

Karolina Czekaj

CDM Pekao SA

STOPY ZWROTU Z AKCJI SPRZEDAWANYCH W DNIU DEBIUTU SPÓŁKI NA GIEŁDZIE

1. Wstęp

Znaczenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie jako źródła pozyskiwania kapitału systematycznie wzrasta. Pod koniec czerwca 2006 r. notowanych było 256 spółek, a ich kapitalizacja wyniosła 434,3 mld zł i była o 9,4 mld zł wyższa niż na koniec 2005 r. (było to spowodowane dobrą koniunkturą giełdową, a co za tym idzie wzrostem cen akcji oraz wprowadzaniem do obrotu nowych podmiotów). Szacuje się, iż do końca 2006 r. dołączy do tej grupy kolejnych kilkadziesiąt podmiotów (ok. 20-30 spółek).

Prace empiryczne, obejmujące wiele państw z różnych obszarów świata, wskazują na systematycznie niedowartościowanie pierwszych ofert publicznych (IPO – *initial public offering*) i możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków w krótkim okresie, czyli od momentu złożenia zapisu na akcje spółki do momentu ich pierwszego notowania. Badania, mające na celu wyjaśnienie tego zjawiska, doprowadziły do powstania wielu teorii w tym zakresie. Ze względu na powszechność występowania zjawiska niedowartościowania IPO, istotna wydaje się analiza polskiego rynku pierwszych ofert publicznych.

Biorąc pod uwagę obszerność problemów związanych z pierwszymi ofertami publicznymi, w opracowaniu tym podjęto próbę odpowiedzi na dwa zasadnicze pytania. Po pierwsze, czy w przypadku IPO przeprowadzanych na GPW w Warszawie obserwowane jest zjawisko ich niedoszacowania dające inwestorom możliwość uzyskania wysokich stóp zwrotu w pierwszym dniu notowania akcji (zakup w ofercie i sprzedaż w dniu debiutu) oraz jakie mogą być tego przyczyny. Po drugie, czy istnieje zależność pomiędzy poziomem stóp zwrotu z inwestycji w pierw-

sze oferty publiczne a wyceną spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych. W analizie nie podjęto problemów długoterminowych zwrotów z inwestycji w IPO, problemów cykliczności liczby przeprowadzanych ofert i wielkości stóp zwrotu w pierwszym dniu notowania oraz zależności pomiędzy tymi szeregami czasowymi.

2. Pierwsze publiczne emisje akcji i cechy charakterystyczne rynku IPO

Według nowej Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r., o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, pierwsza oferta publiczna akcji to udostępnianie po raz pierwszy co najmniej 100 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób informacji o akcjach i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych akcji. Pierwsza oferta publiczna może być przeprowadzona na dwa sposoby. Po pierwsze, w drodze emisji akcji po raz pierwszy za pośrednictwem rynku publicznego, co wiąże się z pozyskaniem nowego kapitału przez spółkę. Po drugie, w drodze sprzedaży przez obecnych akcjonariuszy akcji już istniejących, ale po raz pierwszy za pośrednictwem rynku publicznego.

Badania rynków pierwszych ofert publicznych odgrywają w teorii finansów ważną rolę i były prowadzone w szerokim zakresie na całym świecie. Większość z tych analiz potwierdza istnienie fundamentalnych cech charakterystycznych identycznych dla wszystkich badanych rynków, bez względu na stopień ich rozwoju.

Jako najważniejsze z tych cech można wymienić:

1. Wysokie (ponadprzeciętne) stopy zwrotu w pierwszym dniu notowania – ceny emisyjne są ustalane z uwzględnieniem dyskonta, co daje możliwość uzyskania wysokich stóp zwrotu w przypadku sprzedaży akcji w dniu debiutu spółki. Dyskonto to jest rekompensatą dla inwestorów za wyższe ryzyko lokowania środków w nowe emisje, zamrożenie środków na okres od wpłacenia środków pieniężnych do rozpoczęcia notowania na GPW (szczególnie we wczesnych latach funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego okres ten był stosunkowo długi), niepewność pozytywnego zakończenia procesu. Potwierdzeniem występowania tego zjawiska zajmowało się wielu autorów, wśród których szczególnie znane są prace profesora J.R. Rittera [4; 5; 7].

