

Piotr Zasepa

Wpływ ceny nominalnej akcji na niedowartościowanie pierwszej oferty publicznej na rynku New Connect

Prace Naukowe Akademii im. Jana Długosza w Częstochowie. Pragmata tes
Oikonomias 7, 285-293

2013

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.

Piotr ZASEPA

Akademia im. Jana Długosza w Częstochowie

Wpływ ceny nominalnej akcji na niedowartościowanie pierwszej oferty publicznej na rynku NewConnect

Synopsis: W artykule przedstawiono wyniki analizy efektów pierwszej oferty publicznej (IPO) akcji emitowanych przez spółki debiutujące na rynku NewConnect w Polsce w aspekcie niedoszacowania ich wartości. W literaturze można znaleźć wiele koncepcji wyjaśniających przyczyny takiej sytuacji. Najczęściej wskazuje się na czynniki takie, jak: asymetria informacji, struktura akcjonariatu, jakość przygotowania oferty oraz pozycja instytucji finansowej jako oferenta, a także zjawisko spekulacji. Jednym z elementów wpływających na niedowartościowanie jest również poziom ceny emisyjnej spółki przeprowadzającej IPO. Celem artykułu jest analiza natychmiastowej stopy zwrotu z transakcji IPO i wpływu ceny emisyjnej na poziom niedowartościowania oferty spółek debiutujących na rynku NewConnect w okresie 2007–2013. Efekt niedowartościowania cen emisyjnych jest szczególnie widoczny na badanym rynku, gdzie inwestują głównie inwestorzy indywidualni posiadający mniejszą awersję do ryzyka. Wyniki badań przeprowadzone dla IPO dla okresu 2007–2013 potwierdzają wyższe poziomy niedowartościowania wśród spółek o cenie emisyjnej poniżej 1 PLN. W latach 2007–2013 aż 25% spółek debiutowało z ceną poniżej 1 PLN, a ich średnie niedowartościowanie przewyższało dwukrotnie niedowartościowanie pozostałych spółek.

Słowa kluczowe: IPO, niedoszacowanie oferty publicznej.

Wprowadzenie

Jednym z głównych celów przeprowadzenia przez spółkę pierwszej oferty publicznej (IPO – *initial public offering*) jest pozyskanie środków na realizację celów inwestycyjnych i rozwój. Proces oferty akcji na rynku publicznym jest zorganizowany przy współpracy z instytucją finansową, której zadaniem jest przeprowadzenie efektywnego i poprawnego IPO. W przypadku polskiego rynku publicznego emitenci mają do wyboru dwa rynki: rynek główny Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz rynek NewConnect. Rynek GPW charakteryzuje większa przejrzystość, dużo wyższa kapitalizacja notowa-

nych spółek oraz możliwość pozyskania wyższego kapitału w procesie IPO. Niestety debiut na GPW jest o wiele droższy i wymaga od spółki udostępnienia szczegółowych informacji i przejrzystości jej działalności. Rynek New Connect powstał w 2007 r. i jego celem było umożliwienie pozyskania kapitału przez mniejsze spółki. Wycena akcji spółek przeprowadzających IPO dokonywana jest na podstawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz oczekiwań dotychczasowych właścicieli. Cena sprzedawanych akcji na rynku pierwotnym zwana jest ceną emisyjną. Inwestorzy mogą nabywać akcje w procesie IPO i sprzedawać je tuż po ich giełdowym debiucie. Należy wskazać, iż cena akcji spółki przeprowadzającej IPO doświadcza dwóch efektów. Pierwszym i częściej występującym jest efekt niedowartościowania, który pojawia się w przypadku, kiedy cena emisyjna jest niższa od ceny notowanej w chwili zamknięcia pierwszego dnia notowań. Z kolei w sytuacji, kiedy cena emisyjna jest wyższa od ceny zamknięcia w pierwszym dniu notowań, spółka jest przewartościowana. Efekt niedowartościowania lub przewartościowania mierzy się za pomocą natychmiastowej stopy zwrotu z IPO. W literaturze można spotkać wiele koncepcji wyjaśniających przyczynę występowania tych efektów. Najczęściej wymieniane przyczyny to: asymetria informacji, struktura akcjonariatu, jakość i pozycja oferującej instytucji finansowej czy spekulacja. Jednym z elementów świadczących o wpływie na niedowartościowanie jest również poziom ceny emisyjnej spółki przeprowadzającej IPO. Celem artykułu jest analiza natychmiastowej stopy zwrotu z transakcji IPO i wpływ ceny emisyjnej na poziom jej niedowartościowania dla ofert spółek debiutujących na rynku NewConnect w okresie 2007–2013.

