

Reakcje cen po wprowadzeniu akcji na NewConnect w ujęciu krótko i długookresowym

Dominika Fijałkowska, Michał Muszyński, Marek Pauka

Katedra Finansów

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Cel badań

- Celem badań jest analiza skorygowanych stóp zwrotu po wprowadzeniu akcji na rynek alternatywny GPW w Warszawie i sprawdzenie, czy istnieją zależności między zachowaniem cen akcji a strukturą organów statutowych, charakterystykami emisji oraz podstawowymi wskaźnikami finansowymi emitentów.
- Próba obejmowała spółki, które weszły na NewConnect w okresie od 2007 do 2011 roku (na początku 369 spółek).

Ponadprzeciętne stopy zwrotu - teoria

Zjawisko ponadprzeciętnych stóp zwrotu (underpricingu) w odniesieniu do pierwszej oferty publicznej (IPO - Initial Public Offering) emitentów notowanych na rynkach regulowanych jest szeroko analizowane w literaturze światowej.

Badania teoretyczne, które wyjaśniają przyczyny oraz skutki niedowartościowania akcji na rynku wtórnym można podzielić na 4 grupy:

- **Teorie asymetrii informacji** (Amihud i in. 2003, Baron, Holmström 1980, Rock 1986, Welch 1989),
- **Teorie instytucjonalne** (Hensler 1995, Hughes, Thakor 1992, Tinic 1998),
- **Teorie behawioralne** (Ljungqvist i in. 2006, Ritter 1991, Welch 1992),
- **Teorie ładu korporacyjnego** (Brennan, Franks 1997, Pagano i in. 1998, Zingales 1995).

Krótkookresowe ponadprzeciętne stopy zwrotu – wyniki badań empirycznych

W krótkim okresie ponadprzeciętne stopy zwrotu akcji są liczone jako prosta nadwyżkowa (lub skorygowana) stopa zwrotu z pierwszego dnia lub kilku pierwszych dni notowań w stosunku do ceny oferowanej.

Badania empiryczne pokazują, że w krótkim okresie akcje osiągają ponadprzeciętne pozytywne stopy zwrotu (underpricing):

- **analiza IPO 15 krajów europejskich w latach 1995 – 2004 pokazuje, że średni underpricing wynosi 22%**, z najwyższą wartością dla Grecji (46,52%) i najniższą dla Turcji (4,72%) (Gajewski, Gresse 2006),
- **w krajach wschodzących średni underpricing osiąga znacznie wyższe wartości**, np.: dla Malezji 166.6% (Dawson 1987), Brazylii 78.5% (Aggarwal i in. 1993) i Tajlandii 58.1% (Wethyavivorn, Koo-Smith 1991).

Długookresowe ponadprzeciętne stopy zwrotu – wyniki badań empirycznych

W długim horyzoncie czasowym szacowane są skorygowane stopy zwrotu w stosunku do ceny oferowanej akcji w okresie do 6 lat po debiucie.

Badania empiryczne pokazują, że osiągane są zarówno dodatnie, jak i ujemne średnie stopy zwrotu dla rynków akcji:

- **w Stanach Zjednoczonych** średnie stopy zwrotu po 3 latach od IPO osiągały poziom 33,6% (Cusatis i in. 1993), ale po 6 latach wynik wyniósł -33,3% (Loughran 1993),
- **w Europie**, przez pierwsze trzy lata po IPO średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu liczona BHAR wyniosła 0,87%, natomiast liczona CAR 87,19%, z istotnymi różnicami pomiędzy poszczególnymi krajami (Gajewski, Gresse 2006).

Krótko i długookresowe ponadprzeciętne stopy zwrotu akcji na rynku regulowanym GPW w Warszawie

Pierwszy okres rozwoju GPW (lata 1991 – 1998/1999) – jednodniowej stopy zwrotu i trzyletniej BHAR po IPO:

- 38.5% , -12.2% (Aussenegg 2000) ,
- 27.4% , -37.8% (Jelic, Briston 2003),
- 54.4% , -24.4% (Lyn, Zychowicz 2003).

