

DOMINIKA FIJAŁKOWSKA

MICHAŁ MUSZYŃSKI

MAREK PAUKA

ZJAWISKO UNDERPRICINGU NA RYNKU NEWCONNECT*

Słowa kluczowe: underpricing, alternatywne systemy obrotu, IPO

Keywords: underpricing, alternative investment market, IPO

Klasyfikacja JEL: G12, G14, G32

Wprowadzenie

Istnieje wiele publikacji naukowych, zarówno teoretycznych, jak i empirycznych, analizujących zjawisko underpricingu wśród emitentów rynków regulowanych. Dotychczas nie powstała jedna spójna teoria, tłumacząca uzyskanie ponadprzeciętnych stóp zwrotu z pierwszego dnia notowań akcji nowych emitentów. Również badania empiryczne pokazują sprzeczne wyniki w przypadku analizy stóp zwrotu w horyzoncie czasowym długookresowym w odniesieniu do pierwszego dnia notowań. Pomimo rosnącego znaczenia rynków giełdowych nieregulowanych (ASO – Alternatywnych Systemów Obrotu, takich jak NewConnect), liczba publikacji dotyczących tego rynku, w których zjawisko to poddano by analizie, jest bardzo mała¹. W opracowaniach autorów zagranicznych rynki te są w większości przypadków pomijane.

Wśród 10 ASO funkcjonujących w państwach Unii Europejskiej najdynamiczniej rozwija się polski rynek NewConnect. Na koniec stycznia 2013 roku liczba spółek notowanych na tym rynku wynosiła 431, ustępując tylko londyńskiemu AIM pod względem liczby emitentów. Od drugiego roku funkcjonowania (2008) liczba debiutów na polskim ASO zdecydowanie przewyższa liczbę z rynku regulowanego, co przedstawia tabela 1. Ta specyficz-

* Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2011/01/D/HS4/05926.

¹ A. Wołoszyn: *Wpływ wielkości oferty na efekt niedowartościowania w spółkach, debiutujących na rynku NewConnect, w Polsce, w latach 2007–2011, ze szczególnym uwzględnieniem woj. lubuskiego*, „Management” 2012, Vol. 16, No. 1, s. 879–891; D Zawadka: *Alternatywne systemy obrotu jako instytucje niwelujące lukę na rynku kapitałowym*, niepublikowana praca doktorska, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, 2012.

Tabela 1

Liczba debiutów oraz stopy zwrotu z indeksów na rynku regulowanym oraz NewConnect Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2007–2013

Wyszczególnienie		2013*	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Rynek regulowany	debiuty	2	19	38	34	13	33	81
	stopa zwrotu z NCIndex (%)	-2,49	26,24	-20,83	18,77	46,86	-51,07	10,39
NewConnect	debiuty	5	89	172	86	26	61	24
	stopa zwrotu z WIG (%)	1,41	-20,09	-34,39	27,65	30,14	-73,51	44,17

* na dzień 31.01.2013.

Źródło: www.gpw.pl, www.newconnect.pl.

na moda na NewConnect wiąże się z istnieniem wciąż dużej luki kapitałowej dla spółek małych, ale na popularność wpływ ma też ponadprzeciętna aktywność autoryzowanych doradców, który to rynek do pewnego momentu rozwijał się praktycznie bez barier wejścia, co oczywiście miało przełożenie na jakość inwestycyjną wprowadzanych podmiotów.

Celem artykułu jest więc identyfikacja skali underpricingu w ujęciu krótko- i długookresowym oraz próba wskazania wielkości mających wpływ na kierunek oraz wartość uzyskiwanych stóp zwrotu z akcji przez nowych emitentów na rynku NewConnect. Badania zostały przeprowadzone na 20% próbie spółek, które weszły na polskie ASO najpóźniej do końca 2011 roku.