1. Przyczyny efektu niedowartościowania ceny akcji w procesie IPO

W literaturze przedmiotu występuje wiele prób wyjaśnienia przyczyny niedoszacowania wartości akcji w procesie IPO. Charakterystyki te można połączyć w pewne grupy, które stawiają przed badaczami wiele hipotez i przypuszczeń. Pierwszymi naukowcami zajmującymi się niedowartościowaniem spółek w procesie wejścia na giełdzie byli G.R. Ibbotson oraz J.F. Jaffe, którzy wskazali na problem *hossy* i *bessy* mających wpływ na wycenę akcji (por. [3]). Jedną z ważniejszych koncepcji wyjaśniających specyficzne zachowanie się cen akcji w pierwszym dniu notowań są finanse behawioralne, a wśród nich takie czynniki, jak: sentyment inwestora, teoria prospektu, teoria kaskad oraz wpływ ceny nominalnej na efekt niedowartościowania. Finanse behawioralne to najnowsza dziedzina nauki o finansach, w ramach której do rozważań nad zachowaniem rynków finansowych oraz ich uczestników są włączane zagadnienia z dziedziny psychologii, zagadnienia społeczne i antropologiczne. Finanse behawioralne to ściśle kombinacja indywidualnego zachowania oraz fenomenów rynkowych, gdzie stosowane jest połączenie wiedzy z zakresu psychologii i teorii finansów.

W 1992 r. I. Welch zaproponował hipotezę kaskady, jako przyczynę efektu niedowartościowania (por. [6]). Założył on, że podczas inwestycji na rynku pierwotnym potencjalni inwestorzy zwracają uwagę nie tylko na informacje, które sami posiadają, ale również na informacje posiadane przez innych inwestorów. Jeżeli inwestor zauważy, iż ktoś jeszcze jest zainteresowany zakupem akcji emitenta, wówczas sam zwiększa swoje zaangażowanie. I odwrotnie, jeśli widzi, iż nikt z inwestorów nie jest zainteresowany nabyciem akcji w procesie IPO, sam zmniejsza swoje zaangażowanie. Analizując te założenia, I. Welch zaproponował, że emitenci celowo obniżają wartość swoich akcji, żeby zachęcić pierwszych inwestorów do ich zakupu. Oni właśnie spowodują efekt kaskady, gdyż kolejni inwestorzy, obserwując zainteresowanie spółką, będą zainteresowani nabyciem jej akcji. Aby zachęcić pierwszych inwestorów do zapisów na akcje spółki, muszą oferować je z pewnym dyskontem, które będzie miało odzwierciedlenie w niedowartościowaniu ceny akcji w dniu debiutu.

Finanse behawioralne analizują nieracjonalne zachowanie się inwestorów na rynku kapitałowym, którzy mogą mieć ogromny wpływ na zachowanie się notowań cen akcji. Kolejnym wyjaśnieniem niedowartościowania ceny akcji w procesie IPO jest więc tzw. sentyment inwestorów. Może on wpływać na optymistyczne przekonanie co do dalszych perspektyw wzrostu wartości debiutującej spółki. Ważnym czynnikiem niedowartościowania, na jaki zwrócił uwagę J. Ritter oraz T. Loughran, jest zakotwiczenie oczekiwań właścicieli spółek co do wyceny posiadanych przez siebie udziałów (por. [5]). Jeśli cena rynkowa w dniu debiutu znajdzie się powyżej ceny emisyjnej, to odczuwają oni szybki wzrost swojego bogactwa. Sprzedaż części udziałów po zaniżonej cenie w procesie IPO jest rekompensowana poprzez bonus w postaci dobrej informacji o wyższej cenie akcji, które pozostają w posiadaniu dotychczasowych właścicieli. Takie podejście charakteryzuje pozytywne postrzeganie zjawiska niedowartościowania ceny akcji w procesie IPO. Według tej zasady, właściciele debiutujących spółek byłiby dużo mniej zadowoleni, gdyby cena debiutu była niższa od ceny emisyjnej, gdyż oznaczałoby to stratę na posiadanych przez siebie udziałach.

