17	2	89
2013	23	16	7	42
2014	28	18	10	22
2015	30	17	13	19
2016	19	13	6	16
2008–2016	237	183	54	533

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW [www.gpw.pl, www.newconnect.pl].

W Europie przechodzenie między rynkami nie jest zjawiskiem powszechnym. Dla przykładu w Wielkiej Brytanii od początku istnienia rynku alternatywnego, tj. od 1995 do 2009 r., tylko 90 spółek przeszło na rynek główny giełdy w Londynie [Vismara i inni, 2012, s. 352–388]. Natomiast częściej zdarzały się przypadki zmiany rynku w drugą stronę, tj. z rynku głównego na rynek alternatywny – takich spółek było w tym okresie aż 282. C. Leuz, A. Triantis i T. Wang uzasadniają to tym, że głównie czynią tak firmy, które nie przestrzegają w pełni standardów corporate governance i mają słabsze perspektywy rozwoju [Leuz i inni, 2008, s. 181–208]. W Polsce od utworzenia rynku NewConnect 54 spółki zmieniły miejsce notowań,

co stanowiło prawie 23% wszystkich debiutów na rynku głównym. Co ciekawe, nie zaobserwowano dużej dysproporcji między wartością nowej emisji akcji a wartością oferty. Potwierdza to, że spółki przechodzące na główny rynek potrzebowały dalszego znacznego finansowania na realizację pomysłów rozwojowych. Jednak w niektórych latach analizy, kiedy migracji było zaledwie kilka, wartość oferty była zerowa, a zatem spółki wyłącznie zmieniły parkiet notowań bez podwyższania kapitałów (tab. 2).

Tablica 2. Emisje spółek migrujących z rynku NewConnect na główny rynek Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008–2016

Rok	Liczba spółek	Wartość emisji (PLN)	Wartość oferty (PLN)
2008	1	0,00	0,00
2009	1	0,00	0,00
2010	8	76 886 208,90	81 236 208,90
2011	6	0,00	,00
2012	2	0,00	0,00
2013	7	107 779 463,00	107 779 463,00
2014	10	43 579 096,30	43 579 096,30
2015	13	91 960 000,00	96 796 000,00
2016	6	780 000,00	780 000,00
2008–2016	54	320 984 768,20	330 170 768,20

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW [www.gpw.pl].

Niedowartościowanie policzono według wcześniej zaprezentowanego wzoru nr 1 jako stopę zwrotu w dniu debiutu najpierw dla każdej spółki. Następnie policzono średnie arytmetyczne niedowartościowania w poszczególnych latach analizy oraz średnie arytmetyczne niedowartościowania dla całego okresu analizy, tj. lat 2008–2016 (tab. 3).

Średnie niedowartościowanie spółek migrujących jest niższe niż spółek bezpośrednio debiutujących. Na przykład w 2009 r. wśród spółek migrujących zaobserwowano duże niedowartościowanie, tj. na poziomie 54,93%, w porównaniu do innych lat analizy, jednak należy zauważyć, że dotyczy ono jednej spółki. Przeważały okresy przewartościowania, a więc takie, w których wycena spółek w ostatnim dniu notowań na rynku New Connect była wyższa od wyceny w pierwszym dniu notowań na rynku głównym. Najbardziej spektakularnym debiutem w całej próbie w okresie analizy jest IPO spółki zmieniającej parkiet w 2015 r., podczas którego stopa zwrotu wyniosła 70,79% (tab. 4).

Tablica 3. Porównanie niedowartościowania debiutów bezpośrednich i debiutów spółek migrujących z rynku NewConnect w latach 2008–2016

Rok	Średnia stopa zwrotu	
	IPO bezpośrednie *)	IPO spółek migrujących
2008	13,12%	-5,70%
2009	14,51%	54,93%
2010	9,80%	-0,30%
2011	1,30%	-1,43%
2012	5,86%	-1,64%
2013	8,84%	-4,27%
2014	0,93%	3,38%
2015	3,58%	4,35%
2016	7,20%	5,04%
2008–2016	7,44%	2,30%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW [www.gpw.pl].