2. Niskie stopy zwrotu w długim okresie. Przyjmuje się, iż długi okres to ponad 3-letni czas trzymania zakupionych akcji debutantów. Badania wskazują, iż zyski z inwestycji w nowo wprowadzone do obrotu akcje są znacznie niższe niż zmiany indeksów odniesienia. Zjawisko obserwowane jest na większości rynków kapitałowych. Podsumowanie tych badań można znaleźć w [7]. Poszukiwaniem przyczyn osiągania niskich stóp zwrotu z inwestycji w akcje debutantów zajmowali się m.in. Hanley, Kumar, Seigun [1], Ritter [7], Ibbotson, Jaffe [3].

3. Cykliczność rynków IPO. Dotyczy ona zarówno liczby przeprowadzanych ofert, jak i wysokości stóp zwrotu w pierwszym dniu notowania. Prace [2; 3; 8] nie tylko dowodzą występowania tego zjawiska, ale również formułują definicje „gorących” i „chłodnych” okresów na rynkach IPO oraz poszukują jego przyczyn. Badania teoretyczne cykliczności rynków IPO skutkowały powstaniem modeli prognozujących sytuację na tych rynkach. Można tu wymienić takie grupy modeli, jak: modele sygnalizacyjne i inne modele asymetrii informacyjnej, modele podjęcia decyzji o emisji publicznej oraz modele finansów behawioralnych skupiające się na nieracjonalnym zachowaniu inwestorów.

4. Związek pomiędzy liczbą ofert przeprowadzanych w danym okresie a stopami zwrotu uzyskiwanymi w pierwszym dniu notowania. Występowanie tej zależności jest bezpośrednio związane z cyklicznością rynku. Zgodnie z teorią, po okresach wysokich i wzrastających stóp zwrotu, osiąganych w pierwszym dniu notowania, występuje znaczący wzrost liczby nowych emisji, które z kolei nie dają możliwości osiągnięcia tak wysokich zysków. W tym zakresie analizy prowadzili m.in. Lowry i Schwert [6].

3. Dane empiryczne

Analiza polskiego rynku pierwszych ofert publicznych obejmuje okres od stycznia 1996 r. do końca czerwca 2006 r. Zbadano łącznie 198 spółek, które w tym okresie przeprowadziły oferty publiczne. Analizie poddane zostały tylko te spółki, które przeprowadziły publiczną emisję lub sprzedaż akcji i były notowane na GPW w Warszawie w badanym okresie. Ze względu na specyfikę pominięto wprowadzone na giełdę fundusze NFI oraz wszystkie spółki z sektora finansowego. Stopy zwrotu w pierwszym dniu notowania na giełdzie zostały obliczone na podstawie ceny emisyjnej oferowanych akcji oraz kursu, jaki osiągnęły dane papiery wartościowe na koniec pierwszego dnia notowania. Dane pochodzą z zasobów GPW i KPWiG – informacji publikowanych przez poszczególne spółki – zarówno w formie informacji bieżących, jak i okresowych (system Emitent), informacji publikowanych na stronach internetowych www.interia.pl, www.parkiet.com.pl oraz zasobów serwisu Notoria.

4. Stopy zwrotu w pierwszym dniu notowania

Jedną z ważniejszych cech rynku pierwszych ofert publicznych jest możliwość osiągnięcia zysku na debiucie spółki. Badanie rozpoczęto od analizy stacjonarności szeregu czasowego, na który składają się stopy zwrotu osiągnięte w pierwszym dniu notowania z przeprowadzanych kolejno na GPW pierwszych ofert publicznych. Przeprowadzenie testów ADF (augmented Dickey-Fuller) oraz PP (Phillips-Perron) pozwoliło na ustalenie, iż szereg jest stacjonarny (zob. tab. 1), co oznacza, że jego średnia i autokowariancja są