Przegląd literatury

Wiele opracowań naukowych analizuje zjawisko dodatnich stóp zwrotu (underpricingu) podczas pierwszej oferty publicznej (IPO) emitentów z rynków regulowanych (RR). Autorzy opracowań naukowych wskazują, że zazwyczaj podczas IPO akcje są niedowartościowane². Istnieje kilka teorii, które tłumaczą to zjawisko, między innymi: teoria asymetrii informacji (w tym teoria sygnałów)³, teorie instytucjonalne⁴, teorie ładu korporacyj-

² Np.: D.P. Baron: *A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution, Services for New Issues*, „Journal of Finance” 1982, 37, s. 955–976; M. Levis: *The Winner's Curse Problem, Interest Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings*, „Economic Journal” 1990, 100, s. 76–89; J.R. Ritter, *The Costs of Going Public*, „Journal of Financial Economics” 1987, 19, s. 269–282.

³ Np.: Y. Amihud, S. Hauser, A. Kirsh: *Allocations, Adverse Selection and Cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange*, „Journal of Financial Economics” 2003, 68, 137–158; D.P. Baron, B. Holmström: *The Investment Banking Contract for New Issues under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem*, „Journal of Finance” 1980, 35, s. 1115–1138; K. Rock: *Why New Issues are Underpriced*, „Journal of Financial Economics” 1986, 15, s. 187–212; I. Welch: *Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings*, „Journal of Finance” 1989, 44, s. 421–449.

⁴ Np.: D.A. Hensler: *Litigation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings*, „Managerial and Decision Economics” 1995, 16, s. 111–128; P.J. Hughes: *Signaling by Direct Disclosure under Asymmetric Information*, „Journal of Accounting and Economics” 1986, 8, s. 119–142.

nego⁵, teorie behawioralne⁶, ale żadna z nich nie daje pełnej odpowiedzi na temat przyczyn omawianego zjawiska.

Zjawisko underpricingu podczas IPO jest analizowane, biorąc pod uwagę krótko i długookresowy horyzont czasowy. W horyzoncie krótkookresowym analizuje się stopę zwrotu z pierwszego dnia notowań akcji i liczne badania z tego zakresu pokazują ponadprzeciętną pozytywną stopę zwrotu: Ljungqvisti Wilhelm (2003), badając IPO pomiędzy 1996 a 2000 rokiem na rynku w Stanach Zjednoczonych, pokazali, iż średnia stopa zwrotu była na poziomie 35,7%⁷, Chen i in. (2004) uzyskali średnią stopą zwrotu na poziomie 298%, analizując IPO chińskich spółek w latach 1992–1997⁸, natomiast Günther i Rummer (2006) pokazali, iż wśród niemieckich IPO średnia stopa zwrotu w pierwszym dniu wynosi 45,8%⁹.

Zjawisko IPO w ujęciu długookresowym odnosi się do porównywania stopy zwrotu z pierwszego dnia notowań ze stopami zwrotu po okresie od 1 roku do 3 lat. Wyniki badań empirycznych nie dają jednoznacznych wyników. Na rynkach rozwiniętych w większości badań stopy zwrotu „nowych spółek” kształtowały się poniżej średnich stóp zwrotu z rynku akcji w tym samym okresie, natomiast na rynkach krajów rozwijających się rezultaty przeprowadzonych badań dają odmienne wyniki. Ritter i Welch (2002), analizując IPO za pomocą wskaźnika „kup i trzymaj” dodatkową stopę zwrotu (*Buy-and-Hold-Abnormal Returns* – BHAR) na rynku amerykańskim, otrzymali negatywne wartości tego wskaźnika: –24,7%, –7,2%, –32,3% i –34,3%, odpowiednio w latach 1980–1989, 1990–1994, 1995–1998 i 1999–2000¹⁰. Ljungqvist (1997) uzyskał wynik BHAR na poziomie –27,2% dla niemieckich IPO w latach 1998–1990¹¹.