Kolejnym czynnikiem wyjaśniającym w części efekt niedowartościowania cen akcji w procesie IPO jest element nagłej wyprzedaży akcji przez dotychczasowych właścicieli tuż po debiucie. Podaż dużej liczby akcji wiązałaby się ze spadkiem ich ceny. Obawa potencjalnych inwestorów przed takim zachowaniem właścicieli zmniejszyłaby zainteresowanie ofertą. Przed takim zachowaniem chronią potencjalnych inwestorów klauzule zakazu sprzedaży akcji przez określony czas po debiucie, są to tzw. umowy typu lock up (por. [1]). Mają one na celu zobowiązanie emitenta do wstrzymania się od sprzedaży akcji przez dany okres. Wzmożony popyt na akcje spółek oferujących tego typu umowy może również częściowo wyjaśnić niedowartościowanie cen akcji spółek. Mniejsze firmy o niższej jakości emisji charakteryzują się dłuższym okresem zawieszania działającym jako ubezpieczenie dla potencjalnych inwestorów. Autorzy również sugerują, iż małe firmy mają średnio dłuższe okresy klauzul sprzedaży udziałów.

Ważnym czynnikiem wpływającym na poziom wyceny akcji jest teoria asymetrii informacji. Wielu inwestorów inwestuje aktywnie w spółki przeprowadzające IPO, kiedy spodziewa się osiągnąć pozytywną stopę zwrotu. Akcje spółek są oferowane poprzez subskrypcję i przy dużym zainteresowaniu ofertą emitent redukuje liczbę akcji dla pojedynczych inwestorów. Jeśli IPO charakteryzuje się redukcją zapisów, oznacza to, że inwestor nie otrzyma oczekiwanej liczby akcji. Przydział akcji zależy od liczby zgłoszeń i poziomu popytu inwestorów. Jego poziom zależy więc od informacji, jakie posiadają inwestorzy, oraz od jej jakości. Określenie asymetrii informacji odnosi się do różnicy w informacjach dostępnych dla różnych inwestorów na rynku. Niewielu inwestorów może mieć dodatkowe informacje o rynku, generowane przez wiele różnych kanałów, takich jak silny zespół analityczny, co jest jednym z powodów asymetrii informacji. Zwiększenie poziomu asymetrii prowadzi do podejmowania racjonalnej decyzji przez świadomych inwestorów i mniej racjonalnych przez tych nieświadomych, których liczba jest większa w realnej gospodarce. H.E. Leland i D.H. Pyle byli pierwszymi, którzy zauważyli, że asymetrię informacji można zmniejszyć poprzez udział pośredników finansowych w procesie IPO. T.J. Chemmanur i P. Fulghieri podkreślają ważną rolę banków inwestycyjnych w zmniejszaniu asymetrii informacji poprzez generowanie większej liczby i lepszej jakości informacji o danej spółce (por. [2]).

Jedną z ważniejszych przyczyn powstawania niedowartościowania w procesie IPO jest cena emisyjna. Niska cena nominalna może przyciągać inwestorów spekulacyjnych i w ten sposób kreuje dodatkowy popyt na akcje. W przypadku rynku polskiego i występowania tzw. spółek groszowych (spółki z ceną emisyjną poniżej 1 PLN) obserwowana jest większa zmienność podczas notowań cen akcji, ponieważ najniższa możliwa zmiana ceny jest nie mniejsza niż 1%. Dodatkowo takie akcje są stosunkowo tanie dla inwestorów, dlatego sprzedaż akcji z ceną emisyjną poniżej 1 PLN przyciąga kapitał spekulacyjny i może przełożyć się na niedowartościowanie w procesie IPO.

2. Charakterystyka rynku NewConnect i poziom niedowartościowania procesu IPO

Rynek NewConnect został uruchomiony 30 sierpnia 2007 r. Jest to zorganizowany i prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie rynek finansujący rozwój małych i średnich przedsiębiorstw o wysokim potencjale wzrostu. Jest to również nowa propozycja dla inwestorów akceptujących podwyższone ryzyko, w zamian za potencjalnie wysoki zwrot z inwestycji. NewConnect ma status rynku zorganizowanego, lecz prowadzony jest przez GPW poza rynkiem regulowanym w formule alternatywnego systemu obrotu. To oferta dla małych i średnich rozwijających się firm z różnych branż, w tym działają-

