

Joanna Lizińska*

W poszukiwaniu przyczyn długookresowej reakcji cenowej po dokonaniu emisji IPO

Wstęp

Ocena długoterminowej reakcji cenowej po dokonaniu pierwotnej emisji akcji była przedmiotem szeregu badań dla wielu rynków – przede wszystkim dla Stanów Zjednoczonych, ale również innych krajów, w tym także dla rynków wschodzących. O ile odnotowywany dla pierwotnych emisji akcji (ang. *initial public offering*, IPO) w krótkim okresie *underpricing* zdaje się faktem bezspornym, o tyle rezultaty badań nad reakcją długoterminową wciąż jeszcze trudno nazwać wyczerpującymi i usystematyzowanymi. Zgromadzony materiał empiryczny oraz powstające równolegle teorie i prace o charakterze modelowym są obszerne, jednak w większości mają charakter wycinkowy. Dominuje pogląd, że długoterminowa reakcja cenowa ma charakter negatywny, więc inwestorzy, nabywając akcje spółek dokonujących IPO, generalnie tracą. Równolegle jednak dostępne są badania niepotwierdzające występowania ujemnych relatywnych stóp zwrotu, choć tych jest zdecydowana mniejszość.

Fakt, że przeważająca liczba badań wskazuje na negatywną reakcję rynku w długim okresie, skłaniał do poszukiwania przyczyn takich rezultatów. W zdecydowanej większości opracowań, przywołując czynniki o charakterze behawioralnym założono, że inwestorzy zachowują się w pewnym stopniu nieracjonalnie, w zależności od nastrojów. Druga grupa przyczyn ocenia reakcję cenową jako element długofalowej strategii przedsiębiorstwa, uwzględniającej m.in. perspektywę korzyści odnoszonych podczas kolejnych emisji akcji, odwołując się do hipotezy sygnalizowania wartości spółki. W trzecim nurcie badań negatywna ocena jest postrzegana jako skutek błędnego pomiaru skali zjawiska. Badania odnoszące się do każdej z trzech grup przyczyn są wielowątkowe. Trudność w ostatecznym zdefiniowaniu dwóch pierwszych zasadza się w głównej mierze na tym, że badanie następuje na podstawie przesłanek, pewnych

* Dr, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, joanna.lizinska@ue.poznan.pl, Al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań

mierników pośrednich. Trzeci nurt jest wyzwaniem ze względu na wątpliwości natury statystycznej i konieczność wypracowania kompleksowych sposobów pomiaru reakcji rynkowej.

Rezultaty dotychczasowych badań skłaniają do postawienia wielu pytań. Na przykład, jeżeli długoterminowa reakcja na dokonanie IPO jest rzeczywiście negatywna, to dlaczego inwestorzy nie uczą się, pozwalając przynajmniej od kilkudziesięciu lat swoim kosztem kreować nieuzasadnione korzyści? Dlaczego negatywne stopy zwrotu odnotowywane są również obecnie, po wielu latach od upublicznienia informacji o tej anomalii? Jak wyjaśnić fakt, że skorygowane metody nadal nie są powszechnie wykorzystywane, pomimo dostępności badań wskazujących błędy w stosowanych metodach stwierdzających ujemną reakcję? Wielowątkowość zjawiska często powoduje w badaniach wycinkowe podejście do problemu określenia przyczyn odnotowywania negatywnych długoterminowych stóp zwrotu następujących po emisji IPO. Dlatego celem opracowania jest usystematyzowanie możliwych przyczyn długookresowej reakcji cenowej.

Praca jest efektem szerszych badań wynikających z realizacji umowy na projekt badawczy między Uniwersytetem Ekonomicznym w Poznaniu a Ministerstwem Nauki i Szkolnictwa Wyższego.