Drugi okres rozwoju GPW (po 1999 roku):

- 15.78% dla jednodniowej stopy zwrotu i -22.6% dla trzyletniej BHAR (Jewartoski, Lizińska 2012),
- 14.2% dla jednodniowej stopy zwrotu i 4.2% dla jednorocznej BHAR (Sieradzki 2012).

Struktura organów statutowych a efektywność

- organy statutowe mają na celu rozwiązywać problem agent – pryncypał (problem agencji) pomiędzy kadrą zarządzającą a właścicielami (akcjonariuszami) firmy i zwiększać wartość dla akcjonariuszy (Fama, Jensen 1983),
- u zbyt licznych organów statutowych może wystąpić problem jeźdźca na gapę i konflikty grupowe (Adams i in. 2009, Holmstrom 1982),
- mniej liczne organy są bardziej efektywne z uwagi na ograniczenie problemów decyzyjnych i koordynacyjnych (Lipton, Lorsh 1992 i Jensen 1993, Hermalin, Weisbach 2003),
- wśród większych i bardziej złożonych firm zazwyczaj występuje większe zapotrzebowanie na ekspertów i doradców, stąd większe organy mogą okazać się bardziej efektywne (Pfeffer 1972, Booth, Deli 1996, Coles, Naveen, Naveen 2008).
-

Struktura organów statutowych – badania empiryczne

- negatywna relacja między wartością firmy a liczebnością organów statutowych (Yermack 1996, Eisenberg i in. 1998, Mak, Kusandi 2005),
- pozytywna relacja między wartością firmy a liczebnością organów statutowych (Zahra, Stanton 1988, Haniffa, Hudaib 2006, Coles i in. 2008, Setia – Atmaja 2008),
- negatywna relacja między underpricingiem a liczebnością organów statutowych (Carter i in. 1998, Certo i in. 2001, Darmadi, Gunawan 2013),
- pozytywna relacja między underpricingiem a liczebnością organów statutowych (Hearn 2011)
- brak istotnych relacji między underpricingiem a liczebnością organów statutowych (Howton i in. 2001, Lin, Chuang 2011, Yatim 2011).

Udział w strukturze własności członków organów statutowych

-
- udział w akcjonariacie członków organów statutowych może ograniczyć konieczność stosowania monitoringu - **efekt powiązania wynagrodzenia menedżerów z celami akcjonariuszy** (*incentive-alignment effect*) i pozytywnie wpłynąć na tworzenie wartości dla właścicieli (Jensen and Meckling 1976),
- gdy członkowie są znaczącymi akcjonariuszami i posiadają istotną część kapitału własnego firmy, wówczas mogą wystąpić **prywatne korzyści kontroli** (McConnell, Servaes, 1990; Morck i in., 1988, Fama, Jensen 1983, Peasnell, Pope, Young 2003).

•

•

Udział w strukturze własności członków organów statutowych – badania empiryczne

- wyniki firmy są pozytywnie skorelowane z udziałem dyrektorów w kapitale własnym (Mehran 1995),
- relacja między udziałem członków w akcjonariacie, wynikami i wartością firmy jest nieliniowa (Morck i in. 1988, Mueller, Spitz 2001, Coles, Lemmon i Meschke 2012),
- pozytywna relacja pomiędzy udziałem członków w akcjonariacie a długookresową stopą zwrotu z IPO (Seyhun 1986, Yermack 1997),
- brak istotnych relacji między własnością członków a underpricingiem (Wu and Hsu 2012),
- Leland i Pyle (1977) udowodnili, że udział członków w akcjonariacie może być sygnałem jakości firmy.

