

ADAM SZYSZKA

SZYBKOŚĆ PROCESU UPUBLICZNIENIA SPÓŁKI A KONIUNKTURA GIEŁDOWA

Słowa kluczowe: behawioralne finanse przedsiębiorstw, efekt dyspozycji, pierwsze oferty publiczne (IPO)

Keywords: behawioralne finanse przedsiębiorstw, efekt dyspozycji, pierwsze oferty publiczne (IPO)

Klasyfikacja JEL: G02, G30

Wprowadzenie

W literaturze światowej dość dobrze udokumentowane jest zjawisko cykliczności pierwszych ofert publicznych (ang. *Initial Public Offering – IPO clustering*). W okresach hossy zarówno liczba, jak i wartość pierwszych publicznych ofert jest zdecydowanie wyższa niż w okresach dekoniunktury. Ponadto, oferty publiczne występują z różnym natężeniem w czasie w poszczególnych sektorach gospodarki¹.

Dotychczas fenomen ten opisywano przede wszystkim przez pryzmat liczby lub wartości publicznych ofert akcji w poszczególnych okresach i sektorach gospodarki. Jako podstawową przyczynę wahań aktywności pierwotnego rynku akcji wskazywano motywację firm do wykorzystania sprzyjającej koniunktury giełdowej i możliwą do uzyskania korzystną wycenę spółki². Przyznawali to z resztą sami menedżerowie debiutujących spółek, którzy byli pytani w ramach anonimowych badań ankietowych³.

¹ R. Ibbotson, J. Jaffe: *Hot issue markets*, „Journal of Finance” 1975, No. 30, s. 1027–1042; J. Ritter: *The “hot issue” market of 1980*, „Journal of Business” 1984, No. 57, s. 215–240; R. Ibbotson, J. Sindelar, J. Ritter: *Initial Public Offerings*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1988, No. 1, s. 37–45; J. Helwege, N. Liang: *Initial public offerings in hot and cold markets*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2004, No. 39, s. 541–569; F. Derrien: *Initial public offerings*, [w:] *Behavioral Finance*, red. H.K. Baker, J. Nofsinger, Hoboken, John Wiley & Sons, NJ 2010, s. 475–490.

² J. Lerner: *Venture capitalists and the decision to go public*, „Journal of Financial Economics” 1994, No. 35, s. 293–316; M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales: *Why do companies go public? An empirical analysis*, „Journal of Finance” 1998, No. 53, s. 27–64; T. Loughran, J. Ritter, K. Rydqvist: *Initial public offerings: International insights*, „Pacific-Basin Finance Journal” 1994, No. 2, s. 165–199.

³ J.R. Graham, C.R. Harvey: *The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field*, „Journal of Financial Economics” 2001, No. 60, s. 187–243; J. Brau, S. Fawcett: *Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice*, „Journal of Finance” 2006, No. 61, s. 399–436; A. Szyszka: *Teoria*

W niniejszym artykule proponuje się nieco inne spojrzenie na skłonność menedżerów firm do „wstrzeliwania się” w koniunkturę giełdową (ang. *market timing*) przy okazji pierwszych ofert publicznych akcji. Mianowicie, analizowana jest szybkość procesu upublicznienia, w zależności od dobrej lub złej sytuacji rynkowej. Można wysunąć hipotezę, że im lepsza jest koniunktura giełdowa, tym menedżerowie będą się starać szybciej z niej skorzystać, a zatem tym krócej będzie trwał proces IPO.

Dalsze części niniejszego artykułu zorganizowane są w następujący sposób. W kolejnym punkcie przedstawiono podejście badawcze i opis próby. W kolejnym punkcie zaprezentowano wyniki badań⁴. W podsumowaniu przedstawiono uogólnione konkluzje oraz ewentualne kierunki dalszych prac.