cych w obszarze nowych technologii. NewConnect został powołany z myślą o dynamicznych spółkach, którym nowa porcja kapitału otworzy możliwość wykorzystania potencjału tkwiącego w ich innowacyjności, a w efekcie da szansę na rozwój uwieczony awansem do grona dużych i wartościowych polskich spółek. Ze względu na specyfikę emitentów, rynek NewConnect oferuje bardziej liberalne wymogi formalne i obowiązki informacyjne, a co za tym idzie – tańsze pozyskanie kapitału. NewConnect ma także stanowić początek kariery giełdowej dla notowanych tu przedsiębiorstw. Charakterystyczna dla rynku jest wysoka zmienność, duża dynamika wzrostów i spadków niespotykana na rynku głównym GPW. Jest on przeznaczony dla spółek o dużej dynamice wzrostu, zarówno dla start-upów, które dopiero budują swoją historię, jak również dla przedsiębiorstw z dłuższą praktyką gospodarczą. Jest to odpowiednie miejsce dla debiutów spółek poszukujących kapitału – rzędu od kilkuset tysięcy do kilkudziesięciu milionów złotych – oraz reprezentujących sektory innowacyjne, oparte przede wszystkim na aktywach niematerialnych (np. IT, media elektroniczne, telekomunikacja, biotechnologie, ochrona środowiska, energia alternatywna, nowoczesne usługi). Firmy debiutujące na tym rynku w porównaniu z rynkiem głównym GPW w Warszawie mają niższe wskaźniki operacyjne, takie jak: cena/zysk, cena/wartość księgowa. Dodatkową charakterystyką rynku jest to, iż inwestorzy indywidualni generują większość obrotów (77%), podczas gdy na rynku głównym jest to jedynie 18%. Na rynku NewConnect IPO może nastąpić na skutek emisji publicznej oraz emisji prywatnej, która jest skierowana do mniej niż 100 inwestorów, podczas gdy na GPW pierwotne emisje są publiczne i każdy inwestor może wziąć w nich udział.

Badania empiryczne wskazują na fakt, iż spółki przeprowadzające IPO na obu rynkach wykazują tendencję do niedowartościowania. Zjawiska niedoszacowania lub przeszacowania spółek dokonujących IPO były mierzone w oparciu o następującą formułę dla pierwszego dnia notowań spółek przeprowadzających IPO:

$$U = \frac{EP - OP}{OP} = \frac{EP}{OP} - 1 \approx \ln\left(\frac{EP}{OP}\right)$$

gdzie:

EP – cena akcji na koniec pierwszego dnia notowań,

OP – cena emisyjna akcji.

Natychmiastowa stopa zwrotu jest obliczona jako procentowa różnica między ceną emisyjną a ceną debiutu, jaką spółka osiąga na zamknięciu sesji w pierwszym dniu jej notowań. W przypadku gdy cena emisyjna jest wyższa do ceny debiutu, występuje przewartościowanie, gdy jest niższa – niedowartościowanie, gdy jest równa, to określa się, iż akcje są odpowiednio wycenione.

W przypadku rynku głównego GPW dla okresu 2000–2011 jest to poziom 13,1% dla 330 spółek, które przeprowadziły pierwszą ofertę publiczną. Dla okresu 2007–2012 średnie niedoszacowanie cen akcji spółek przeprowadzają-

cych IPO na rynku głównym GPW wyniosło 10,1%. Średnie niedowartościowanie spółek debiutujących na NewConnect w okresie 2007–2011 wyniosło 37%¹.

W okresie 2007 – 30 maja 2013 debiutowały na rynku kapitałowym 703 przedsiębiorstwa, z czego 224 na rynku głównym GPW i 479 na NewConnect. W badaniu nad wpływem wielkości nominalnej ceny emisyjnej na natychmiastową stopę zwrotu zostały uwzględnione 444 spółki. Z badań zostały wyłączone spółki, które:

- zaoferowały różne ceny dla inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych,
- ustanowiły inną emisyjną cenę dla różnych serii sprzedawanych akcji,
- debiutowały bez oferty sprzedaży.

Do badań nad natychmiastową stopą zwrotu zostały zakwalifikowane 444 spółki, co prezentuje tabela 1.

Tabela 1. Liczba debiutujących spółek uwzględnionych w badaniu niedowartościowania w momencie IPO

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Liczba debiutów	24	61	26	85	172	89	22
Liczebność próby	19	43	22	80	169	89	18

Źródło: NewConnect (28.05.2013).