Koncentracja/rozproszenie akcjonariatu

- właściciele dużych pakietów akcji zazwyczaj charakteryzują się większą skłonnością monitorowania zarządzających (Agrawal, Mandelker 1990), co redukuje problem agencji w firmach publicznych,
- znaczący akcjonariusze mogą wpłynąć na zmiany strategii zarządzających (restrukturyzacji) w celu zwiększenie wartości firmy (m.in.:Berle, Means 1932, Demsetz, Lehn 1985, Shleifer, Vishny 1986, Admati, Pfleiderer, Zechner 1994, Bolton, von Thadden 1998, Kahn, Winton 1998, Maug 1998, Gorton, Kahl 2008),
- negatywna relacja między underpricingiem a rozproszeniem akcjonariatu (Bodnaruk, Kandel Massa, Simonov 2005),
- brak istotnych zależności między underpricingiem a występowaniem znaczących akcjonariuszy (Feen , Sheehan 2002, Darmadi, Gunawan 2013).
-
-

Hipotezy badawcze

H1: Istnieje pozytywna korelacja pomiędzy liczebnością organów statutowych a stopą zwrotu w krótkim i długim okresie po IPO

H2: Istnieje negatywna korelacja pomiędzy udziałem w akcjonariacie członków organów statutowych a stopą zwrotu w krótkim i długim okresie po IPO

H3: Istnieje negatywna korelacja pomiędzy udziałem rozproszonego akcjonariatu a stopą zwrotu w krótkim i długim okresie po IPO

Charakterystyka rynku NewConnect

Wybrane dane dla rynku regulowanego i nieregulowanego akcji
Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2007 – 2013

	Rok	2013*	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Rynek regulowany	Debiuty	12	19	38	34	13	33	81
	Stopa zwrotu z indeksu WIG (%)	9,16	26,24	-20,83	18,77	46,85	-51,07	10,39
NewConnect	Debiuty	36	89	172	86	26	61	24
	Stopa zwrotu z indeksu NC Index (%)	-6,03	-20,09	-34,39	27,65	30,14	-73,51	44,17
	Średnia liczb inwestorów w private placement	bd	bd	22	19	15	27	9

Na dzień 31.08.2013

Źródło: www.gpw.pl, www.newconnect.pl

Charakterystyka rynku NewConnect

- **mediana wieku spółek wyniosła 5 lat,**
- **pozyskiwany kapitał w ramach nowych emisji wynosiła przeciętnie ok. 3.2 mln zł, jednak połowa emisji nie przekraczała 1.5 mln zł (mediana),**
- **autoryzowani doradcy byli zaangażowani kapitałowo w 1/3 przypadków spółek, którym świadczyli usługi AD,**
- **w 49% przedsiębiorstw wśród inwestorów powyżej 5% występowały instytucje finansowe, często jednak jako wehikuły inwestycyjne powiązane z dotychczasowymi właścicielami albo z autoryzowanymi doradcami lub reprezentujący interesy relatywnie małych funduszy venture capital o nastawieniu spekulacyjnym,**
- **87% przedsiębiorstw, przed wprowadzeniem akcji na NC, emitowało nowe akcje w ramach kolejnych emisji, przy czym ceny emisyjne były różne, najczęściej kilkakrotnie przewyższały te z pierwszych emisji. Sytuacja ta była wyjaśniana przez emitentów wyższym ryzykiem inwestowania w start-upy.**

•

Próba badawcza i bazy danych

Próba badawcza obejmuje spółki, które weszły na NewConnect w latach 2007 – 2011.

W pierwotnej próbie znalazło się 369 emitentów (na podstawie list debiutów z lat 2007 – 2011 ze strony NC).

Następnie 67 spółek zostało wyeliminowanych z uwagi na:

- charakter publiczny oferty,
- przeniesienie notowań emitenta z innego rynku bez nowej emisji akcji i bez publikacji dokumentu informacyjnego,
- brak dokumentu informacyjnego,
- brak wszystkich danych w dokumencie informacyjnym.

Ostatecznie analizie danych poddano 302 emitentów i zebrano 6926 obserwacji.