Podejście badawcze i opis próby

Niezwykle trudno jest uchwycić jednoznacznie moment, w którym spółka podejmuje decyzję o upublicznieniu swoich akcji. Całość procesu IPO jest bowiem bardzo złożona. Proces ten niejednokrotnie zaczyna się od zmian organizacyjno-prawnych w spółce (np. przekształcenia formy prawnej, optymalizowanie grupy kapitałowej itp.), poprzez wewnętrzne *due diligence*, opracowanie celów emisyjnych i planów ekspansji, wdrożenie odpowiednich procedur ładu korporacyjnego, na przygotowaniu prospektu emisyjnego kończąc. Prospekt emisyjny podlega z kolei zatwierdzeniu przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego. KNF wydaje decyzję o zatwierdzeniu lub odmowie zatwierdzenia prospektu najpóźniej w ciągu 21 dni od otrzymania ostatniej informacji od spółki. W praktyce wygląda to tak, że po złożeniu prospektu spółka i jej doradcy otrzymują od KNF serię pytań i uwag do przedłożonego draftu. O ile emitent ma ograniczone możliwości sterowania tempem prac KNF i splotem pytań, o tyle może wpływać na ostateczną datę zatwierdzenia prospektu poprzez tempo i jakość udzielanych odpowiedzi. Na podstawie zatwierdzonego prospektu, emitent może dokonać publicznej oferty akcji w ciągu 12 miesięcy od daty zatwierdzenia, dowolnie wybierając moment oferty publicznej oraz datę pierwszego notowania.

W niniejszym opracowaniu poddaje się weryfikacji hipotezę, że tempo wprowadzenia akcji do obrotu publicznego zależy od panującej w danym czasie koniunktury giełdowej. Powyższa hipoteza jest testowana poprzez poszukiwanie statystycznego związku pomiędzy liczbą dni od momentu zatwierdzenia prospektu emisyjnego przez Komisję Nadzoru Finansowego do daty debiutu giełdowego a stopą zwrotu z rynku (mierzoną zmianą indeksu WIG) w okresie od daty zatwierdzenia prospektu do hipotetycznej daty debiutu. Za hipotetyczną datę debiutu przyjmuje się – w zależności od wersji badania – medianę lub średnią liczbę dni od daty zatwierdzenia prospektu do daty debiutu giełdowego w całej badanej

a praktyka finansów przedsiębiorstw. Wyniki badań ankietowych, Working Paper, 2013, www.e-wydawnictwo.eu.

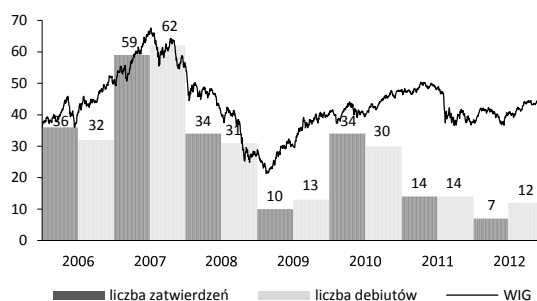
⁴ Dziękuję Panu Michałowi Płotnickiemu za pomoc w zebraniu danych na potrzeby niniejszego artykułu.

populacji. Nie oblicza się stopy zwrotu z rynku w okresie od zatwierdzenia prospektu do rzeczywistej daty debiutu danej spółki, aby pomiar koniunktury giełdowej panującej w czasie, gdy emitenci podejmowali decyzję o dacie debiutu nie był zakłócony efektem *timingu*. Dodatkowo, zbadano także zależność między liczbą dni od zatwierdzenia prospektu do daty debiutu a stopą zwrotu z indeksu giełdowego w okresach od 21 i od 90 dni kalendarzowych przed datą zatwierdzenia prospektu do hipotetycznej daty debiutu. Wydłużenie okresów obserwacji koniunktury giełdowej odpowiednio o 21 i 90 dni wcześniej niż data zatwierdzenia prospektu podyktowane było chęcią uwzględnienia czasu percepcji sytuacji rynkowej przez menedżerów debiutujących spółek. Jeśli menedżerowie podejmują decyzję o dokładnej dacie debiutu kierując się krótkoterminową koniunkturą rynkową, to muszą mieć pewien okres obserwacji przed datą zatwierdzenia prospektu do zbudowania własnej oceny sytuacji.

Próba badawcza obejmuje wszystkie spółki, które przeprowadziły publiczną ofertę akcji w Polsce na podstawie prospektu emisyjnego, zatwierdzonego przez polski Urząd Komisji Nadzoru Finansowego w okresie od początku 2006 do końca października 2012 roku. Z badań wyłączono spółki, które przeprowadzały ofertę publiczną na podstawie prospektu emisyjnego zatwierdzonego w innym kraju Unii Europejskiej. Łącznie próba liczy 194 spółki.

