

Katarzyna Mamcarz

Niedoszacowanie ceny emisyjnej akcji w pierwszej ofercie publicznej jako instrument sygnalizacji

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 45/1, 151-160

2011

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

KATARZYNA MAMCARZ

*Niedoszacowanie ceny emisyjnej akcji
w pierwszej ofercie publicznej jako instrument sygnalizacji*

IPO-underpricing as a signalling instrument

Wstęp

Rynek kapitałowy jest miejscem transakcji między w nierównym stopniu poinformowanymi jego uczestnikami. Zjawisko to, określane mianem asymetrii informacji, oddziałuje negatywnie na funkcjonowanie tego rynku. Dotyczy to zwłaszcza relacji na rynku pierwotnym akcji, gdy zarząd, posiadający pełną informację o stanie i perspektywach rozwoju spółki, nie przekazuje jej inwestorom. W interesie spółki leży, by zarząd zwiększył zasób informacji posiadanych przez akcjonariuszy, gdyż w dłuższej perspektywie czasowej mogliby oni odejść do spółek konkurencyjnych. Służą temu m.in. podejmowane w różnych obszarach finansowych spółki, działania zarządu, które oznaczają nowe informacje dla uczestników rynku akcji. Są to tzw. instrumenty sygnalizacji¹. Przy ich pomocy zarząd komunikuje rynkowi kapitałowemu pozytywne oczekiwania co do rozwoju spółki, dostarczając nowych informacji o jej kondycji ekonomicznej i perspektywach rozwoju. Jest to sposób pośredniej komunikacji z inwestorami.

Wśród instrumentów sygnalizacji wymienia się: niedoszacowanie ceny emisyjnej akcji podczas pierwszej oferty publicznej, podział akcji, wypłatę dywidendy i wykupu akcji. Spółki, stosując ww. instrumenty sygnalizacji, kierują się różnymi motywami i zmierzają do realizacji odmiennych celów. Niezbędnym warunkiem realizacji tych celów jest jednak, by spółki za ich pomocą potrafiły dotrzeć z pozytywnymi informacjami do inwestorów, by zostały one przez nich dostrzeżone i potraktowane jako

¹ U. Seifert, *Aktienrückäufe in Deutschland*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2006, s. 70.

wiarygodne. Powstaje w związku z tym problem oceny skuteczności tych instrumentów w komunikacji spółki z inwestorami. W tym aspekcie skuteczny instrument sygnalizacji na poziomie relacji spółki z inwestorami to taki, który powoduje ich pozytywną reakcję na przekazywane informacje, wyrażającą się przede wszystkim zwiększonym popytem na akcje i w konsekwencji wzrostem ich kursów. Jest ona wyrazem pośredniej komunikacji zwrotnej spółki z inwestorami. Inwestorzy giełdowi są skłonni za wiarygodne informacje zaoferować spółce przede wszystkim znaczną premię, która znajduje odzwierciedlenie w wyższej cenie emisyjnej akcji. Spółka może w ten sposób pozyskać taniej dopływ kapitału².

Głównym przedmiotem rozważań w niniejszym artykule jest analiza skuteczności instrumentu sygnalizacji, określanego mianem niedoszacowania ceny emisyjnej akcji w pierwszej ofercie publicznej.

1. Pojęcie niedoszacowania ceny emisyjnej akcji w pierwszej ofercie publicznej

Rynek kapitałowy jest miejscem zarówno pozyskiwania, jak i inwestowania kapitału, a jego dwa podstawowe segmenty stanowią rynek pierwotny i wtórny. Na rynku pierwotnym emitenci oferują inwestorom akcje po cenie emisyjnej. Oferta ta może być skierowana do szerokiego lub wąskiego kręgu zainteresowanych inwestorów. Nie wchodząc w szczegółowe przepisy określające w poszczególnych krajach zakres tej oferty, jeżeli jest to pierwsza oferta skierowana do nieograniczonej liczby inwestorów (w Polsce co najmniej do 100), to jest to tzw. pierwsza oferta publiczna (*initial public offering*, IPO). Spółka oferuje po raz pierwszy akcje publiczności i dopiero po emisji rozpocznie się ich notowanie na giełdzie. Optymalny mechanizm tej oferty z punktu widzenia emitenta to taki, który pozwala na maksymalizację dochodu z tytułu emisji akcji³. Emisja ta umożliwi wyposażenie spółek w kapitał pod warunkiem, że nabywca akcji będzie mógł je sprzedać w każdej chwili na giełdzie, a samo rozpoczęcie notowań akcji określa się mianem debiutu giełdowego. Powstaje wtedy pytanie o relację wysokości ceny emisyjnej i pierwszej ceny akcji na giełdzie. Jeżeli cena emisyjna akcji jest niższa od jej pierwszej ceny giełdowej, to różnicę tę określa się mianem niedoszacowania (*underpricing*) ceny akcji podczas pierwszej oferty publicznej. W przypadku przyznania akcjonariuszom praw do akcji przy ustaleniu niedoszacowania należy za pierwszą cenę giełdową przyjąć nie pierwszą cenę akcji, lecz pierwszą cenę tego prawa.