stałe w czasie. Analizując polski rynek pierwotnych ofert publicznych, można stwierdzić, iż średnia stopa zwrotu w okresie od początku 1996 r. do I połowy 2006 r. kształtowała się na poziomie 29,6%, natomiast mediana wynosiła 12,2%. Analizowana próba jest silnie zróżnicowana (odchylenie standardowe wynosi 57,2%, współczynnik zmienności – 1,93), co może m.in. wynikać z charakterystyki badanego okresu. Polski rynek kapitałowy, a także w otoczenie makroekonomiczne w badanym okresie charakteryzowały się silnymi zmianami. W latach dziewięćdziesiątych oferty kierowane były głównie do inwestorów indywidualnych ze względu na brak instytucji lokujących swoje środki na tym rynku. Obecnie akcje zakupywane są przede wszystkim przez inwestorów instytucjonalnych (fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne i spółki *asset management*). Ze względu na zróżnicowanie podmiotów, do których kierowane były oferty w początkowych latach funkcjonowania polskiej giełdy papierów wartościowych (grupy te mają odmienne oczekiwania i możliwości inwestycyjne) i w celu spełnienia oczekiwań kupujących, musiały posiadać one inne cechy. W związku z tym uzyskane wyniki (tab. 2) mogą być w tak znaczący sposób zróżnicowane.

Tabela 1. Wyniki testu ADF i PP

Stopa zwrotu z IPO					Wskaźnik relacji				
Równanie testowe nie zawiera trendu i wyraz wolnego					Równanie testowe nie zawiera trendu i wyraz wolnego				
Opóźnienie	statystyka ADF	wartość krytyczna dla 5%	statystyka PP	wartość krytyczna dla 5%	Opóźnienie	statystyka ADF	wartość krytyczna dla 5%	statystyka PP	wartość krytyczna dla 5%
-1	-6,30	-1,9413	-10,17	-1,9413	-1	-6,71	-1,9413	-10,34	-1,9413
-2	-4,65	-1,9413	-10,23	-1,9413	-2	-5,03	-1,9413	-10,41	-1,9413
-3	-3,43	-1,9414	-10,32	-1,9413	-3	-3,56	-1,9414	-10,51	-1,9413
-4	-3,01	-1,9414	-10,46	-1,9413	-4	-2,88	-1,9414	-10,68	-1,9413
-5	-3,00	-1,9414	-10,64	-1,9413	-5	-2,80	-1,9414	-10,91	-1,9413
-6	-3,76	-1,9414	-10,83	-1,9413	-6	-3,18	-1,9414	-11,12	-1,9413
Równanie testowe zawiera wyraz wolny					Równanie testowe zawiera wyraz wolny				
Opóźnienie	statystyka ADF	wartość krytyczna dla 5%	statystyka PP	wartość krytyczna dla 5%	Opóźnienie	statystyka ADF	wartość krytyczna dla 5%	statystyka PP	wartość krytyczna dla 5%
-1	-7,66	-2,8763	-11,99	-2,8762	-1	-8,25	-2,8763	-12,17	-2,8762
-2	-5,79	-2,8764	-12,01	-2,8762	-2	-6,41	-2,8764	-12,19	-2,8762
-3	-4,20	-2,8764	-12,05	-2,8762	-3	-4,57	-2,8764	-12,23	-2,8762
-4	-3,52	-2,8765	-12,13	-2,8762	-4	-3,63	-2,8765	-12,32	-2,8762
-5	-3,41	-2,8766	-12,26	-2,8762	-5	-3,49	-2,8766	-12,45	-2,8762
-6	-4,29	-2,8767	-12,38	-2,8762	-6	-3,90	-2,8767	-12,56	-2,8762
Równanie testowe zawiera trend i wyraz wolny					Równanie testowe zawiera trend i wyraz wolny				
Opóźnienie	statystyka ADF	wartość krytyczna dla 5%	statystyka PP	wartość krytyczna dla 5%	Opóźnienie	statystyka ADF	wartość krytyczna dla 5%	statystyka PP	wartość krytyczna dla 5%
-1	-9,26	-3,4337	-13,72	-3,4336	-1	-9,45	-3,4337	-13,32	-3,4336
-2	-7,32	-3,4338	-13,72	-3,4336	-2	-7,67	-3,4338	-13,32	-3,4336
-3	-5,32	-3,4339	-13,71	-3,4336	-3	-5,59	-3,4339	-13,32	-3,4336
-4	-4,28	-3,4340	-13,71	-3,4336	-4	-4,42	-3,4340	-13,34	-3,4336
-5	-3,98	-3,4341	-13,73	-3,4336	-5	-4,23	-3,4341	-13,38	-3,4336
-6	-4,91	-3,4342	-13,75	-3,4336	-6	-4,56	-3,4342	-13,41	-3,4336