Badania empiryczne przeprowadzone w krajach rozwijających się pokazują natomiast odwrotny efekt IPO długookresowego. Prasad i in. (2006) policzyli stopy zwrotu dla ma-

⁵ Np.: M.J. Brennan, J. Franks: *Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the U.K.*, „Journal of Financial Economics” 1997, 45, s. 391–413; M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales: *Why do Companies go Public? An Empirical Analysis*, „Journal of Finance” 1998, 53, s. 27–64; L. Zingales: *Insider Ownership and the Decision to go Public*, „Review of Economic Studies” 1995, 62, s. 425–448.

⁶ A. Ljungqvist, V. Nanda, R. Singh: *Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing*, „Journal of Business” 2006, 79, s. 1667–1702; I. Welch, *Sequential Sales, Learning and Cascades*, „Journal of Finance” 1992, 47, s. 695–732.

⁷ A. Ljungqvist, W.J. Wilhelm: *IPO Pricing in the Dot-Com Bubble*, „Journal of Finance” 2003, 58, s. 723–752.

⁸ G. Chen, M. Firth, J.-B. Kim: *IPO Underpricing in China's New Stock Markets*, „Journal of Multinational Financial Management” 2004, 14, s. 283–302.

⁹ S. Günther, M. Rummer: *The Hot-Issue Period in Germany: what Factors drove IPO Underpricing?* [w:] *Initial Public Offerings: an international perspective*, 1st. edition. Ed. by G.N. Gregoriou, Elsevier, Burlington 2006.

¹⁰ J.R. Ritter, I. Welch: *A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations*, „The Journal of Finance” 2002, 57, s. 1795–1828.

¹¹ A. Ljungqvist: *Pricing Initial Public Offerings: Further Evidence from Germany*, „European Economic Review” 1997, 41, s. 1309–1320.

leżyjskich IPO, uzyskując wartości 24% dla lat 1968–1975 i 59% dla 1976–1992¹², dla rynku chińskiego trzyletnia stopa zwrotu BHAR wyniosła 10,7% w badaniach Chi i Padgett (2005)¹³.

Metodyka przeprowadzonych badań

Specyfika NewConnect – rynku zorganizowanego, jednak zaliczanego do alternatywnych systemów obrotu, a nie rynków regulowanych, sprowadza się do tego, że inwestorzy najczęściej kupują akcje nowej emisji w tzw. procesie PRE-IPO, tzn. nie w ramach pierwszej publicznej emisji, lecz w prywatnych ofertach, skierowanych do maksymalnie 99 osób. Na bazie informacji zebranych z dokumentów informacyjnych spółek, które zadebiutowały na tym rynku w latach 2007–2011, można wskazać, że:

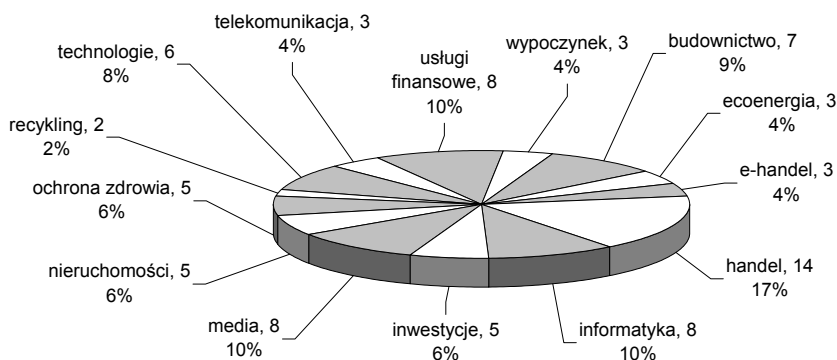
- a) średnia liczba inwestorów, którzy brali udział w prywatnych emisjach nie przekraczała 15;
- b) pozyskiwany kapitał najczęściej nie przekraczał 3 mln zł;
- c) w wielu subskrypcjach udział brały instytucje finansowe, jednak były to z reguły wehikuły inwestycyjne powiązane z dotychczasowymi właścicielami albo z autoryzowanymi doradcami, lub też relatywnie niewielkie fundusze podwyższonego ryzyka, raczej o nastawieniu krótkoterminowym spekulacyjnym niż długoterminowym;
- d) spółki przed wprowadzeniem akcji na NewConnect często przeprowadzały po kilka emisji z różnymi cenami, przy czym tendencją było zwiększanie ceny sprzedaży z każdą kolejną emisją, co tłumaczono podwyższonym ryzykiem inwestowania w start-up (w przypadku pierwszych emisji);
- e) średni *freefloat* wprowadzania akcji po raz pierwszy do obrotu nie przekraczał 20%.