Problematyka niedoszacowania może być rozpatrywana z punktu widzenia emitenta lub inwestora. W pierwszym przypadku emitent rezygnuje z pewnej części dochodu z emisji, w drugim natomiast inwestor otrzymuje często znaczący zysk subskrypcyjny. Emitenci powinni być zainteresowani uzyskiwaniem wysokich dochodów,

² Por. E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy*, PWE, Warszawa 2007, s. 84.

³ J. Draho, *The IPO Decision. Why and How Companies Go Public*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK-Northampton, USA 2004, s.215.

a inwestorzy maksymalnych zysków. Ta korzystna sytuacja dla inwestora może mieć negatywne skutki dla emitenta. Rezygnacja z części możliwego dochodu z emisji wiąże się z niezrealizowaniem przez emitenta wszystkich zamierzonych inwestycji i wynikającymi stąd ujemnymi skutkami dla spółki. Badania empiryczne wskazują jednak, że niedoszacowanie ceny emisyjnej w czasie pierwszej oferty publicznej jest powszechnie występującym zjawiskiem na rynkach akcji. Powstaje więc pytanie, jaki jest tego powód. Wśród wymienianych przyczyn najczęściej przytaczane wyjaśnienie nawiązuje do tzw. hipotezy sygnalizacji (*signalling hypothesis*).

2. Hipoteza sygnalizacji

Hipoteza sygnalizacji bazuje na asymetrii informacji między inwestorami a emitentami; ci ostatni posiadają przewagę informacyjną. Konsekwencją asymetrii informacji jest niepewność *ex ante*, a wynikające z niej ryzyko zniechęca inwestorów do podejmowania inwestycji na większą skalę. Sposobem redukcji asymetrii informacji, niezależnie od nałożonych na emitenta przez ustawodawcę wymogów publikacyjnych, które pozwalają inwestorom na ocenę spółek, jest świadome wykorzystywanie przez nie niedoszacowania ceny emisyjnej jako instrumentu do komunikowania się z inwestorami. Przez niedoszacowanie ceny emisyjnej spółki dążą do przekazania inwestorom następujących informacji:

- zamiar pozyskania w przyszłości środków z rynku publicznego,
- zdolność do gromadzenia większego dochodu przy następnych emisjach,
- zamiar przekazania rynkowi „prawdziwej” wartości spółki w przyszłości (nowa cena emisyjna),
- gotowość wypłacenia dywidendy w zadeklarowanej wysokości,
- zamiar utrzymania dużego odsetka akcjonariuszy starych.

Wspólną cechą różnych interpretacji powodu niedoszacowania ceny emisyjnej podczas pierwszej oferty publicznej, wynikających z hipotezy sygnalizacji, jest to, że z powodu przewagi informacyjnej emitenta niedoszacowanie jest świadomie stosowane przez „dobre” spółki jako sygnał w celu odróżnienia się od „złych”. Spółki, stosując niedoszacowanie ceny emisyjnej, wysyłają sygnały dotyczące w szczególności perspektyw ich rozwoju.

3. Mierniki niedoszacowania

Niedoszacowanie ceny sprzedaży akcji podczas pierwszej oferty publicznej można określić⁴:

⁴ A. Hunger, *IPO-Underpricing und die Besonderheiten des Neuen Marktes*, Verlag Peter Lang, Frankfurt am Main, New York, s. 34-35, 40.