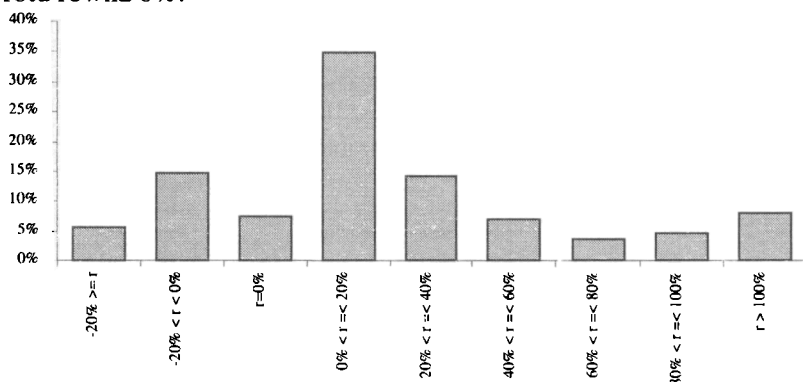
Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2. Statystyki opisujące stopy zwrotu osiągane w pierwszym dniu notowania na GPW w okresie od 1996 r. do połowy 2006 r.

Liczba spółek	198
Średnia	29,6%
Mediana	12,2%
Kwartył 1	0,00%
Kwartył 3	32,6%
Odchylenie standardowe	57,2%
Skośność	2,87
Kurtoza	11,1
Współczynnik zmienności	1,93
Wartość występująca najczęściej	0,0%
Przedział ufności - 0,95%	21,6%
Przedział ufności + 0,95%	37,7%

Źródło: opracowanie własne.

Wyraźnie niższa od wartości średniej mediana, świadczy o asymetrii prawostronnej. Rozkład tych stóp zwrotu jest bardziej wysmukły niż normalny. Większość stóp zwrotu charakteryzuje się wartością dodatnią, przy czym 20% osiągnęło ujemną stopę zwrotu. Jednocześnie ponad 42% badanych spółek osiągnęło stopę zwrotu z przedziału od 0% do 20%. W badanej populacji najczęściej występowała stopa zwrotu równa 0%.



Rys. 1. Histogram rozkładu stóp zwrotu z IPO przeprowadzonych w okresie 1996 r.-I kwartał 2006

Źródło: opracowanie własne.

Analiza rozkładu stóp zwrotu, której podsumowanie przedstawiono na rys. 1, dowodzi, iż stopy zwrotu w pierwszym dniu notowania były w 80% przypadków nieujemne, a w 72% – dodatnie. W celu stwierdzenia, czy stopy te były na poziomie ponadprzeciętnym, dokonano porównania z wynikami osiąganymi w danym okresie przez indeks WIG. Porównanie polegało na stworzeniu wskaźnika określającego relatywną zmianę stopy zwrotu z danej emisji osiąganą w dniu debiutu w stosunku do ceny emisyjnej, a zmiany indeksu WIG – w okresie od zakończenia

zapisów na akcje danej spółki do pierwszego dnia jej notowania. Szacunek niedowartościowania względnego opisano wzorem:

$$r = \frac{\frac{IPO_0 - IPO_E}{IPO_E} + 1}{\frac{WIG_0 - WIG_{0-T}}{WIG_{0-T}} + 1} - 1,$$

gdzie: WIG_0 – poziom indeksu WIG w dniu pierwszego notowania danej emisji;
 WIG_{0-T} – poziom indeksu WIG w dniu zamknięcia zapisów na akcje danej emisji;
 IPO_0 – cena zamknięcia w pierwszym dniu notowania;
 IPO_E – cena emisyjna.

Tabela 3. Statystyki opisujące wskaźniki relacji w okresie 1996 r. – I połowa 2006 r.