Te uwarunkowania, zdaniem autorów, sprawiają, iż rynek NewConnect nie może być porównywany wprost do rynków regulowanych, będących dotychczas w centrum zainteresowania badaczy.

Do analizy przyjęto 80 spółek wyłonionych w próbie losowej. Strukturę próby w podziale na sektory przedstawiono na rysunku 1. Próba obejmuje 20% populacji wszystkich spółek na rynku NewConnect.

¹² D. Prasad, G.S. Vozikis, M. Ariff: *Government Public Policy, Regulatory Intervention and their Impact on IPO Underpricing: the Case of Malaysian IPOs*, „Journal of Small Business Management” 2006, 44, s. 81–98.

¹³ J. Chi, C. Padgett: *The Performance and Long-run Characteristics of the Chinese IPO Market*, „Pacific Economic Review” 2005, 10, s. 451–169.



Rysunek 1. Struktura próby badawczej

Źródło: opracowanie własne.

Badanie zostało przeprowadzone z wykorzystaniem analizy korelacji oraz analizy regresji. Stworzono 7 modeli regresji opisujących zmienne związane z underpricingiem:

Nazwa zmiennej:	Opis:
T 1	Underpricing w okresie 1 sesji
T 22	Underpricing w okresie 22 sesji
T 60	Underpricing w okresie 60 sesji
T 91	Underpricing w okresie 91 sesji
T 160	Underpricing w okresie 160 sesji
R1	Stopa zwrotu na pierwszej sesji
R1_	Zmienna określająca kierunek zmiany ceny (1 – wzrost, 0 – bez zmian, -1 – spadek).

Zmienne T_x przedstawiają zjawisko underpricingu w różnych okresach (x oznacza liczbę sesji), rozumiane jako relacja stopy zwrotu z akcji w badanym okresie i stopy zwrotu z rynku w tym okresie. Jako benchmark przyjęto indeks NCindex. Zmienne te można przedstawić za pomocą następującej formuły:

$$T_i = [(1 + R_{i,x}) / (1 + R_{m,x})] - 1,$$

gdzie:

$$R_{i,x} = (P_{i,x} - P_{i,0}) / P_{i,0} \text{ oraz } R_{m,x} = (P_{m,x} - P_{m,0}) / P_{m,0},$$

przy czym $P_{i,0}$ – oznacza cenę akcji (dla $x = 1$ cenę na otwarcie, dla pozostałych okresów – cenę zamknięcia z pierwszego dnia notowań), $P_{i,x}$ – cenę zamknięcia na sesji x . Oznaczenia analogiczne zastosowano dla stopy zwrotu z indeksu $R_{m,x}$.

Zmienna R1 oznacza stopę zwrotu z akcji na pierwszej sesji (relacja ceny zamknięcia do ceny otwarcia). Zmienna R1_ oznacza kierunek zmiany ceny na pierwszej sesji.

Jako zmienne objaśniające wybrano podstawowe wielkości i wskaźniki ekonomiczne w następującym układzie: wielkość z roku przed wejściem na NewConnect (-1), w roku, w którym akcje wprowadzono na NC (0), w roku następnym po wejściu na NC (+1). Ze względu na to, że wiele spółek weszło na rynek w 2011 roku, ostatni zestaw zmiennych zawierał zbyt mało danych, aby ich istotność statystyczna była wystarczająca. W związku z tym analizę przeprowadzono na zmiennych sprzed wejścia na NC i z roku, w którym wprowadzono akcje na NC.