- w postaci różnicy względnej między kursem giełdowym i-tej akcji w pierwszym dniu notowań (t) a ceną emisyjną tej akcji, określanej mianem pierwotnej stopy zwrotu (*initial return*) wg następującego wzoru:

$$IR_t = \frac{P_{i,t} - E_i}{E_i} \times 100$$

gdzie: R_i – pierwotna stopa zwrotu z i-tej akcji, $P_{i,t}$ – kurs giełdowy i-tej akcji w pierwszym dniu notowań (t), E_i – cena emisyjna i-tej akcji.

- w postaci pierwotnej stopy zwrotu skorygowanej o względną zmianę indeksu giełdowego w okresie między dniem zamknięcia subskrypcji a dniem debiutu giełdowego (stopę zwrotu z indeksu giełdowego) wg następującego wzoru:

$$UP_t = IR_t - M \text{ lub } UP_t = \left[\frac{(P_t - E_i)}{E_i} - \frac{(M_t - M_{t_0})}{M_{t_0}} \right] \times 100$$

gdzie: UP_t – niedoszacowanie ceny emisyjnej i-tej akcji podczas pierwszej oferty publicznej, M – stopa zwrotu z portfela rynkowego, M_{t_0} – wartość portfela rynkowego w ostatnim dniu subskrypcji i-tej akcji, M_t – wartość portfela rynkowego w pierwszym dniu obrotu giełdowego i-tej akcji.

Tak określone niedoszacowanie wyraża fakt, że między zakończeniem subskrypcji akcji a jej pierwszym notowaniem giełdowym upływa pewien okres, w którym inwestor ma możliwość dokonania alternatywnej inwestycji. Tylko wtedy, gdy alternatywna inwestycja przyniesie w tym samym czasie niższą stopę zwrotu niż nabyta akcja, można mówić o niedoszacowaniu. Pierwotną stopę zwrotu koryguje się dlatego o zrealizowaną stopę zwrotu z portfela rynkowego. Istotna jest stąd w określeniu wysokości niedoszacowania wartość portfela rynkowego przyjętego jako *benchmark*. Niedoszacowanie ceny emisyjnej w pierwszej ofercie publicznej można obliczać zarówno dla danej akcji, jak i dla portfela akcji, uwzględniając wtedy liczbę akcji w portfelu.

4. Analiza empiryczna

4.1. Pomiar niedoszacowania ceny emisyjnej w pierwszej ofercie publicznej

W latach 2006-2010 na Głównym Rynku GPW zadebiutowało 195 spółek, w tym 20 spółek zagranicznych. Większość spółek spełniała kryterium IPO (tabela 1).

Zgodnie z przyjętą definicją kryterium pierwszej oferty publicznej spełniło 131 spółek krajowych, tj. 74,86%. Kryterium tego nie spełniały spółki (44), określone w tabeli 1 jako „pozostałe”. Z dalszej analizy wykluczono spółki (15), które były wyłącznie przedmiotem publicznej sprzedaży (prywatyzacje). Ewentualne

niedoszacowanie ceny sprzedaży nie jest tu, w przeciwieństwie do niedoszacowania ceny emisyjnej, instrumentem sygnalizacji, ponieważ właściciel dąży do uzyskania jak najwyższej ceny na debiucie, oznacza natomiast słabe wyczcucie rynku (*market timing*). W analizie uwzględniono jednak spółki, w przypadku których pierwsza emisja publiczna była równocześnie połączona z pierwszą sprzedażą. W tej sytuacji właściciele posiadanych już akcji akceptowali cenę emisyjną, która była dla nich równocześnie ceną sprzedaży. W rezultacie analiza została ograniczona do 116 spółek, dla których debiut na Gieldzie oznaczał pierwszą emisję publiczną (63 spółki) lub gdy pierwsza emisja publiczna była połączona z pierwszą publiczną sprzedażą (53 spółki). W pierwszym przypadku akcje były oferowane po cenie emisyjnej, w drugim natomiast po cenie sprzedaży i po cenie emisyjnej.

Tabela 1. Spółki na Głównym Rynku GPW

Lata	2006	2007	2008	2009	2010**	Razem
Spółki nowe krajowe (zagraniczne)	33 (5)	81 (12)	33 (3)	13	15	175 (20)
Pierwsza sprzedaż (prywatyzacje)	1	5	3	3	3	15
Pierwsza sprzedaż + pierwsza emisja	15	30	4	1	3	53
Pierwsza emisja	12	26	13	7	5	63
Spółki spełniające kryterium IPO	28	61	20	11	11	131
Pozostałe*	5	20	13	2	4	44

*spółki notowane wcześniej na innych rynkach, oferty zamknięte, oferty z prawem poboru (brak kompletnych danych do dalszej analizy), ** stan na wrzesień 2010 r.