Średnia	24,7%
Mediana	12,0%
Kwartył 1	0,0%
Kwartył 3	31,3%
Odchylenie standardowe	49,5%
Skośność	3,10
Kurtoza	13,43
Współczynnik zmienności	2,00
Przedział ufności - 0,95%	17,8%
Przedział ufności + 0,95%	31,7%

Źródło: opracowanie własne.

Szereg czasowy powstały z obliczonych na podstawie tego wzoru wskaźników jest szeregiem stacjonarnym. Potwierdziły to testy ADF i PP, których wyniki zostały zaprezentowane w tab. 1. Średnia wartość wskaźnika w badanym okresie wynosiła 24,7%, natomiast mediana kształtowała się na poziomie 12,0%. O wysokim rozproszeniu wyników świadczy wysoki poziom współczynnika zmienności na poziomie 2,00. W 74,2% przypadków wskaźnik niedoszacowania względnego przyjmował wartości dodatnie, co oznacza, iż w tych przypadkach osiągnięte stopy zwrotu z ofert IPO były wyższe od stóp zwrotu z portfela spółek WIG. Podsumowanie wyników analizy konstruowanego wskaźnika prezentuje tab. 3.

5. Przyczyny niedoszacowania IPO

Istnieje wiele potencjalnych przyczyn niedoszacowania cen emisyjnych, a co za tym idzie osiągania wysokich stóp zwrotu w pierwszym dniu notowania. Po pierwsze, zjawisko to jest najczęściej tłumaczone teorią asymetrii informacyjnej. Zgodnie z jej założeniami, niska cena emisyjna jest wynikiem posiadania różnych informacji przez poszczególnych uczestników procesu IPO. Jeżeli emitent posiada więcej informacji dotyczących przede wszystkim wartości spółki niż inwestorzy, a wartość ta kształtuje się poniżej średniej rynkowej, to będzie dążył on do sprzedaży

akcji po średniej cenie rynkowej. Spółki wysokiej jakości chcą odróżnić się od grupy spółek gorszej jakości. W tym celu specjalnie sprzedają swoje akcje po niższych cenach niż wycenia je rynek. Emitent może spodziewać się, iż w przyszłości otrzyma rekompensatę za obniżenie ceny emisyjnej przy wejściu na rynek, m.in. poprzez możliwość przeprowadzenia kolejnych emisji, poprzez pozytywną reakcję rynku na informacje dotyczące przyszłych dywidend oraz zainteresowanie i przygotowanie przez analityków rynkowych systematycznych analiz. Innymi słowy, spółki informują rynek o swojej wysokiej jakości poprzez „podarowanie” części spółki inwestorom, co powoduje pozytywne nastawienie tych drugich do spółki.

W drugiej sytuacji inwestorzy, w przeciwieństwie do emitentów, posiadają więcej informacji dotyczących warunków panujących na rynku akcji. Emitent natomiast nie ma informacji, ile inwestorzy są gotowi zapłacić za akcje spółki. Inwestorzy obawiają się, iż otrzymają pełny przydział akcji, jeśli będą w grupie najbardziej optymistycznych inwestorów, wobec czego otrzymają oni pełną pulę akcji po wyższej cenie lub tylko część akcji, które charakteryzują się ceną niższą. Aby zyskać, inwestorzy będą kupować wyłącznie akcje niedoszacowane, dlatego też emitenci, którzy będą szacowali ceny emisyjne, zbyt wysoko mogą spotkać się z brakiem popytu.

Po drugie, bankierzy inwestycyjni (domy maklerskie) oferujący akcje korzystają ze swojej wiedzy w zakresie warunków rynkowych i starają się tak doradzać w ustalaniu ceny emisyjnej emitentowi, aby kształtowała się ona poniżej ceny możliwej do osiągnięcia na rynku [5]. Jest to wynikiem konieczności sprzedaży przez oferującego danej emisji, a także uzyskania stosunkowo wysokich stóp zwrotu przez swoich stałych klientów-inwestorów, aby utrzymać ich zaufanie i umożliwić sobie sprzedaż kolejnych emisji przygotowanych przez danego oferującego. W przypadku organizacji emisji klientami oferującego są nie tylko emitenci, ale również inwestorzy kupujący akcje. Należy jednak pamiętać, iż wynagrodzenie oferującego jest zazwyczaj uzależnione od wielkości pozyskanych środków, w związku z czym zbyt wysokie niedowartościowanie oferty będzie zaniżało jego zysk z przeprowadzenia oferty.