Do policzenia wskaźników P/E i P/BV wykorzystano wartości EPS i BV z roku przed IPO i średnią ważoną cenę ze wszystkich wcześniejszych emisji.

Wyniki badań

Należy zauważyć, że dla pierwszej sesji i w okresie ok. miesiąca po wprowadzeniu akcji na rynek przeważały spadki. Dopiero średnie stopy zwrotu od 60 sesji są dodatnie (por. tab. 2). Wskazania są tu przeciwne do tych, które wynikają z badań dla rynków regulowanych.

Tabela 2

Statystyki opisowe badanych zmiennych

Wyszczególnienie	T 1	T 22	T 60	T 91	T 160	R1	R1+/-
Średnia	-0,0167	-0,0655	0,0168	0,0592	-0,0338	-0,0280	-0,24
Błąd standardowy	0,0230	0,0420	0,0717	0,1023	0,1628	0,0229	0,11
Mediana	-0,0269	-0,1141	-0,1331	-0,2196	-0,3265	-0,0342	-1,00
Odchylenie standardowe	0,2034	0,3710	0,6250	0,8859	1,2926	0,2020	0,93
Wariancja próbki	0,0414	0,1377	0,3906	0,7848	1,6707	0,0408	0,86
Kurtoza	-0,1663	6,7026	5,3973	7,1861	37,7277	-0,1100	-1,67
Skośność	-0,1044	1,8766	1,9797	2,2805	5,5480	-0,0841	0,51
Zakres	0,9746	2,3006	3,2706	5,2328	9,8519	0,9796	2,00
Minimum	-0,5605	-0,7090	-0,7483	-0,9339	-0,9419	-0,5733	-1,00
Maksimum	0,4141	1,5916	2,5223	4,2989	8,9100	0,4063	1,00
Suma	-1,3006	-5,1076	1,2794	4,4417	-2,1324	-2,1808	-19,00
Licznik	78	78	76	75	63	78	78

Źródło: opracowanie własne.

Badając zjawisko underpricingu, należy przede wszystkim przeanalizować skalę zjawiska. W tabeli 3 przedstawiono strukturę zmian cen akcji na pierwszej sesji.

Tabela 3

Struktura zmian cen akcji na pierwszej sesji

Wyszczególnienie	Liczba obserwacji	Udział (%)
Spadek	45	58
Bez zmian	7	9
Wzrost	26	33
Razem	78	100

Źródło: opracowanie własne.

Analiza korelacji pozwala na sformułowanie następujących wniosków:

- a) można zauważyć charakterystyczny wzrost korelacji zmiennych T opisujących underpricing ze zmiennymi objaśniającymi w miarę wydłużania okresu analizy underpricingu;
- b) można zaobserwować bardzo duże różnice w korelacji zmiennych T ze zmiennymi objaśniającymi w roku przeprowadzenia IPO i w roku wcześniejszym. W roku przeprowadzenia IPO korelacja jest zazwyczaj wysoka, natomiast w roku przed IPO korelacja jest zazwyczaj znacznie niższa.

Przy pomocy analizy regresji zbudowano 7 modeli wyjaśniających zmienne związane z underpricingiem (por. tab. 4). Analizując to zjawisko jako zmianę ceny akcji odniesioną do zmiany wartości indeksu w analogicznym okresie (modele od 1 do 5), można stwierdzić, że underpricing krótkoterminowy w pierwszym dniu notowań nie może być wyjaśniony za pomocą przyjętych zmiennych.