1. Przesłanki o podłożu behawioralnym

Najczęściej i najszerszej omawianymi w literaturze przedmiotu teoriami wyjaśniającymi fakt odnotowywania dla tak wielu rynków, tak wielu okresów i przy użyciu tak różnorodnych metod, negatywnych długookresowych stóp zwrotu z akcji spółek dokonujących IPO są te o podłożu behawioralnym. Nie do przecenienia jest teoria rozbieżności opinii opisana przez Millera (ang. *divergence of opinion*). Zgodnie z nią, inwestorzy subiektywnie oceniają wartość spółki [Miller, 1977, s. 1151]. Ci, którzy cechują się największym poziomem optymizmu, dokonują zakupu akcji przedsiębiorstwa wchodzącego na giełdę po cenach postrzeganych przez pozostałych inwestorów jako nadmiernie wysokie. To oni ustalają wówczas cenę. Im wyższy poziom rozbieżności opinii odnośnie do wysokości stóp zwrotu z akcji, tym jest ona wyższa. Największa rozbieżność co do stóp zwrotu następuje w momencie dokonywania emisji — spółka jest wówczas dla rynku dużą niewiadomą: odnośnie do zyskowności, planów na przyszłość, szans na powodzenie realizacji zamierzonych

przedsięwzięć. Dlatego trudno jest wtedy nowym inwestorom pozyskać informacje o jej rzeczywistej sytuacji, a relatywnie łatwo oczekiwać korzystnych rezultatów z inwestycji. W miarę upływu czasu uczestnicy rynku nabywają głębszą wiedzę o rzeczywistej kondycji i działaniach spółki. Na skutek zmniejszania się niepewności, wycena najbardziej nawet entuzjastycznych inwestorów staje się mniej optymistyczna, co znajduje odzwierciedlenie w spadku ceny akcji, co wyjaśnia relatywnie niższe stopy zwrotu w porównaniu ze spółkami, dla których poziom niepewności pozostaje bez zmian.

Miller zakłada, że dla tych emisji, które podczas wejścia na giełdę cechują się najwyższym poziomem niepewności, cena początkowa jest wysoka, ale też stopy zwrotu w długim okresie powinny być następnie niskie [Miller, 2000, s. 9]. Poziomu niepewności w momencie przeprowadzania emisji nie można zmierzyć w sposób bezpośredni. Dlatego Miller odwołuje się do miar pośrednich – takich, które pozwalają na przybliżenie skali zjawiska.

Jedną z takich miar stanowi wskaźnik beta. Dostępne są badania, zgodnie z którymi wskaźnik ten malał w okresie po emisji, równoległe z obserwowaną tendencją spadku ceny [Clarkson, Thompson, 1990, s. 442; Ritter, 1991, s. 3]. Wraz z obecnością spółki na giełdzie maleje stopień niepewności odnośnie do jej płynności i poziomu ryzyka, a wraz ze spadkiem tej niepewności następuje obniżanie ceny.

Poziom rozbieżności opinii dla spółek dokonujących IPO może być pośrednio mierzony poprzez obserwację zmienności cen i stóp zwrotu. Nie jest jednakże możliwe jej określenie przed emisją czy w dniu jej dokonania. W swoich badaniach Carter i inni wykazali, że im wyższa zmienność stóp zwrotu w roku po dokonaniu emisji, tym niższa relatywna trzyletnia stopa zwrotu [Carter i inni, 1998, s. 299]. Takie rezultaty można interpretować jako spójne z teorią Millera.

Teorię rozbieżności opinii mogą również potwierdzać wnioski płynące z obserwowanej zależności pomiędzy underpricing a długoterminowymi stopami zwrotu. Już wyniki badań Rittera wykazały, że spółki znajdujące się w kwintylu cechującym się najwyższym (najniższym) underpricingiem osiągały najniższe (najwyższe) relatywne trzyletnie stopy zwrotu [Ritter, 1991, s. 3].

Zgodnie z teorią Millera, im większy stopień niepewności, tym wyższy underpricing oraz niższe długoterminowe relatywne stopy zwrotu.

Oczekuje się, że niepewność ta powinna być większa w odniesieniu do spółek słabszych. Jedną z miar pozwalających pośrednio określić kondycję czy stabilność spółki jest jej wielkość, wyrażana przez wartość kapitałów własnych, względnie wartość sprzedaży, wartość jej aktywów bądź wielkość samej emisji. Im mniejsza spółka (w założeniu – o słabszej pozycji), tym niższe powinny być długookresowe stopy zwrotu po emisji [Brav i inni, 1997, s. 1791; Bildik, Yilmaz, 2008, s. 11; Levis, 1993, s. 28]. Również wiek firmy może umożliwić pośredni pomiar jakości przedsiębiorstwa, przy założeniu, że przekłada się to na poziom ryzyka jego działania. Niższe długoterminowe stopy zwrotu powinny cechować przedsiębiorstwa funkcjonujące krócej [Carter i inni, 1998, s. 285].