Próba badawcza i bazy danych

Do analizy dane pozyskano z następujących źródeł:

- dane finansowe emitentów – dostawca Notoria Service przez ISI Emerging Markets Information Service,
-
- notowania akcji emitentów – dostawca GPW przez stronę internetową DM BOŚ S.A.,
-
- dane dotyczące emisji akcji, kapitału własnego, struktury akcjonariatu i organów statutowych emitentów zostały zebrane ręcznie z dokumentów informacyjnych (ze strony NC lub emitenta).
-

Zmienne zależne

- Zmiennymi zależnymi są nadwyżkowe stopy zwrotu w relacji do ceny oferowanej akcji (U_{1d} , U_{1m} , U_{6m} , U_{1y}). Obliczenia zostały przeprowadzone dla 4 horyzontów czasowych: 1 dzień, 1 miesiąc, 6 miesięcy, 1 rok po debiucie spółki na NC.
-
- Stopy zwrotu dla pierwszego dnia notowań zostały obliczone jako proste stopy zwrotu skorygowane o NC Index.
- Dla 1 miesiąca, 6 miesięcy i 1 roku od debiutu stopy zwrotu akcji zostały oszacowane za pomocą kup – i – trzymaj skorygowanej stopy zwrotu (buy-and-hold adjusted returns (BHAR)), benchmark: NC Index.
-
-
-

Zmienne niezależne

Do analizy danych użyto modeli regresji oszacowanych przy pomocy metody najmniejszych kwadratów (OLS -ordinary least squares regression).

Do weryfikacji hipotez, przyjęto trzy zmienne określające:

- **liczebność organów statutowych (RN + Z)** - Num_Bod,
- **udział członków RN i Z w akcjonariacie (%)** - Share_BoD,
- **rozproszenie akcjonariatu (%)** – FreeFloat.

Zmienne niezależne

• %akcji w rękach inwestorów instytucjonalnych	Share_of_Inst
• Zmienna sztuczna: 1 – inwestor instytucjonalny w akcjonariacie, 0 – brak inwestora instytucjonalnego w akcjonariacie	Inst_exist
• Zmienna sztuczna: 1 – jest lock-up, 0 – brak lock - up	LockUp
• Ln sumy aktywów w roku debiutu	Assets
• Ln sumy pasywów w roku debiutu	Liabilities
• Ln przychodów w roku debiutu	Revenues
• Ln zysku netto w roku debiutu	Net_profit
• Ln przepływów pieniężnych netto w roku debiutu	Cash_Flow
• Zwrot z aktywów w roku debiutu	ROA
• Zwrot z zysku netto w roku debiutu	ROE
• Wskaźnik płynności bieżącej w roku debiutu	CR
• Zysk netto na akcję w roku debiutu	EPS
• Wartość księgowa na akcję w roku debiutu	BV
• Liczba serii akcji wprowadzonych na NC dniu debiutu	Num_Iss
• Liczba serii akcji wyemitowanych w okresie 2 lat przed debiutem na NC	Iss_2Y_before
• Liczba serii akcji w pierwszym roku po debiucie	Iss_1Y_after

Statystyki opisowe – zmienne zależne

Variable	Mean	Median	Minimum	Maximum
U1d_mp	0.283030	0.101601	-4.75533	9.34335
U_1m_mp	0.177205	0.0583973	-4.79083	8.70046
U_6m_mp	0.0931343	0.0349066	-4.67229	7.55533
U_1y_mp	-0.0266221	0.00213664	-5.43430	6.17818