Po trzecie, spółki przeprowadzające IPO chcą umożliwić uzyskanie zysku na swoich pierwszych emisjach, aby przekonać inwestorów do siebie i pozostawić sobie otwartą drogę do przeprowadzania z powodzeniem kolejnych emisji.

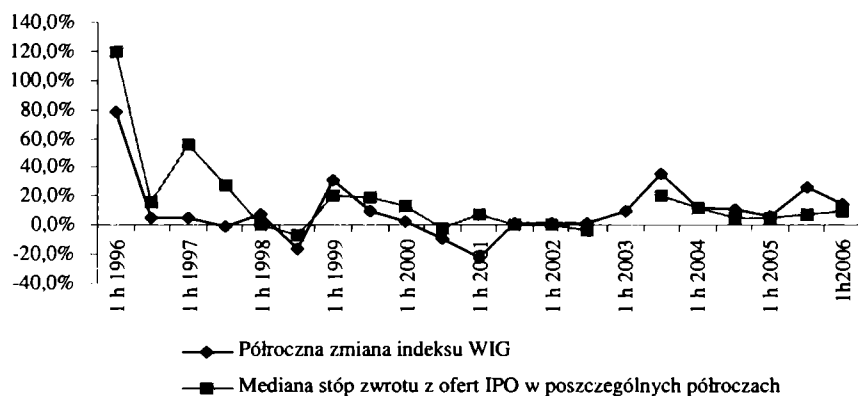
Po czwarte, emitenci mogą celowo zaniżać ceny emisyjne, aby zwiększyć popyt na akcje i pozyskać większą liczbę inwestorów. Rozdrobnienie struktury własnościowej powinno wpływać na większą płynność akcji oraz utrudnić nowym akcjonariuszom wpływ na zarządzanie spółką.

Analizując pierwsze oferty publiczne, należy zauważyć, iż podczas rozważania kupna akcji w ramach IPO inwestorzy biorą pod uwagę nie tylko posiadane informacje dotyczące danych emisji, ale analizują, czy pozostali uczestnicy rynku planują zakup tych akcji. W związku z tym przy ustalaniu ceny przyjmowany jest pewien poziom dyskonta w celu zainteresowania przynajmniej kilku liczących się uczestników rynku, co z kolei powinno pociągnąć za sobą zainteresowanie pozostałej części rynku.

Na końcu należy wspomnieć o cykliczności rynku IPO oraz związku niedoszacowania akcji w ofercie publicznej z etapem cyklu koniunkturalnego. Cykliczność liczby debiutów na giełdach papierów wartościowych jest ich cechą charakterystyczną. Badania rynków zagranicznych wskazują również na cykliczność stóp zwrotu osiąganych w pierwszym dniu emisji oraz na ich związek z liczbą przeprowadzanych ofert. Według Rittera okresy „gorące” na rynku ofert publicznych charakteryzują się nadzwyczaj wysoką liczbą ofert, ich silnym niedowartościowaniem, częstymi nadsubskrypcjami, przewagą ofert mniejszych oraz w pewnym zakresie koncentracją w niektórych sektorach gospodarki. W przeciwieństwie do tego okres „oziębienia” na rynku to czas niskiej liczby ofert, ich mniejszego niedoszacowania, mniejszej liczby przypadków nadsubskrypcji, ofert o większych wartościach.

6. Sytuacja na giełdzie papierów wartościowych a oferty IPO

Wycena akcji na rynku wtórnym jest bezpośrednio związana z koniunkturą giełdową i powinna również mieć wpływ na ceny akcji wprowadzanych do obrotu giełdowego. Kształtowanie się stóp zwrotu z IPO w pierwszym dniu notowania przeprowadzonych w poszczególnych półroczach na GPW w Warszawie oraz zmiany poziomu indeksu WIG w skali 6 miesięcy przedstawia wykres na rys. 2. Graficzna prezentacja zależności sugeruje, iż wysokość stopy zwrotu z IPO zmienia się wraz ze zmianą koniunktury rynkowej. Zależność ta jest potwierdzona wysokim współczynnikiem korelacji pomiędzy badanymi zmiennymi, który w okresie 1996 r.-I półrocze 2006 r. kształtuje się na poziomie 0,75.