Tablica 4. Niedowartościowanie debiutów spółek migrujących z rynku NewConnect na rynek główny Giełdy Papierów Wartościowych w latach 2008–2016

Rok	Liczba spółek	Średnia stopa zwrotu	Maksymalna stopa zwrotu	Minimalna stopa zwrotu
2008	1	-5,70%	-5,70%	-5,70%
2009	1	54,93%	54,93%	54,93%
2010	8	-0,30%	12,50%	-17,20%
2011	6	-1,43%	7,41%	-13,76%
2012	2	-1,64%	0,00%	-3,28%
2013	7	-4,27%	17,06%	-30,77%
2014	10	3,38%	12,96%	-6,13%
2015	13	4,35%	70,79%	-13,73%
2016	6	5,04%	24,29%	-6,37%
2008–2016	54	2,30%	70,79%	-30,77%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW [www.gpw.pl].

W grupie spółek bezpośrednio debiutujących na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, które charakteryzowały się wyższym niedowartościowaniem, największy transfer wartości do inwestorów nastąpił podczas IPO spółki w 2008 r. (tab. 5). Rynek bardzo optymistycznie wycenił akcje spółki względem wyceny akcji w procesie emisji.

Tablica 5. Niedowartościowanie debiutów na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w latach 2008–2016

Rok	Liczba spółek	Średnia stopa zwrotu	Maksymalna stopa zwrotu	Minimalna stopa zwrotu
2008	32	13,12%	242,00%	-74,07%
2009	12	14,51%	38,90%	-3,64%
2010	26	9,80%	107,08%	-11,44%
2011	32	1,30%	28,55%	-24,67%
2012	17	5,86%	66,29%	-61,65%
2013	16	8,84%	26,94%	-11,06%
2014	18	0,93%	11,11%	-11,97%
2015	17	3,58%	19,01%	-4,63%
2016	13	7,20%	44,03%	-3,85%
2008–2016	183	7,44%	242,00%	-74,07%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW [www.gpw.pl].

Zakończenie

Głównym miejscem pozyskiwania finansowania z emisji akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie jest jej główny parkiet. Jednak dla mniejszych spółek ważne jest funkcjonowanie w jej obrębie rynku alternatywnego. Dzięki tej platformie również mniejsze przedsiębiorstwa mogą pozyskiwać kapitały na rozwój, by potencjalnie w kolejnym etapie, po osiągnięciu odpowiedniej dojrzałości, zmienić miejsce notowań na rynek główny.

W wyniku przeprowadzonej analizy opartej na danych pochodzących z Giełdy Papierów Wartościowych potwierdzono hipotezę, że wyższym niedowartościowaniem charakteryzują się bezpośrednio debiuty spółek w porównaniu do IPO spółek migrujących z rynku New Connect na rynek główny.

Główną przyczyną tego zjawiska jest to, że bezpośrednio debiuty spółek są bardziej ryzykowne dla inwestorów. Chociaż muszą one spełniać bardzo wysokie standardy związane z upublicznieniem, to jednak brak wystarczającej wiedzy o nich wynikający z krótszej ekspozycji informacyjnej przed debiutem powoduje większe ryzyko inwestycyjne. Natomiast spółki migrujące są już po części zweryfikowane przez rynek, a inwestorzy posiadają o nich więcej informacji. Dlatego te bardziej doświadczone spółki na rynku alternatywnym, migrując na rynek główny, średnio przenoszą mniejszą wartość do inwestorów w celu zachęty do inwestowania w porównaniu do spółek dopiero inicjujących swoją działalność na giełdzie.