Statystyki opisowe – zmienne niezależne

Variable	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std. Dev.
FreeFloat	0.178288	0.158100	0.000000	0.812200	0.132923
Share_of_Inst	0.206757	0.0285000	0.000000	1.00000	0.288061
Num_BoD	6.93355	7.00000	1.00000	11.0000	1.12052
Share_BoD	0.614516	0.668100	0.000000	1.00000	0.284255
Assets	17726.3	7532.34	130.000	448791.	41254.6
Liabilities	8676.20	2181.77	0.000000	335121.	25636.9
Revenues	16116.8	4588.69	0.000000	395980.	38199.4
Net_profit	221.181	176.290	-15137.0	21090.3	2942.09
Cash_Flow	857.908	110.400	-6485.00	17672.8	2866.74
ROA	-0.0306844	0.0253000	-1.64460	1.92010	0.320253
ROE	-0.0377047	0.0445000	-1.88270	1.36290	0.419885
CR	2.31369	1.69590	0.000000	9.93280	2.09003
EPS	0.114554	0.0186000	-5.62440	6.64850	0.893667
BV	1.81724	0.664600	-0.341900	34.6260	3.85474
Num_Iss	2.40864	2.00000	1.00000	12.0000	1.41036
Iss_2Y_before	2.46179	2.00000	0.000000	9.00000	1.50644
Iss_1Y_after	0.760797	0.000000	0.000000	5.00000	0.950048

Wyniki regresji – cała próba badawcza

	U1d	U_1m
const	0.4560** (0.09496)	0.3234** (0.1011)
LockUp	-0.2763** (0.1368)	-0.2602* (0.1456)
Assets	9.009e-06** (2.941e-06)	9.093e-06** (3.130e-06)
Liabilities	-1.054e-05** (4.624e-06)	-1.025e-05** (4.922e-06)
Net_profit	5.940e-05** (2.396e-05)	7.627e-05** (2.551e-05)
Cash_Flow	-4.956e-05** (2.346e-05)	-4.228e-05* (2.498e-05)
BV	-0.05577** (0.01765)	-0.05229** (0.01879)
n	302	302
R ²	0.0966	0.0920
lnL	-466.2	-485

	U_6m	U_1y
const	0.3183** (0.1450)	0.2605* (0.1491)
Assets	1.136e-05** (3.120e-06)	1.245e-05** (3.209e-06)
Liabilities	-1.284e-05** (4.898e-06)	-1.422e-05** (5.038e-06)
Net_profit	5.155e-05* (2.978e-05)	6.819e-05** (3.063e-05)
ROA	0.4852* (0.2587)	0.5757** (0.2661)
BV	-0.04849** (0.01862)	-0.04101** (0.01915)
Numblss	-0.09313* (0.05012)	-0.1281** (0.05155)
n	301	301
R ²	0.1233	0.1568
lnL	-480.8	-489.2

Błąd standardowy w nawiasie

* 10% poziom istotności

** 5% poziom istotności

Wyniki regresji dla emitentów z lock - up

	U1d_mp		U_1m_mp		U_6m_mp		U_1y_mp
const	0.5008**	const	0.6831**	const	0.7468**	const	0.5851**
	(0.1721)		(0.2573)		(0.2602)		(0.2766)
Assets	1.136e-05**	Share_BoD	-0.6831**	Share_BoD	-0.7465**	Share_BoD	-0.6066**
	(2.361e-06)		(0.3185)		(0.3267)		(0.3472)
Liabilities	-1.647e-05**	Assets	1.224e-05**	Assets	1.477e-05**	Assets	1.573e-05**
	(5.076e-06)		(2.681e-06)		(2.715e-06)		(2.886e-06)
BV	-0.04137**	Liabilities	-1.554e-05**	Liabilities	-1.566e-05**	Liabilities	-1.496e-05**
	(0.01925)		(5.726e-06)		(5.806e-06)		(6.172e-06)
Iss2Ybefore	-0.1510**	Iss2Ybefore	-0.1345**	ROA	0.7772**	ROA	0.8538**
	(0.06028)		(0.06734)		(0.2902)		(0.3085)
n	121	n	121	Numblss	-0.1395**	Numblss	-0.1759**
R ²	0.2306	R ²	0.2073		(0.06520)		(0.06931)
lnL	-153.5	lnL	-168.2	n	121	n	121
				R ²	0.3007	R ²	0.3144
				lnL	-169.5	lnL	-176.9