W badaniu postawiono hipotezę badawczą, iż spółki określające swoją cenę nominalną akcji na poziomie poniżej 1 PLN w procesie IPO są bardziej niedowartościowane od pozostałych spółek. Wśród badanych spółek, których debiut miał miejsce na NewConnect, 109 zadebiutowało z ceną niższą od 1 PLN.

Hipoteza badawcza H_0 brzmi: natychmiastowa stopa zwrotu z pierwszej oferty publicznej spółek debiutujących na NewConnect z ceną emisyjną poniżej 1 PLN jest równa natychmiastowej stopie zwrotu spółek debiutujących z ceną emisyjną równą lub wyższą od 1 PLN.

H_1 : natychmiastowa stopa zwrotu z pierwszej oferty publicznej spółek debiutujących na NewConnect z ceną emisyjną poniżej 1 PLN jest wyższa od natychmiastowej stopy zwrotu spółek debiutujących z ceną emisyjną równą lub wyższą od 1 PLN.

Weryfikując hipotezę H_0 , posłużono się testem t-Studenta dla dwóch średnich, który wyraża się wzorem:

$$T = (x_{\downarrow 1sr} - x_{\downarrow 2sr}) / (((((n_{\downarrow 1} \cdot 1 \cdot S_{\downarrow 1\uparrow 2} + n_{\downarrow 2} \cdot S_{\downarrow 2\uparrow 2})) / (n_{\downarrow 1} + n_{\downarrow 2-2}))) \cdot (1/n_{\downarrow 1} + 1/n_{\downarrow 2}))$$

x_{1sr} , S_1 , n_1 – średnia arytmetyczna, odchylenie standardowe i liczebność pierwszej próby,

¹ Obliczenia na podstawie danych GPW.

$x_{2,śr}$, S_{2,n_2} średnia arytmetyczna, odchylenie standardowe i liczebność drugiej próby.

Obszar krytyczny hipotezy zerowej został skonstruowany w oparciu o wartość krytyczną t_α w zależności od hipotezy alternatywnej oraz przyjętego poziomu istotności. Jeżeli wartość bezwzględna z obliczonej statystyki T jest większa lub równa t_α , to T obliczone mieści się w obszarze krytycznym i hipotezę zerową należy odrzucić na korzyść hipotezy alternatywnej, a prawdopodobieństwo, że został popełniony błąd I rodzaju – tak że hipoteza zerowa była prawdziwa – jest równe przyjętemu poziomowi istotności α . W tabeli 2 zostały przedstawione statystyki opisujące spółki o wartości emisyjnej akcji poniżej 1 PLN oraz pozostałe spółki, które debiutowały na rynku NewConnect w okresie 2007 – 28 maja 2013.

Tabela 2. Niedowartościowanie spółek przeprowadzających IPO na rynku NewConnect w latach 2007–2013

Spółki debiutujące na NewConnect	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Cały okres
z ceną poniżej 1 PLN	1	10	7	25	35	28	4	110
– średnia stopa zwrotu	80	140,2	108,3	47,9	27	31,9	18,3	55,3
– mediana stopy zwrotu	80	-0,7	141,7	45	28	35,4	15,7	34,2
– odchylenie standardowe stopy zwrotu	0	230,8	291,5	55,6	42,6	43,6	20,8	119
z ceną równą lub wyższą niż 1 PLN	18	33	15	55	134	61	14	330
– średnia stopa zwrotu	36,8	36,9	28,9	27,6	18,5	18,8	24,2	24,2
– mediana stopy zwrotu	3,5	5,8	32,1	18,8	9,9	16	17,1	12,5
– odchylenie standardowe stopy zwrotu	146,5	188,9	44,3	35,3	34,5	75,4	26,7	45,5

Źródło: NewConnect.