Pośredni pomiar rozbieżności opinii w okresie emisji jest również możliwy poprzez odwołanie do jakości informacji udostępnianych w czasie emisji IPO, mierzonej poziomem reputacji *underwritera*. Dla spółek, które dokonują emisji przy wsparciu mniej prestiżowego *underwritera*, oczekuje się większego poziomu rozbieżności opinii i wyższych cen w momencie dokonywania IPO i w konsekwencji niższych stóp zwrotu w długim okresie [Carter i inni, 1998, s. 285].

Na tle hipotezy rozbieżności opinii można wyróżnić argumenty odwołujące się do mody panującej w danych okresach na rynku (ang. *fads*) i do – bardziej lub mniej – optymistycznych nastrojów panujących wśród inwestorów w tym czasie (ang. *investor sentiment*). Długookresowa reakcja rynku może być również postrzegana przez pryzmat dążenia menedżerów do uplasowania emisji na rynku w dogodnym momencie, gdy inwestorzy są nastawieni bardzo optymistycznie (ang. *market-timing*). Sytuacja, gdy rynek wysoko wycenia walory, może mieć również związek z celowym kreowaniem kondycji spółki na korzystną, bez rzeczywistych podstaw ku temu (ang. *window-dressing*).

Różne mogą być przesłanki faktu, że pewna część inwestorów za wyżej początkową cenę, wykazując się nieuzasadnionym optymizmem. Optymizm ten można wyjaśnić, odwołując się do nastrojów inwestorów. Włączenie czynników behawioralnych w proces dokonywania decyzji na rynku kapitałowym powoduje, że wycena rynkowa może różnić się od prawdziwej wartości fundamentalnej [Brav, Gompers, 2000, s. 209]. Nastroje inwestorów można określić jako wiarę co do przyszłych przepliwów pieniężnych i ryzyka inwestycyjnego, która nie jest uzasadniona dostępnymi faktami, w wyniku czego inwestorzy, wyceniając akcje spó-

łek dokonujących IPO reagują niewspółmiernie do posiadanych informacji o kondycji spółki [Baker, Wurgler, 2006, s. 2]. Ci inwestorzy, którzy podlegają wpływowi nastroju podczas podejmowania decyzji na rynku kapitałowym, reagują nadmiernie lub zbyt słabo (tzw. *noise traders*) [Shleifer, Summers, 1990, s. 19]. Dzieje się tak szczególnie wobec tych przedsiębiorstw, co do których istnieją trudności dokonania oceny ich prawdziwej wartości i zapewnienia w tych działaniach obiektywizmu. Należec do nich mogą młode firmy z niską kapitalizacją, dużą zmiennością stóp zwrotu, firmy wzrostowe, o dużym stopniu niepewności odnośnie do przyszłości, przedsiębiorstwa cechujące się krótkimi szeregami danych bądź zupełnym brakiem informacji historycznych.

Zaobserwowano, że w sytuacji, gdy na rynku panują nastroje szczególnie optymistyczne, plasowanych jest wiele emisji [Ljungqvist i inni, 2006, s. 19; Schuster, 2003, s. 9]. Spółki dokonujące IPO w tych okresach (ang. *hot market*) wykazywały często gorsze długoterminowe stopy zwrotu w porównaniu z firmami dokonującymi emisji w okresach mniejszej intensywności ofert [por. Loughran, Ritter, 1995, s. 23]. Narzuca się w związku z tym pytanie: czy menedżerowie nie wykorzystują entuzjazmu części inwestorów w okresach *hot market*, aby emisji dokonywały w tym czasie spółki będące w gorszej kondycji? Nie zaobserwowano jednak istotnych różnic pomiędzy spółkami dokonującymi emisji podczas silnej i słabej aktywności emisyjnej [Helwege, Liang, 2004, s. 541].