Rys. 2. Zależność stóp zwrotu z IPO w poszczególnych półroczach ze zmianami półrocznymi indeksu WIG
Źródło: opracowanie własne.

Po przyjęciu założenia o liniowej zależności pomiędzy półrocznymi stopami zwrotu z indeksu WIG a stopami zwrotu z ofert IPO organizowanych w danym półroczu przeprowadzono estymację równania metodą MNK. Zależność pomiędzy zmiennymi opisuje równanie:

$$r_{IPO} = 0,065 + 0,9852r_{WIG},$$

gdzie: r_{IPO} – mediana stóp zwrotu z IPO w danej połowie roku,

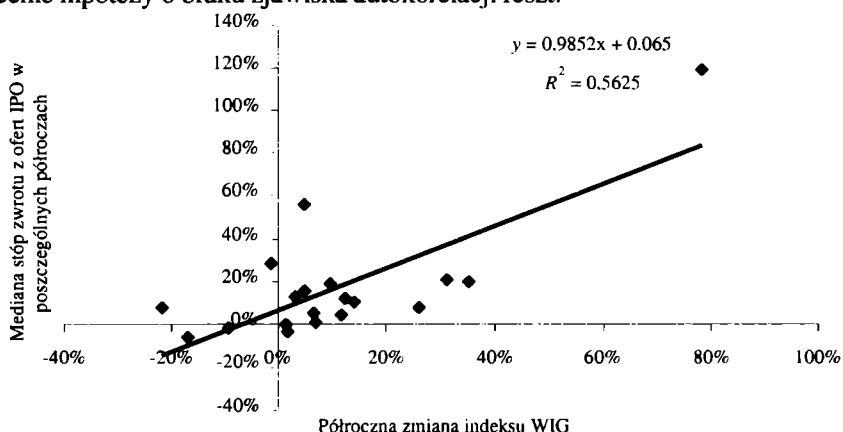
r_{WIG} – półroczna zmiana indeksu WIG.

Tabela 4. Statystyki opisujące równanie regresji

R	0,7500
R^2	0,5625
Skorygowany R^2	0,5382
Błąd standardowy estymacji	0,1904
Statystyka F	23,14
t -Student	4,81
Krytyczny poziom istotności	0,00014
Statystyka DW (Durbin-Watson)	1,1889

Źródło: opracowanie własne.

Współczynnik determinacji jest w badanym przypadku stosunkowo wysoki i wynosi 0,56, co oznacza ok. 56% wpływ zmienności indeksu WIG na zmienność stóp zwrotu z ofert IPO osiąganych w pierwszym dniu notowania. Według oszacowanego modelu liniowego 1% zmiana indeksu WIG powoduje ok. 1% zmianę zysków uzyskiwanych z inwestycji w IPO. Krytyczny poziom istotności ($p = 0,00014$) jest znacznie niższy od deklarowanego poziomu 0,05, co oznacza, że przeciętny wzrost r_{IPO} jako odpowiednik wzrostu r_{WIG} może być uznany jako istotny. Wskazuje to na silne uzależnienie wyników osiąganych na rynku pierwotnym od sytuacji na rynku wtórnym. Statystyka F , przy przyjętym poziomie istotności 0,05, przyjmuje wartość 23,14 (tab. 4), i jest zdecydowanie powyżej swej wartości krytycznej. Oznacza to, że współczynnik korelacji wielorakiej jest statystycznie istotny, a stopień dopasowania modelu do danych empirycznych jest dostatecznie wysoki. Jednocześnie test Durбина-Watsona nie pozwolił ani na przyjęcie, ani na odrzucenie hipotezy o braku zjawiska autokorelacji reszt.



Rys. 3. Liniowa zależność stóp zwrotu z IPO oraz stóp zwrotu z indeksu WIG

Źródło: opracowanie własne.