Prezentacja wyników i dyskusja

Dane dotyczące liczby zatwierdzeń prospektów emisyjnych oraz przeprowadzonych w ich następstwie ofert publicznych potwierdzają istotne wahania w aktywności pierwotnego rynku akcji w Polsce. W szczytowym roku – 2007 – liczba zatwierdzeń oraz debiutów była niemal dwukrotnie wyższa (odpowiednio 59 i 62) niż w roku kolejnym (odpowiednio 34 i 31), gdy trwała fala spadków notowań giełdowych, a także pięciokrotnie wyższa niż w roku 2009 (odpowiednio 10 i 13), w którym przypadało minimum poziomu indeksu

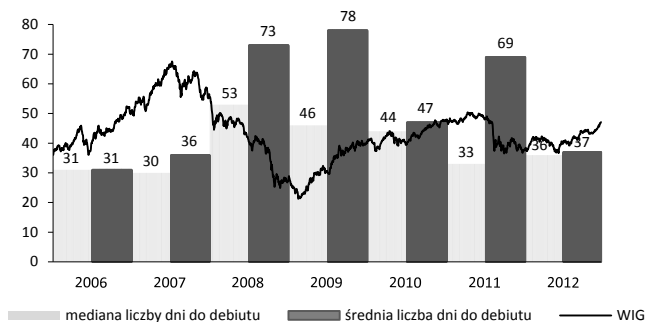


Rysunek 1. Liczba zatwierdzeń prospektów emisyjnych i liczba debiutów giełdowych w następstwie oferty publicznej w okresie styczeń 2006 – październik 2012 na tle indeksu WIG

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF i GPW.

WIG w analizowanym okresie. Po odbiciu koniunktury giełdowej, liczba zatwierdzeń i debitów wzrosła do poziomu odpowiednio 34 i 30 w 2010 roku, by ponownie spaść do liczby 14 w 2011, kiedy mieliśmy do czynienia z kolejną relatywnie dużą korektą notowań giełdowych. Dane dotyczące 2012 obejmują tylko 10 miesięcy, niemniej pomimo relatywnie dobrej sytuacji rynkowej, tego roku nie można raczej zaliczyć do udanych pod względem aktywności rynku pierwotnego.

Szybkość debiutu po zatwierdzeniu prospektu emisyjnego również wydaje się być związana z koniunkturą giełdową. W latach prosperity spółki debiutowały średnio około miesiąc po zatwierdzeniu prospektu emisyjnego. Okres ten istotnie się wydłużył w latach dekonunktury. Wzrosła też różnica między medianą a średnią liczbą dni od daty zatwierdzenia prospektu do momentu debiutu, co jest wynikiem wpływu obserwacji skrajnych, w przypadku których czas wyczekiwania na debiut sięgał aż 305 dni.



Rysunek 2. Czas (mediana oraz średnia liczba dni) między datą zatwierdzenia prospektu emisyjnego przez KNF a datą debiutu giełdowego w okresie styczeń 2006 – październik 2012 na tle indeksu WIG

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF i GPW.

Szczególnie interesujących wniosków dostarcza szczegółowa analiza lat 2008 i 2011. W pierwszej połowie 2008 roku, gdy skala spadków na rynku giełdowym była jeszcze relatywnie niewielka, spółki w większości debiutowały dość szybko, podczas gdy w drugiej połowie roku okres wyczekiwania po zatwierdzeniu prospektu istotnie się wydłużył. Jeszcze wyraźniejsza sytuacja w tym zakresie była w 2011 roku. Spółki wyraźnie spieszyły się by wykorzystać dobrą sytuację rynkową w pierwszej połowie roku (12–47 dni między zatwierdzeniem prospektu a debiutem). Natomiast spółki, których prospekt został zatwierdzony w drugiej połowie roku, kiedy miało miejsce kolejne tąpnięcie notowań giełdowych, debiutowały nierzadko z dużym opóźnieniem (50–264 dni między zatwierdzeniem prospektu a debiutem).