Źródło: Roczniki giełdowe za lata 2006-2011.

W ocenie wysokości niedoszacowania ceny emisyjnej akcji posłużono się w pierwszej kolejności analizą pierwotnej stopy zwrotu (tabela 2).

Niedoszacowanie ceny emisyjnej portfela akcji podczas pierwszej oferty publicznej, mierzone pierwotną stopą zwrotu, dotyczyło 87 spółek, tj. 75,00% spółek spełniających kryterium IPO (bez prywatyzacji). Przeciętne niedoszacowanie ceny w przypadku łączenia pierwszej sprzedaży z pierwszą emisją (27,81%) było wyższe niż przy pierwszych emisjach (19,95%). Można tu sformułować hipotezę, że w pierwszym przypadku inwestorzy wychodzący ze spółki przedkładali potrzebę dezinvestycji ponad cenę sprzedaży i akceptowali jej relatywnie niski poziom. Inwestorzy największą pierwotną stopę zwrotu osiągnęli w okresie dobrej koniunktury na rynku akcji (2006 r. i pierwsza połowa 2007 r.). Najniższe stopy zwrotu wystąpiły w roku 2008, czyli w okresie całorocznego kryzysu.

Tabela 2. Liczba spółek i niedoszacowanie ceny emisyjnej (sprzedaży) akcji według kryterium pierwotnej stopy zwrotu (IR w %) w latach 2006-2010

Lata		2006	2007	2008	2009	2010	Razem
Spółki spełniające kryterium IPO (bez prywatyzacji)		25	43	8	5	6	87
Pierwsza sprzedaż i pierwsza emisja	Liczba spółek	13	21	3	0	3	40
	IR (w %)	47,22	20,47	7,36	0,00	15,57	27,81
	Udział (w%)	52,00	48,84	37,50	0,00	50,00	45,98
Pierwsza emisja	Liczba spółek	12	22	5	5	3	47
	(IR w %)	26,47	21,00	6,90	19,97	7,87	19,95
	Udział (w%)	48,00	51,16	62,50	100,00	50,00	54,02

Źródło: opracowanie własne

Zaprezentowany sposób wyrażania niedoszacowania nie jest do końca miarodajny, gdyż nie uwzględnia możliwości podejmowania przez inwestorów inwestycji alternatywnych. Otrzymane wyniki należy dlatego skorygować o stopę zwrotu z portfela rynkowego, przyjętego jako *benchmark*. Powstały w ten sposób miernik to pierwotna stopa zwrotu skorygowana względną zmianą indeksu giełdowego (UP). Jako podstawę porównań zastosowano stopę zwrotu z indeksu giełdowego WIG (tabela 3).

Tabela 3. Liczba spółek i niedoszacowanie ceny emisyjnej (sprzedaży) według kryterium skorygowanej stopy zwrotu (UP w %) w latach 2006 - 2010

Lata		2006	2007	2008	2009	2010	Razem
Pierwsza sprzedaż i pierwsza emisja	Liczba spółek	13	20	2	0	3	38
	UP w %	45,74	20,28	6,61	-	13,24	27,71
Pierwsza emisja	Liczba spółek	10	22	4	5	3	44
	UP w %	31,07	20,28	9,01	22,25	3,67	20,80
Spółki niedoszacowane	Liczba spółek	23	42	6	5	6	82
	UP w %	39,36	20,28	8,21	22,25	8,46	24,00

Źródło: opracowanie własne

Uwzględnienie stopy zwrotu z indeksu WIG spowodowało wyeliminowanie z analizy kolejnych 5 spółek. Ostateczne kryterium niedoszacowania, tzn. po korekcie o stopę zwrotu z indeksu WIG, spełniły 82 spółki, tj. 94,25% spółek niedoszacowanych wg kryterium IR_f . Przy przeciętnym niedoszacowaniu ceny emisyjnej (sprzedaży) akcji

w portfelu w wysokości 24,00% wyższe niedoszacowanie wystąpiło przy łączeniu pierwszej emisji z pierwszą sprzedażą (średnia 27,71%) niż dla samej pierwszej emisji (średnia 20,80%). Inwestorzy pozostający w spółce w przypadku łączenia pierwszej emisji z pierwszą sprzedażą wysyłali zatem silniejszy sygnał dla rynku niż spółki dokonujące pierwszej emisji. Reasumując, w przypadku analizowanych tu spółek inwestorzy osiągnęli realnie wyższe stopy zwrotu w porównaniu z rynkiem, czyli dodatnie ponadprzeciętne stopy zwrotu (UP) w okresie między emisją akcji a ich debiutem na giełdzie.