Jednak wydłużając okres analizy underpricingu, widać wyraźnie, że wyjaśnienie tego zjawiska za pomocą przyjętych zmiennych jest coraz lepsze. W okresie 160 sesji underpricing jest wyjaśniony w 91% przy bardzo wysokiej istotności statystycznej. Główne zmienne, które wpływają na to zjawisko, w kolejności od najsilniejszego wpływu, to: marża zysku netto w roku IPO, współczynnik zadłużenia w roku IPO, EPS w roku przed IPO (odwrotna zależność) i marża zysku netto w roku poprzedzającym IPO.

Podsumowanie

Badania potwierdzają wrywkowe obserwacje prowadzone często przez inwestorów i w mediach, iż na rynku NewConnect reakcje cen w pierwszym okresie po wprowadzaniu akcji do obrotu są nietypowe w porównaniu do rynków regulowanych. Dominują spadki, co zdaniem autorów wynika z występowania równocześnie kilku specyficznych parametrów: wysokich wycen w prywatnych emisjach, niewielkiej liczby inwestorów, którzy traktują rynek pierwotny jako źródło gwarantowanego zysku pod warunkiem szybkiego upłynienia akcji, nadmiernego optymizmu w spółkach przy pozyskiwaniu kapitału, co przy ich wielkości sprawia, że są bardzo mało odporne na pojedyncze porażki w działalności

Tabela 4

Modele regresji objaśniające zjawisko underpricingu

Nazwa zmiennej	Opis	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7
Zmienne objaśniane:		T 1	T 22	T 60	T 91	T 160	R1	R1_
Zmienne objaśniające:								
const		-0,06*	-0,21***	-0,33***	-0,15	-1,3***	-0,34**	-1,21**
Przychody -1	Przychody w roku -1							
Przychody 0	Przychody w roku 0	1,1e-6**						
EBIT -1	EBIT w roku -1							
EBIT 0	EBIT w roku 0							
ZN -1	Zysk Netto w roku -1							
ZN 0	Zysk Netto w roku 0							
ROA -1	ROA w roku -1						-0,5**	-4,73**
ROA 0	ROA w roku 0		0,47**	0,9***	1,1**			
ROE -1	ROE w roku -1						0,39**	2,93***
ROE 0	ROE w roku 0					0,82**		
MZN -1	Marża Zysku Netto w roku -1				-1,1***	1,84***		
MZN 0	Marża Zysku Netto w roku 0				1,0***	3,46***	0,26**	1,17***
CR -1	CR w roku -1		0,09***	0,16***		0,1*		
CR 0	CR w roku 0						0,04*	0,19**
DEBTMAR -1	Współczynnik zadłużenia (Dług/Aktywa) w roku -1							-1,12*
DEBTMAR 0	Współczynnik zadłużenia (Dług/Aktywa) w roku 0				-0,85**	2,89***	0,32*	1,76**
D_EBITDA -1	Dług/EBITDA w roku -1							
D_EBITDA 0	Dług/EBITDA w roku 0					-0,01***		
EPS -1	EPS w roku -1					-1,91***		
EPS 0	EPS w roku 0				1,0**			
BV -1	BV w roku -1						0,16***	0,59***
BV 0	BV w roku 0			0,05*	0,07**	0,21***	-0,14***	-0,54***
P/E	P/E							
P/BV	P/BV							
R squared		11%	30%	46%	80%	91%	45%	50%
P-value (F)		3%	1%	0%	0%	0%	14%	2%

Poziomy istotności: * – p = 10%, ** – p = 5%, *** – p = 1%.

Źródło: opracowanie własne.

operacyjnej. Inwestorzy w swoich decyzjach zakupowych kierowali się przede wszystkim przyszłymi wynikami spółek.

Literatura

Amihud Y., Hauser S., Kirsh A.: *Allocations, Adverse Selection and Cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange*, „Journal of Financial Economics” 2003, 68.