Na potrzeby niniejszego artykułu zbadano również statystyczny związek między długością okresu od zatwierdzenia prospektu emisyjnego do debiutu giełdowego a koniunkturą

turą giełdową. Tabela 1 prezentuje współczynniki korelacji pomiędzy długością okresu wyczekiwania na debiut a zmianą poziomu indeksu WIG w okresach: 1) od daty zatwierdzenia prospektu do daty rzeczywistego debiutu; 2) od daty zatwierdzenia prospektu do hipotetycznej daty debiutu; 3) od 21 dni przed zatwierdzeniem prospektu do hipotetycznej daty debiutu; 4) od 90 dni przed zatwierdzeniem prospektu do hipotetycznej daty debiutu. Za hipotetyczną datę debiutu przyjęto – w zależności od wersji badania – datę wynikającą z mediany lub średniej liczby dni oczekiwania na debiut w całej badanej populacji (odpowiednio 34 lub 48 dni).

Tabela 1

Współczynniki korelacji pomiędzy liczbą dni oczekiwania na debiut giełdowy a koniunkturą giełdową mierzoną zmianami indeksu WIG dla prospektów emisyjnych zatwierdzonych w okresie od 2006 do października 2012

Wersja badania	Liczba dni wyczekiwania na debiut a zmiana indeksu WIG w okresie od zatwierdzenia prospektu do rzeczywistej daty debiutu	Liczba dni wyczekiwania na debiut a zmiana indeksu WIG w okresie od zatwierdzenia prospektu do hipotetycznej daty debiutu	Liczba dni wyczekiwania na debiut a zmiana indeksu WIG w okresie od 21 dni przed zatwierdzeniem prospektu do hipotetycznej daty debiutu	Liczba dni wyczekiwania na debiut a zmiana indeksu WIG w okresie od 90 dni przed zatwierdzeniem prospektu do hipotetycznej daty debiutu
Hipotetyczna data debiutu wynikająca z mediany, tj. data zatwierdzenia + 34 dni	-0,08	-0,24	-0,30	-0,41
Hipotetyczna data debiutu wynikająca ze średniej, tj. data zatwierdzenia + 48 dni	-0,08	-0,14	-0,23	-0,35

Pogrubiona czcionka oznacza współczynnik istotny statystycznie przy poziomie istotności 5%.

Źródło: opracowanie własne.

Przeprowadzona analiza potwierdziła występowanie statystycznie istotnych ujemnych wskaźników korelacji, mierzących związek między długością okresu wyczekiwania na debiut giełdowy a sytuacją rynkową w okresie około daty zatwierdzenia prospektu. Zatem im niższa stopa zwrotu z indeksu WIG w okresie około daty zatwierdzenia prospektu, tym przeciętnie dłuższy czas wyczekiwania na debiut giełdowy. Zależność ta jest najsilniejsza przy wydłużeniu okresu retrospekcji do 90 dni przed datą zatwierdzenia prospektu i obserwacji zmian indeksu do 34 dni po tej dacie.

Kwestią otwartą pozostaje, w jakim stopniu zwłoka z debiutem w czasie gorszej koniunktury jest powodowana decyzjami menedżerów spółek, czekających na lepszą wycenę akcji, a na ile wynika z czynników zewnętrznych i trudności w ogóle w uplasowaniu publicznej oferty akcji w czasie turbulencji rynkowych. Spadek bezwzględnej wartości współczynnika korelacji w sytuacji, gdy koniunktura giełdowa nie jest mierzona przed datą zatwierdzenia prospektu, a także dalszy spadek zależności, gdy okres obserwacji rynku wydłuża się po dacie zatwierdzenia, mogą sugerować, iż w bieżące czynniki zewnętrzne, dotyczące możliwości uplasowania oferty mają mniejsze znaczenie niż decyzje menedżerskie. Łatwość plasowania akcji zależy bowiem przede wszystkim od sytuacji rynkowej w czasie trwania samej oferty publicznej, czyli już po dacie zatwierdzenia prospektu. Natomiast decyzje menedżerskie w większym stopniu mogą być zależne od koniunktury w okresie bezpośrednio poprzedzającym datę zatwierdzenia prospektu.