4.2. Ocena skuteczności sygnału

W ocenie skutków niedoszacowania ceny istotny jest problem wyboru okresu obserwacji po dniu debiutu. W literaturze nie ma na to jednoznacznej odpowiedzi. Jako wystarczający do oceny skuteczności niedoszacowania ceny emisyjnej przyjmuje się okres trzech miesięcy. Jest to okres stosunkowo długi i wystarczający, aby z jednej strony uchwycić trend, z drugiej natomiast nie na tyle długi, by wystąpiło już niebezpieczeństwo rozwodnienia sukcesu IPO i działanie innych czynników, mających wpływ na ceny akcji⁵.

Niedoszacowanie ceny akcji w pierwszej ofercie publicznej oznacza, że inwestorzy wysyłali pozytywny sygnał dla rynku. W ocenie skuteczności tego sygnału (reakcji inwestorów na niedoszacowanie ceny emisyjnej) posłużono się analizą dwóch mierników, obliczonych w oparciu o model indeksowy (stopę zwrotu z indeksu giełdowego WIG): średnią ponadprzeciętną stopą zwrotu (*mean abnormal return*, MAR) i skumulowaną średnią ponadprzeciętną stopą zwrotu (*cumulated mean abnormal return*, CMAR), (Tabela 4).

Z tabeli 4 wynika, że w przypadku pierwszych emisji w trzech kolejnych okresach, tzw. oknach, poza pierwszym dniem po debiucie, wystąpiły ujemne ponadprzeciętne stopy zwrotu dla portfela akcji. Oznacza to negatywną reakcję akcjonariuszy większości spółek w tym okresie (istotność na poziomie $\alpha = 0,1$), którzy wyprzedawali akcje, realizując wysokie pierwotne stopy zwrotu (tabela 2, IR = 19,95%) z tytułu nabycia ich po relatywnie niskiej cenie emisyjnej. Pozytywna reakcja inwestorów wystąpiła dopiero po 30 sesjach od dnia debiutu, wygasając następnie pod koniec okresu i w rezultacie MARE w całym okresie wykazała wartość dodatnią (0,08%, wynik nieistotny statystycznie). W przypadku pierwszych emisji łączonych z pierwszą sprzedażą obserwuje się, poza pierwszym dniem po debiucie, dodatnie ponadprzeciętne stopy zwrotu, relatywnie wysokie w oknach: 0;4 i 0;9, które zdeterminowały dodatnią wartość wskaźnika w całym okresie (0,11). Bliska zeru wartość tego wskaźnika (-0,02) w oknie: 0;1 świadczy o tym, że dotychczasowi akcjonariusze byli skłonni sprzedać akcje, zadowolając się wysoką pierwotną stopą zwrotu (tabela 2, IR = 27,81%).

⁵ E. Salzer, *Investor Relations-Management und IPO-Erfolg*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2004, s. 97.

W porównaniu z wyłącznie pierwszymi emisjami instrument niedoszacowania ceny okazał się skuteczny w przypadku łączenia pierwszych emisji z pierwszymi sprzedażami, zwłaszcza na początku okresu obserwacji (okno: 0;4, $MARes = 0,46$, $\alpha = 0,05$ i okno: 0;9, $MARes = 0,24$, $\alpha = 0,1$). Przeciętne niedoszacowanie w oknie: 0,29 było nieznaczne (0,03) i dopiero później inwestorzy zareagowali bardziej pozytywnie (0,11).