- Baron D.P., Holmström B.: *The Investment Banking Contract for New Issues under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem*, „Journal of Finance” 1980, 35.
- Baron D.P.: *A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution, Services for New Issues*, „Journal of Finance” 1982, 37.
- Brennan M.J., Franks J.: *Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the U.K.*, „Journal of Financial Economics” 1997, 45.
- Chen G., Firth M., Kim J.-B.: *IPO Underpricing in China's New Stock Markets*, „Journal of Multinational Financial Management” 2004, 14.
- Chi J., Padgett C.: *The Performance and Long-run Characteristics of the Chinese IPO Market*, „Pacific Economic Review” 2005, 10.
- Günther S., Rummer M.: *The Hot-Issue Period in Germany: what Factors drove IPO Underpricing? [w:] Initial Public Offerings: an International Perspective*, 1st. edition, Ed. by G.N. Gregoriou, Elsevier, Burlington 2006.
- Hensler D.A.: *Litigation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings*, „Managerial and Decision Economics” 1995, 16.
- Hughes P.J.: *Signaling by Direct Disclosure under Asymmetric Information*, „Journal of Accounting and Economics” 1986, 8.
- Levis M.: *The Winner's Curse Problem, Interest Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings*, „Economic Journal” 1990, 100.
- Ljungqvist A., Nanda V., Singh R.: *Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing*, „Journal of Business” 2006, 79.
- Ljungqvist A.: *Pricing Initial Public Offerings: Further Evidence from Germany*, „European Economic Review” 1997, 41.
- Pagano M., Panetta F., Zingales L.: *Why do Companies go Public? An Empirical Analysis*, „Journal of Finance” 1998, 53.
- Prasad D., Vozikis G.S., Ariff M.: *Government Public Policy, Regulatory Intervention and their Impact on IPO Underpricing: the Case of Malaysian IPOs*, „Journal of Small Business Management” 2006, 44.
- Ritter J.R., Welch I.: *A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations*, „The Journal of Finance” 2002, 57.
- Ritter J.R.: *The Costs of Going Public*, „Journal of Financial Economics” 1987, 19.
- Rock K.: *Why New Issues are Underpriced*, „Journal of Financial Economics” 1986, 15.
- Welch I.: *Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings*, „Journal of Finance” 1989, 44.
- Welch I.: *Sequential Sales, Learning and Cascades*, „Journal of Finance” 1992, 47.
- Wołoszyn A.: *Wpływ wielkości oferty na efekt niedowartościowania w spółkach, debiutujących na rynku New Connect, w Polsce, w latach 2007–2011, ze szczególnym uwzględnieniem woj. lubuskiego*, „Management” 2012, Vol. 16, No. 1.

www.gpw.pl

www.newconnect.pl

Zawadka D.: *Alternatywne systemy obrotu jako instytucje niwelujące lukę na rynku kapitałowym*, niepublikowana praca doktorska, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, 2012, www.wbc.poznan.pl/Content/241065/Zawadka+Dariusz+-+dr.pdf (28.02.2012).

Zingales L.: *Insider Ownership and the Decision to Go Public*, „Review of Economic Studies” 1995, 62.

*dr inż. Dominika Fijałkowska,
dr Michał Muszyński
dr Marek Pauka
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Katedra Finansów*

Streszczenie

Zjawisko underpricingu jest dość często przedmiotem analiz dla rynków regulowanych. Celem tego artykułu była identyfikacja skali underpricingu w ujęciu krótko- i długookresowym oraz próba wskazania wielkości mających wpływ na kierunek oraz wartość uzyskiwanych stóp zwrotu z akcji przez nowych emitentów wprowadzających akcje do alternatywnego systemu obrotu (NewConnect).

INITIAL PUBLIC OFFERINGS UNDERPRICING ON NEWCONNECT MARKET

Summary

IPO underpricing is quite often the subject of studies but only for regulated markets. The goal of this paper is to identify the scale of underpricing in the short and long term and to indicate factors that influence the direction and return values of new issued stocks on the NewConnect (Polish AIM).