Literatura

- Baron D.P. (1982), *A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues*, „The Journal of Finance”, Vol. 37, No. 4.
- Brennan M.J., Franks J. (1997), *Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 45, No 3.
- Duszek B. (2007), *Jak pozyskać kapitał z giełdy? Poradnik dla przyszłych emitentów*, GPW w Warszawie, Warszawa.
- Huang Q., Levich R.M. (1999), *Underpricing of new equity offerings by privatized firms: An international test*, Working Paper, Hofstra University and New York University.
- Ibbotson R. (1975), *Price Performance of Common Stock New Issues*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 2, No. 3.
- Jenkinson T., Ljungqvist A. (1996), *Going Public. The Theory and Evidence on how Companies Raise Equity Finance*, Clarendon Press, Oxford.
- Kordela D. (2013), *NewConnect – rynek giełdowy dla małych i średnich przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa.
- Leuz C., Triantis A., Wang T.Y. (2008), *Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations*, „Journal of Accounting and Economics”, Vol. 45, No. 2–3.
- Ljungqvist A. (2006), *IPO Underpricing*, Working Paper, Center for Corporate Governance, Tuck School of Business at Dartmouth.
- Logue L. (1973), *On the pricing of unseasoned equity issues: 1965–1969*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, Vol. 8, No. 1.
- Loughran T., Ritter J.R., Rydqvist K. (1994), *Initial Public Offerings: International Insights*, „Pacific-Basin Finance Journal”, Vol. 2, No. 2–3.
- Marisettya V.B., Subrahmanyam M.G. (2010), *Group affiliation and the performance of IPOs in the Indian stock market*, „Journal of Financial Markets”, Vol. 13, No. 1.
- Panfil M. (2013), *Analiza porównawcza NewConnect i innych europejskich rynków alternatywnego systemu obrotu akcjami*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 768, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 63.
- Podedworna-Tarnowska D. (2011), *Wycena spółki w procesie IPO*, w: M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena Przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, Poltext, Warszawa.
- Podedworna-Tarnowska D. (2013), *Niedowartościowanie w procesie IPO*, „Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku”, t. 27.
- Ritter J. (2017), *Initial Public Offerings: Updated Statistics on Long-run Performance*, July 24, <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2017/07/ipos2016longrun.pdf>, dostęp: 30.07.2017.
- Ritter J.R. (1984), *The “Hot Issue” Market of 1980*, „Journal of Business”, Vol. 57, No. 2.
- Rock K. (1986), *Why new issues are underpriced?* „Journal of Financial Economics”, Vol. 15, No. 1–2.
- Rydqvist K. (1997), *IPO Underpricing as Tax-Efficient Compensation*, „Journal of Banking & Finance”, Vol. 21, No. 23.

- Saunders A. (1990), *Why Are So Many New Stock Issues Underpriced?* „Business Review”, March/April.
- Swaminathan B., Purnanandam A.K. (2004), *Are IPOs Really Underpriced?* „The Review of Financial Studies”, Vol. 17, No. 3.
- Tomaszewski J. (2013), *Obowiązki informacyjne spółek notowanych na rynku NewConnect GPW S.A. w świetle rozwiązań europejskich giełdowych platform ASO*, „Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku”, t. 27.
- Vismara S., Paleari S., Ritter J.R. (2012), *Europe's Second Markets for Small Companies*, „European Financial Management”, Vol. 18, No. 3.
- Welch I. (1989), *Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings*, „The Journal of Finance”, Vol. 44, No. 2.
- Welch I. (1992), *Sequential Sales, Learning, and Cascades*, „The Journal of Finance”, Vol. 47, No. 2.
- www.gpw.pl.
- www.newconnect.pl.

Streszczenie

W krajach rozwiniętych, z ukształtowanym i dojrzałym systemem finansowym, funkcjonuje zwykle więcej niż jeden giełdowy rynek obrotu papierami wartościowymi, a każdy z nich charakteryzuje się odmiennymi regulacyjnymi wymogami. Ponieważ wiele przedsiębiorstw nie spełnia wymogów rynku głównego, znaczna część IPO odbywa się na rynkach alternatywnych. Wiele z nich następnie migruje na rynek główny. Celem artykułu jest analiza zjawiska niedowartościowania spółek, które zmieniały miejsce notowań z rynku alternatywnego na rynek główny. Autorka stawia hipotezę, że te spółki były mniej niedowartościowane podczas IPO w porównaniu do spółek bezpośrednio debiutujących na rynku głównym. Analizę przeprowadzono wśród 54 spółek, które zmieniły parkiet notowań z rynku NewConnect na rynek główny Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie 2008–2016. Jako bazę porównawczą w analizie przyjęto 183 spółki, które bezpośrednio debiutowały na rynku głównym w tym samym okresie.

Słowa kluczowe

IPO, niedowartościowanie, rynek główny, rynek alternatywny

Underpricing Effect of Companies Transferred from the Alternative to the Main Market of the Warsaw Stock Exchange (Summary)

In countries with sophisticated financial systems there is usually more than one market for the trading of securities, and these markets are characterized by different regulatory requirements. Since many companies do not meet the requirements of going public needed in the main market a lot of IPOs take place on the alternative markets. Then a lot of them change the place of listing to the main market. The aim of the article is to present and explain the phenomenon of underpricing companies that changed the place of listing from the alternative to the main market, which then had to meet higher regulatory requirements and standards for the debuts. The author rises the hypothesis that these companies were less undervalued

compared to the companies directly floating on the main market. Analysis was conducted among 54 companies that changed the place of listing over the period 2008–2016 from the alternative to the main market of the Warsaw Stock Exchange. As a comparison 183 companies were analyzed debuting on the main market over the same period.

Keywords

IPO, underpricing, main market, alternative market