Płotnicki i Szyszka⁵ sugerują, że w tym przypadku menedżerowie mogą przejawiać tzw. efekt dyspozycji, przypisywany dotychczas inwestorom giełdowym⁶. Polega on na szybkim realizowaniu zysków oraz na zbyt długim utrzymywaniu otwartych pozycji, które generują straty. Efekt dyspozycji związany jest z udokumentowanym w psychologii efektem kotwiczenia⁷ oraz znajduje swoje uzasadnienie w teorii perspektywy Kahnemana i Tversky'ego⁸, która przewiduje, że funkcja użyteczności (wartościująca) decydentów jest wklęsła w obszarze zysków oraz wypukła w obszarze strat.

Można wysunąć przypuszczenie, że menedżerowie w okresie bezpośrednio poprzedzającym datę zatwierdzenia prospektu obserwują koniunkturę giełdową i na tej podstawie metodą porównawczą wyceniają akcje własnej spółki, przy okazji „kotwicząc”, tj. przyzwyczajając się mentalnie do określonej ich wartości. Gdy po zatwierdzeniu prospektu rynek jest rosnący, a co za tym idzie – możliwe do uzyskania wyceny akcji są coraz lepsze, menedżerowie spieszą się zrealizować „zyski” i starają się możliwie szybko debiutować na giełdzie. Jednak w przypadkach, gdy dochodzi do załamania koniunktury i bieżąca rynkowa wycena akcji jest niższa niż wypracowana w świadomości menedżerów „kotwica”, wówczas do głosu dochodzi silna awersja do realizacji „straty”, która skłania menedże-

⁵ M. Płotnicki, A. Szyszka: *IPO market timing. The evidence of the disposition effect among corporate managers*, Working Paper, 2013, www.e-wydawnictwo.eu.

⁶ H. Shefrin, M. Statman: *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence*, „Journal of Finance” 1985, No. 40, s. 777–790; A. Szyszka: *Wycena papierów wartościowych na rynku kapitałowym w świetle finansów behawioralnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007; A. Szyszka: *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009.

⁷ D. Kahneman, A. Tversky: *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, „Science” 1974, No. 185, s. 1124–1131; G. Chapman, E. Johnson: *The Limits of Anchoring*, „Journal of Behavioral Decision Making” 1994, No. 7, s. 223–242; F. Strack, T. Mussweiler: *Explaining the Enigmatic Anchoring Effect: Mechanism of Selective Accessibility*, „Journal of Personality and Social Psychology” 1997, No. 73, s. 437–446.

⁸ D. Kahneman, A. Tversky: *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*, „Econometrica” 1979, No. 47, s. 263–292.

rów do odwlekania publicznej oferty i debiutu w nadziei na odbicie rynku i lepszą wycenę w przyszłości.

Podsumowanie

Przeprowadzone badania potwierdziły występowanie istotnych wahań w aktywności pierwotnego rynku akcji i jego zależność od ogólnej sytuacji rynkowej. Nowym elementem, na jaki zwrócono uwagę w niniejszym artykule, jest w szczególności powiązanie szybkości procesu upublicznienia spółki z koniunkturą giełdową.

Wyniki analiz potwierdziły hipotezę badawczą postawioną na wstępie. W czasach prosperity po otrzymaniu zgody KNF na przeprowadzenie oferty publicznej, spółki debiutują istotnie szybciej niż w okresach dekonunktury. W badanej próbie wykazano statystycznie istotną ujemną korelację między liczbą dni od zatwierdzenia prospektu do debiutu giełdowego a stopą zwrotu z indeksu WIG w okresach przypadających około daty zatwierdzenia.

Kwestią nierozstrzygniętą pozostaje, na ile zaobserwowane zjawisko jest efektem świadomych działań menedżerów debiutujących spółek, a w jakim stopniu wynika z narzucanych czynników zewnętrznych. Istnieją jednak przesłanki na to, iż przy podejmowaniu decyzji o wyznaczeniu terminów przeprowadzenia publicznej oferty akcji i debiutu giełdowego menedżerowie mogą być podatni na czynniki psychologiczne, podobne do tych, które u inwestorów odpowiadają za tzw. efekt dyspozycji.