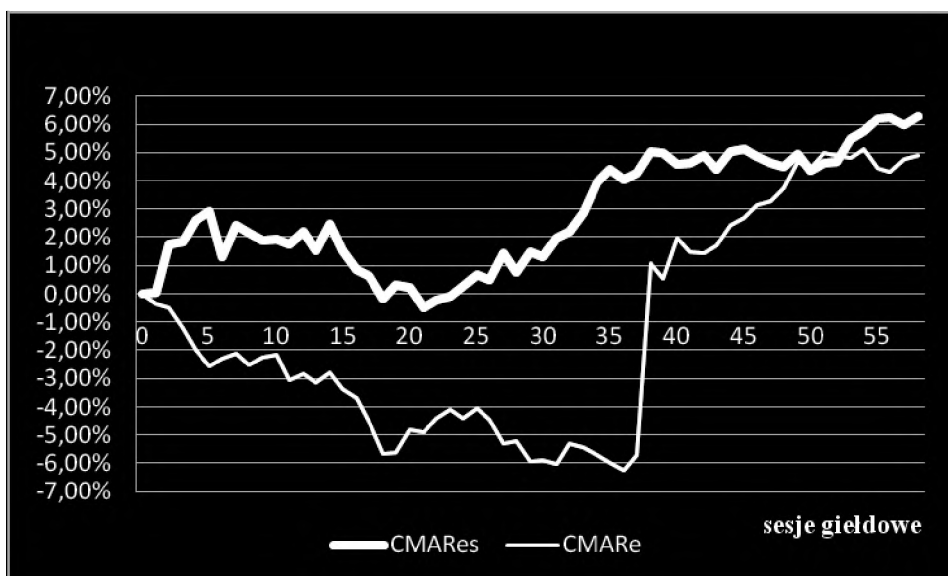
Tabela 4. Ponadprzeciętne stopy zwrotu dla portfela spółek realizujących pierwsze emisje (MARE) oraz pierwsze emisje łącznie z pierwszą sprzedażą (MARes) w latach 2006-2010 (w %)

Okno 0- dzień debiutu	MARE	MARes
(0;1)	0,02%	-0,02%
(0;4)	-0,31%	0,46%**
(0;9)	-0,28%	0,24%***
(0;29)	-0,18%***	0,03%
(0;59)	0,08%	0,11%***

Legenda: MARes odnosi się do 22 spółek; ** $\alpha = 0,05$; *** $\alpha = 0,1$

Źródło: opracowanie własne

Zaobserwowane tendencje zmian w reakcjach akcjonariuszy ilustruje przebieg skumulowanej średniej ponadprzeciętnej stopy zwrotu dla portfela spółek (wykres 1). Analiza wykresu 1 wskazuje, że skumulowana ponadprzeciętna stopa zwrotu przy pierwszych emisjach (CMARE), pomimo wahań, wykazywała do okresu około 35 dni wyraźną tendencję spadkową, następnie nastąpił gwałtowny jej wzrost, później kontynuacja wzrostu i stabilizacja pod koniec okresu obserwacji. Z kolei skumulowana ponadprzeciętna stopa zwrotu przy pierwszych emisjach łączonych z pierwszą sprzedażą (CMARes) po początkowym wzroście, a następnie spadku, podobnie jak w przypadku pierwszych emisji, też rośnie po około 20 dniach od dnia debiutu. Na rynkach akcji taki skok notowań akcji jest możliwy tylko pod wpływem ukazania się szczególnie pozytywnej dla inwestorów informacji. Tę hipotezę należy jednak odrzucić z powodów czysto formalnych, ponieważ okres analizy obejmuje 5 lat i nie jest możliwe, by w każdym roku w przypadku wszystkich spółek taka informacja docierała na rynek po około 30 sesjach (CMARE) oraz 20 sesjach (CMARes) od dnia debiutu lub że inwestorzy dokładnie po tym okresie odczytują pozytywne informacje zawarte w instrumencie niedoszacowania ceny emisyjnej. Wyjaśnienia tej anomalii należy poszukiwać w notowaniach, zaoferowanym inwestorom, prawach do akcji (PDA). Spółki w związku z korzyściami dla inwestorów, wynikającymi z obrotu tym instrumentem finansowym, dążyły do zapewnienia sobie skutecznej emisji. Inwestorzy są jednak świadomi, że w przypadku odmowy przez sąd rejestracji emisji akcji emitent ma obowiązek zwrócić im uiszczoną w okresie subskrypcji cenę emisyjną, jednak bez odsetek i to niezależnie od ceny nabycia prawa do akcji.