W okresie hossy giełdowej akcje spółek są wyceniane na znaczenie wyższym poziomie niż w pozostałych okresach, co może być m.in. wynikiem stosowania metody wyceny porównawczej. W czasie hossy emitenci są skłoni „podarować” inwestorom większą premię, ponieważ otrzymane środki i tak przewyższają fundusze, jakie mogliby pozyskać w czasie bessy. Dodatkowym czynnikiem wpływającym na obniżenie ceny emisyjnej, są oczekiwania inwestorów dotyczące możliwości do osiągnięcia stóp zwrotu. W okresie koniunktury giełdowej inwestorzy oczekują wyższych stóp zwrotu niż w czasie bessy, dlatego też emitenci, chcąc uplasować emisję na rynku, są zmuszeni do większego jej niedoszacowania.

7. Podsumowanie

Powszechnie stosowane dyskonto przy ustalaniu ceny emisyjnej i silny wzrost cen akcji w pierwszym dniu notowania były badane i analizowane na rynkach kapitałowych całego świata. Zaprezentowane w powyższym referacie wyniki, które wskazują na systematyczne niedowartościowanie ofert IPO, są zgodne z badaniem przeprowadzonym przez D. Sukacz (badanie to objęło przedział czasowy od 1991-2002). Mnogość przyczyn, które determinują zjawisko uzyskiwania ponadprzeciętnych stóp zwrotu z pierwszych ofert publicznych w krótkim okresie, powoduje, iż są one trudne do podsumowania. Można jednak stwierdzić, iż obserwowane również na polskiej giełdzie papierów wartościowych zjawisko niedowartościowania ofert IPO, jest przyczyną ścierania się na rynku kapitałowym interesów trzech jego uczestników. Niższa, od możliwej do uzyskania ceny rynkowej, cena emisyjna jest wynikiem przyjęcia kompromisu pomiędzy emitentem, potencjalnym inwestorem oraz bankiem inwestycyjnym (domem maklerskim). Jednocześnie poziom ceny emisyjnej będzie odzwierciedlał sytuację na rynku papierów wartościowych. W sytuacji hossy giełdowej inwestorzy będą skłonni bardziej zaniżać ceny emisyjne w porównaniu do ich rynkowego poziomu, ponieważ nawet mimo tego w okresie tym uzyskają wyży poziom środków niż w czasie bessy.

Literatura

- [1] Hanley K., Kumar A., Seigun P., *Price Stabilization in the Market for New Issues*, „Journal of Financial Econometrics” 34, 177-197.
- [2] Helwege J., Liang N., *Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets*, Federal Reserve Bank of New York, August 1996, second version September 2002.
- [3] Ibbotson R.G., Jaffe J. F. *'Hot Issue' Markets*, „Journal of Finance” 1975 nr 30.
- [4] Loughram T., Ritter J., *The New Issue Puzzle*, „The Journal of Finance” 1995 no. 1, March.

- [5] Loughram T., Ritter J., *Why Don't Issuers get Upset About Leavng Money on the Table in IPO's*, „The Journal of Finance”, June 2000.
- [6] Lowry M., Schwert G.W. *IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?*, NBER working papers, October 2000.
- [7] Ritter J.R., *Initial Public Offerings*, „Contemporary Finance Digest” 1998 vol. 2, no. 1, Spring.
- [8] Ritter J.R., *The 'Hot Issue' Market of 1980*, „Journal of Business” 1984 nr 57.
- [9] Ritter J.R., Welch I. *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*, „The Journal of Finance” 2002 vol. LVII, no. 4, August.
- [10] Siwek P., *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2005.
- [11] Sukacz D., *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*, CeDeWu, Warszawa 2005

RETURNS ON WSE IPOS DURING THE YEARS 1996-2005

Summary

The underpricing of IPOs has been a subject of theoretical and empirical investigations for decades. This article surveys the Polish market for initial public offerings (IPOs). The results of high first day returns are consistent with the international findings. The literature on IPOs offers a wide variety of explanations of this puzzle, which are summarized in this paper. This study also examines the relation between initial public offerings' returns and the capital market conditions, confirming high correlation between them.