Literatura

- Brau J., Fawcett S.: *Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice*, „Journal of Finance” 2006, No. 61.
- Chapman G., Johnson E.: *The Limits of Anchoring*, „Journal of Behavioral Decision Making” 1994, No. 7.
- Derrien F.: *Initial public offerings*, [w:] *Behavioral Finance*, red. H.K Baker, J. Nofsinger, Hoboken, John Wiley & Sons, NJ 2010.
- Graham J.R., Harvey C.R.: *The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field*, „Journal of Financial Economics” 2001, No. 60.
- Helwege J., Liang N.: *Initial public offerings in hot and cold markets*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2004, No. 39.
- Ibbotson R., Jaffe J.: *Hot issue markets*, „Journal of Finance” 1975, No. 30.
- Ibbotson R., Sindelar J., Ritter J.: *Initial Public Offerings*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1988, No. 1.
- Kahneman D., Tversky A.: *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, „Science”, 1974, No. 185.
- Kahneman D., Tversky A.: *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*, „Econometrica” 1979, No. 47.

- Lerner J.: *Venture capitalists and the decision to go public*, „Journal of Financial Economics” 1994, No. 35.
- Loughran T., Ritter J., Rydqvist K.: *Initial public offerings: International insights*, „Pacific-Basin Finance Journal” 1994, No. 2.
- Pagano M., Panetta F., Zingales L.: *Why do companies go public? An empirical analysis*, „Journal of Finance” 1998, No. 53.
- Płotnicki M., Szyszka A.: *IPO market timing. The evidence of the disposition effect among corporate managers*, Working Paper, 2013, www.e-wydawnictwo.eu.
- Ritter J.: *The “hot issue” market of 1980*, „Journal of Business” 1984, No. 57.
- Shefrin H., Statman M.: *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence*, „Journal of Finance” 1985, No. 40.
- Strack F., Mussweiler T.: *Explaining the Enigmatic Anchoring Effect: Mechanism of Selective Accessibility*, „Journal of Personality and Social Psychology” 1997, No. 73.
- Szyszka A.: *Wycena papierów wartościowych na rynku kapitałowym w świetle finansów behawioralnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007.
- Szyszka A.: *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009.
- Szyszka A.: *Teoria a praktyka finansów przedsiębiorstw. Wyniki badań ankietowych*, Working Paper, 2013, www.e-wydawnictwo.eu.

prof. nadzw. SGH, dr hab. Adam Szyszka
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Kolegium Gospodarki Światowej

Streszczenie

Artykuł poświęcony jest zjawisku wahań w aktywności pierwotnego rynku akcji. W szczególności zwraca uwagę na zależność między szybkością procesu upublicznienia spółki a bieżącą koniunkturą giełdową.

W pierwszej kolejności dokumentuje się liczbę zatwierdzeń prospektów emisyjnych oraz debiutów giełdowych w następstwie publicznych ofert akcji na tle zmian indeksu WIG w latach 2006–2012. Dalej analizuje się długości okresów między datami zatwierdzeń prospektów a datami debiutów. W czasach prosperity po otrzymaniu zgody KNF na przeprowadzenie oferty publicznej spółki debiutują istotnie szybciej niż w okresach dekonunktury. W badanej próbie występuje statystycznie istotna ujemna korelacja między liczbą dni od zatwierdzenia prospektu do debiutu giełdowego a stopą zwrotu z indeksu WIG w okresach przypadających około daty zatwierdzenia.

Istnieją przesłanki wskazujące, iż przy podejmowaniu decyzji o przeprowadzeniu publicznej oferty akcji i dacie debiutu giełdowego menedżerowie są podatni na czynniki psychologiczne, podobne do tych, które u inwestorów odpowiadają za tzw. efekt dyspozycji.

THE SPEED OF INITIAL PUBLIC OFFERING AND THE MARKET CONJUNCTURE**Summary**

This paper is dedicated to clustering of Initial Public Offerings (IPOs) and market timing by managers. Particularly, the author tries to connect the speed of the IPO process with the concurrent market conjuncture.

First, the number of prospectus approvals and the number of following IPOs are documented and compared to changes in the market index (WIG) in the period 2006–2012. Later, the focus shifts to the length of a period between the prospectus approval date and the IPO date. In prosperity periods, after receiving the prospectus approval, firms go public considerably faster than in worse periods. There is a significant negative correlation between the number of days from the approval date till the IPO date, and the market return in the periods around the approval date.

There are some hints that corporate managers are subject to similar psychological biases and inclinations when making the decision about going public, as investors selling stocks from their portfolio and exhibiting the disposition effect.