Analizując dane zawarte w tabeli 2, należy stwierdzić, iż średnie niedowartościowanie wśród spółek o wartości emisyjnej poniżej 1 PLN było wyższe od spółek z ceną emisyjną powyżej 1 PLN. W całym okresie przeciętna stopa zwrotu była dwukrotnie wyższa dla spółek z niższą ceną emisyjną. Odchylenie standardowe oraz mediana również notują wyższe poziomy dla akcji spółek z ceną emisyjną poniżej 1 PLN. W badaniu założono, iż stopy zwrotu dla pierwszego dnia notowań w obu grupach mają rozkład normalny. Weryfikacji hipotez dokonano za pomocą testu t-Studenta dla dwóch średnich. Statystyka T wyniosła 3,96. Wartość krytyczna odczytana z tablic rozkładu normalnego, tak że $P(|T| > t_{\downarrow} \alpha)$ wynosi 3,37. Zatem $T > t_\alpha$, więc na poziomie istotności $\alpha = 0,005$ należy odrzucić hipotezę zerową H_0 , głoszącą o równości natychmiastowych stóp zwrotu w obu grupach, na korzyść hipotezy alternatywnej H_1 mówiącej, iż stopy zwrotu wśród spółek o wartości emisyjnej poniżej 1 PLN są wyższe od stóp zwrotu spółek z ceną emisyjną równą lub wyższą od złotówki. Wyniki badań są

statystycznie istotne, istnieje wpływ wysokości ceny emisyjnej na efekt niedowartościowania.

Podsumowanie

Efekt niedowartościowania ceny emisyjnej akcji w procesie IPO jest dość częsty na wielu rynkach publicznych. Jedną z wielu koncepcji wyjaśniających ten fenomen jest ta oparta na finansach behawioralnych i niskiej cenie emisyjnej. Inwestycja w spółki, które mają cenę emisyjną ustaloną poniżej 1 PLN, przyciąga dużą liczbę inwestorów, którzy oczekują wzmożonej zmienności oraz efektów spekulacyjnych na danych walorach. Inwestorzy mający za swoją motywację popyt spekulacyjny chętniej inwestują w spółki o zwiększonej zmienności stóp zwrotu. Dodatkowy efekt, który ma wpływ na popyt na takie spółki, to niski poziom cen, który umożliwia zakup wielu akcji spółki przy dysponowaniu niewielkim kapitałem. Takie spółki są postrzegane jako te, które gwarantują duży potencjał wzrostowy. Efekt niedowartościowania w Polsce jest widoczny w szczególności na rynku NewConnect, gdzie inwestują głównie inwestorzy indywidualni posiadający mniejszą awersję do ryzyka. Wyniki badań przeprowadzone dla IPO dla okresu 2007–2013 potwierdzają wyższy poziom niedowartościowania wśród spółek o cenie emisyjnej poniżej 1 PLN. W latach 2007–2013 aż 25% spółek debiutowało z ceną poniżej 1 PLN, a ich średnie niedowartościowanie przewyższało dwukrotnie niedowartościowanie pozostałych spółek. Przeprowadzony test wskazuje na istotność statystyczną analizowanych wyników.

Literatura

- [1] Brav A., Gompers P., *The role of lock-up in initial public offerings*, „Review of Financial Studies” 16, 2003.
- [2] Chemmanur T.J., Fulghieri P., *Investment bank reputation, Information Production, and Financial Intermediation*, „The Journal of Finance”, Vol. 49, No. 1, 1994.
- [3] Ibbotson G.R., Jaffe J.F., „The Journal of Finance”, Vol. 30, No. 4 (Sep., 1975).
- [4] Leland H.E., Pyle D.H., *Informational asymmetries, financial structures, and financial intermediation*, „The Journal of Finance”, Vol. 32, No. 2, New Jersey 1977.
- [5] Loughran T., Ritter J., *Why has IPO underpricing changed over time*, „Financial Management” 2003, No. 33.
- [6] Welch I., *Sequential Sales, Learning, and Cascades*, „The Journal of Finance”, June 1992, Vol. 47, No. 2.

Effect of Stocks Par Value on Underpricing of IPO on the NewConnect Market

Summary: This paper examine IPO process executed at NewConnect market in Poland in terms of underpricing. It should be noted that the price of shares of the company carrying out the IPO experience two effects. The first and more common is the effect of underpricing, which appears in the case when the issue price is lower than the price quoted at the close of the first day. However, in a situation where the issue price is higher than the closing price on the first day of trading, the company is overpriced. The effect of underpricing is measured by the immediate rate of return of the IPO. In the literature one can find many of the concepts explaining the cause of these effects most commonly cited reasons are: the asymmetry of information, shareholding structure, quality and position of offering a financial institution or speculation. One of the factors evidencing the impact on the level of underpricing is also the level of issue price of the company conducting an IPO. This article aims to analyze the immediate rate of return of the IPO and the impact on the level of its underpricing on the NewConnect market over the period 2007–2013.

Keywords: IPO, underpricing of IPO.