Błąd standardowy w nawiasie

* 10% poziom istotności

** 5% poziom istotności

Wyniki regresji dla emitentów z inwestorem instytucjonalnym w akcjonariacie

	U1d		U_1m		U_6m		U_1y
const	0.7007** (0.2198)	const	0.8464** (0.2341)	const	0.8818** (0.2743)	const	0.3351 (0.2254)
Share_BoD	-0.5980* (0.3499)	Share_BoD	-0.8367** (0.3585)	Share_BoD	-0.8290** (0.3441)	Share_BoD	-0.7653** (0.3582)
Net_profit	0.0001315** (4.687e-05)	Net_profit	7.602e-05* (4.580e-05)	ROE	0.6071** (0.2391)	Net_profit	0.0001002** (4.464e-05)
Cash_Flow	-5.747e-05* (3.313e-05)	Cash_Flow	-6.089e-05* (3.404e-05)	Iss2Ybefore	-0.1294* (0.06558)	ROA	0.7126* (0.3748)
EPS	-0.3127** (0.1412)	ROA	0.6560* (0.3728)	n	160	n	160
n	160	BV	-0.05599** (0.02467)	R ²	0.0993	R ²	0.1164
R ²	0.0768			lnL	-260.5	lnL	-267
lnL	-261.2	n	160				
		R ²	0.1075				
		lnL	-264.3				

Błąd standardowy w nawiasie

* 10% poziom istotności

** 5% poziom istotności

Wyniki

- wartość underpricingu (ponadprzeciętnej dodatniej stopy zwrotu dla pierwszego dnia notowań) dla NC jest prawie dwa razy większa niż dla rynku regulowanego (por. Jewartowski, Lizińska 2012 i Sieradzki 2012),
- skorygowane stopy zwrotu dla NC w okresie od 1 miesiąca do 1 roku po debiucie osiągają porównywalne wartości jak na rynku regulowanym (por. Sieradzki 2012),
-
- w dniu debiutu średni free float dla próby badawczej wyniósł 17,83%, co potwierdza wysoki poziom koncentracji akcjonariatu, dla emitentów na rynku głównym wartość ta wynosi 36.21%, (Bohdanowicz 2012).
-

Wyniki

- średni udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie emitentów rynku NC (20,67%) jest prawie dwa razy wyższy niż rynku regulowanego (11,50%, Bohdanowicz 2011), należy jednak podkreślić, że dane te nie są porównywalne ze względu na charakter i specyfikę inwestorów na NC,
- w porównaniu z London AIM, średnia liczebność organów statutowych emitentów NC (6,93) jest wyższa niż na londyńskim (średnia AIM 5.3 Wu, Hsu 2012), ale niższa niż na rynku głównym GPW, która wynosi 8.98 (Bohdanowicz 2011),
- emitenci NC charakteryzują się wysokim udziałem w akcjonariacie członków organów statutowych, średnia dla tej wielkości wynosi 61.45 i jest dwa razy wyższa niż na londyńskim AIM (Wu, Hsu 2012).
-
-

Wyniki

Dla całej próby badawczej żadna hipoteza nie została potwierdzona.

Dla emitentów, u których został ustanowiony lock – up:

- **istotna negatywna korelacja między udziałem w akcjonariacie członków RN i Z a stopą zwrotu dla 1 miesiąca, 6 miesięcy i 1 roku po debiucie (potwierdzenie H2)**
- istotna negatywna korelacja między liczbą wyemitowanych serii akcji na 2 lata przed debiutem a stopą zwrotu dla 1 dnia i 1 miesiąca po debiucie,
- istotna negatywna korelacja między liczbą wyemitowanych serii akcji w pierwszym roku po debiucie a stopą zwrotu dla 6 miesięcy i 1 roku po debiucie,
- istotna pozytywna korelacja między ROA a stopą zwrotu dla 6 miesięcy i 1 roku po debiucie,