Wykres 1. Skumulowane ponadprzeciętne stopy zwrotu dla portfela spółek w latach 2006-2010 (w %)

Źródło: opracowanie własne

Długość średniego okresu notowań praw do akcji – na podstawie przeprowadzonych badań – w przypadku pierwszych emisji wyniosła 30, a przy pierwszych emisjach łączonych z pierwszą sprzedażą 27 dni. Później następowała rejestracja emisji. Odpowiednio prawie dokładnie po upływie tych okresów nastąpił, wspomniany wyżej, skok w notowaniach kursów analizowanych portfeli akcji. W tej sytuacji należy sądzić, że był on skutkiem spadku ryzyka inwestycji wynikającego z obaw inwestorów co do ewentualności spełnienia przez spółkę formalnych warunków rejestracji emisji przez sąd, a nie rezultatem pozytywnych informacji, które – zgodnie z teorią – powinien zawierać instrument niedoszacowania ceny emisyjnej.

Uwzględnienie w analizie wpływu notowań praw do akcji na decyzje inwestorów pozwala sformułować wniosek o braku skuteczności niedoszacowania ceny emisyjnej jako instrumentu sygnalizacji w odniesieniu do wyłącznie pierwszych emisji (spadkowa tendencja CMARe do momentu rozpoczęcia notowań akcji). Obserwowaną natomiast bezpośrednio po debiucie pozytywną reakcję inwestorów na niedoszacowanie ceny akcji w przypadku łączenia pierwszych emisji z pierwszą sprzedażą należy traktować jako wyraz ich wysokiego zaufania do informacji o spółkach, których prawa do akcji nowej emisji były przez pewien czas notowane z akcjami sprzedawanymi przez dotychczasowych inwestorów. Wynika stąd, że inwestorzy mają większe zaufanie do informacji przekazywanych przez spółki już istniejące niż do tych, które po raz pierwszy chcą pozyskać kapitał. W tym przypadku skuteczność analizowanego instrumentu sygnalizacji należy ocenić pozytywnie, jednak, uwzględniając dodat-

ni wpływ momentu przejścia od notowań praw do akcji do notowań akcji, był on krótkotrwały.

Zakończenie

W analizowanym okresie na rynku akcji w Polsce obserwuje się niedoszacowanie ceny emisyjnej akcji w pierwszych ofertach publicznych. Inwestorzy w dniu debiutu mogli zatem realizować dodatnie stopy zwrotu w związku z nabyciem akcji po relatywnie niskich cenach na rynku pierwotnym. Ten instrument sygnalizacji, w przeciwieństwie do wyłącznie pierwszych emisji, okazał się skuteczny w przypadku łączenia pierwszych emisji z pierwszymi sprzedażami. Jego efekt był jednak krótkotrwały. Inwestorzy mieli większe zaufanie do informacji przekazywanych przez spółki już istniejące, których prawa do akcji z nowej emisji były przez pewien czas notowane z akcjami sprzedawanymi przez dotychczasowych akcjonariuszy, niż do tych, które zamierzają pozyskać kapitał po raz pierwszy.

Bibliografia

1. Draho J., *The IPO Decision. Why and How Companies Go Public*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK-Nottingham, USA 2004.
2. Hunger A., *IPO-Underpricing und die Besonderheiten des Neuen Marktes*, Verlag Peter Lang, Frankfurt am Main, New York 2001.
3. Ostrowska E., *Rynek kapitałowy*, PWE, Warszawa 2007.
4. Salzer E., *Investor Relations-Management und IPO-Erfolg*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2004.
5. Seifert U., *Aktienrückkäufe in Deutschland*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2006.

IPO-underpricing as a signalling instrument

Summary

Asymmetric information existing on the capital market makes it difficult for a company to build a proper relationship with investors. In order to limit the negative results of this phenomenon the management provides specific information on the company to investors. In that case the management can use *inter alia* the so-called signalling instruments, including IPO-underpricing.

The aim of this article was to evaluate the effectiveness of IPO-underpricing by means of abnormal return as a measure of underpricing. The objects of the analysis were companies that made their debut on The Warsaw Stock Exchange between 2006 and 2010. IPO-underpricing was observed in the case of 82 companies which accounted for about 71% of the analysed sample. Contrary to sole initial issues, this signalling instrument proved to be effective in the case of initial issues linked with the initial sales.