Dla emitentów, w których akcjonariacie występuje inwestor instytucjonalny:

- **istotna negatywna korelacja między udziałem w akcjonariacie członków RN i Z a stopą zwrotu dla 1 dnia, 1 miesiąca, 6 miesięcy i 1 roku po debiucie (potwierdzenie H2),**
- istotna pozytywna korelacja między ROA a stopą zwrotu dla 1 miesiąca, 6 miesięcy i 1 roku po debiucie.
-

Wnioski

Istotna negatywna korelacja między udziałem w akcjonariacie członków RN i Z a stopą zwrotu w krótkim i długim horyzoncie czasu po debiucie (potwierdzenie H2):

- ustanowienie lock up oraz występowanie inwestora instytucjonalnego w akcjonariacie może służyć do redukcji poziomu niepewności *ex - ante* i w konsekwencji pozwolić na ustalenie ceny oferowanej akcji na relatywnie wyższym poziomie dzięki sygnalizowaniu wyższej jakości oferowanych akcji (Beatty, Ritter 1986, Ritter, Welch 2002),
- z uwagi na posiadanie istotnych pakietów akcji przez członków RN i Z nie występuje koniczność zaniżenia ceny oferowanej akcji. Według dotychczasowych badań zaniżanie ceny oferowanej akcji może mieć na celu pozyskanie rozproszonego akcjonariatu, aby ograniczyć ryzyko utraty korzyści z tytułu kontroli przez dotychczasowych właścicieli, często założycieli firmy (Brennan, Franks 1997, Shleifer, Vishny 1986, Grossman, Hart 1980).

Wnioski

Negatywna korelacja między liczbą wyemitowanych serii akcji na 2 lata przed debiutem a stopą zwrotu dla 1 dnia i 1 miesiąca po debiucie:

- negatywny sygnał dla inwestorów, może świadczyć o ryzyku sprzedaży dużych pakietów akcji na rynku wtórnym przez dotychczasowych akcjonariuszy.

Negatywna korelacja między liczbą wyemitowanych serii akcji w pierwszym roku po debiucie a stopą zwrotu dla 6 miesięcy i 1 roku po debiucie:

- negatywny sygnał dla inwestorów, wprowadzanie kolejnych serii akcji w krótkim okresie po debiucie może świadczyć o niedoszacowaniu przez zarząd kapitału potrzebnego do rozwoju firmy lub niedoszacowaniu kosztów prowadzonej działalności firmy .

Pozytywna korelacja między ROA a stopą zwrotu dla 1 miesiąca, 6 miesięcy i 1 roku po debiucie

- nadmierny optymizm inwestorów lub zawyżanie wyników finansowych przez emitentów (Teoh i in. 1998, Huang, Lin 2007, Jewartowski, Lizińska 2012).

-

Propozycje dalszych badań

- sprawdzenie, czy na stopy zwrotu w relacji do ceny oferowanej ma wpływ poziom ceny oferowanej, czy zmiana cen akcji na rynku wtórnym (czy jest to decyzja emitenta, czy zachowanie się inwestorów na rynku wtórnym),
- dodanie kolejnych zmiennych z zakresu ładu korporacyjnego (kompozycja organów statutowych, jakość przekazywanych informacji przez emitentów),
- dodanie kolejnych zmiennych z zakresu analizy pozyskiwania kapitału – czy cele emisji zostały zrealizowane, na co zostały przeznaczone pozyskane środki,
- ocena sytuacji finansowej emitentów po roku (dwóch) i jej wpływu na stopy zwrotu (czy miało miejsce manipulowanie wynikami przed debiutem),
- sprawdzenie, czy relacja stóp zwrotu i zmiennych z zakresu ładu korporacyjnego ma charakter nieliniowy.

Dziękujemy za uwagę!

fijalkowskadominika@gmail.com

marek.pauka@ue.wroc.pl