Istnienie okresów, w których pewna grupa inwestorów jest nastawiona bardzo optymistycznie, może skłaniać do stawiania hipotez mówiących o tym, że to menedżerowie wykorzystują panujące nastroje, podejmując decyzję o momencie plasowania akcji na rynku [Loughran i inni, 1994, s. 165], co funkcjonuje pod pojęciem *market-timing*. Na tę decyzję może również — obok warunków rynkowych — wpłynąć kondycja spółki. Obserwacja sytuacji finansowej w okresie przed i po dokonaniu IPO prowadzi do wniosku, że generalnie emisje są dokonywane wówczas, gdy sytuacja finansowa wygląda na szczególnie dobrą. Do emisji dochodzi często w momentach najlepszej kondycji w perspektywie długookresowej [Levis, 1993, s. 28], a wysokie ceny odnotowywane krótko po wejściu na giełdę mogą być odzwierciedleniem przejściowej tylko poprawy sytuacji [Loughran, Ritter, 1995, s. 23]. Co więcej, polepszenie kondycji może być w ogóle złudne, gdyż menedżerowie mogą wcześniej kreować atrakcyjne dla inwestorów wartości, pomimo braku rzeczywistych pod-

staw ku temu. Wykazano m.in., że menedżerowie są skłonni w okresach okołoe emisyjnych do manipulowania zyskami [Teoh i inni, 1998, s. 1935; Pastor-Llorca, Poveda-Fuentes, 2005, s. 1; Roosenboom i inni, 2003, s. 243].

Próby empirycznego wyjaśnienia długoterminowej reakcji cenowej przy wsparciu teorii rozbieżności opinii poprzez wskazanie na nadmierny optymizm inwestorów czy też optymizm inwestorów celowo wykorzystywany przez menedżerów są zadaniem niezwykle trudnym. Wiele hipotez pomocniczych, takich jak *market-timing*, *window-dressing*, hipoteza *hot market*, może funkcjonować bowiem równolegle, dotykając jednocześnie zagadnienia underpricingu i wyceny długoterminowej.

2. Przejaw kosztów sygnalizacji

Teorię sygnałów na gruncie finansów przedsiębiorstw jako pierwsi rozwinęli Ross oraz Leland i Pyle [Ross, 1977, s. 23; Leland, Pyle, 1977, s. 371]. Zgodnie nią, menedżerowie, celowo dobierając źródła finansowania przedsiębiorstwa (w tym przypadku podejmując decyzję o emisji akcji, mogą przekazywać do otoczenia sygnały o przyszłych wynikach. Strategia taka powinna generować wartość dla silnych firm, cechujących się jednak wysokim poziomem asymetrii informacji. Inne (słabsze) firmy nie będą w stanie naśladować działań silniejszych przedsiębiorstw, gdyż wiązałoby się to dla nich z nadmiernie wysokimi kosztami.

Wyjaśnienie długoterminowych stóp zwrotu na podstawie kosztów sygnalizacji jest możliwe poprzez powiązanie reakcji krótko- i długookresowej na dokonanie emisji przez spółkę oraz zamierzeń co do dokonywania kolejnych emisji w przyszłości. Zgodnie z teorią sygnalizacji, początkowy underpricing jest ujmowany jako sygnał jakości przedsiębiorstwa. Firmy będące w dobrej kondycji w momencie pojawienia się na giełdzie, będą sobie w stanie zrekompensować niskie ceny emisyjne podczas IPO, przeprowadzając kolejne emisje, gdy ceny będą wyższe w porównaniu z poziomem, gdyby sygnał nie był wysłany do inwestorów [Allen, Faulhaber, 1989, s. 303]. Tym samym, underpricing będzie swoistym dyskontem, chwilową stratą dla firmy, ale poprzez to wiarygodnym sygnałem przyszłej kondycji i zapowiedzią powrotu na giełdę z nową emisją na korzystnych warunkach. Firmy spodziewające się gorszych rezultatów nie będą w stanie oferować niskiej ceny emisyjnej podczas IPO [Grinblatt, Hwang, 1989, s. 393; Welch, 1989, s. 421].

Zgodnie z teorią sygnalizacji, im większy początkowy underpricing, tym wyższe powinny być długoterminowe stopy zwrotu [Michaely, Shaw, 1994, s. 279] – tylko wtedy wysokie ceny podczas kolejnych emisji zrekompensują firmom mniejsze wpływy podczas IPO. Wsparciem dla teorii sygnalizacji mogą być wyniki badań wskazujące na pozytywną relację między underpricingiem oraz liczbą kolejnych emisji dokonywanych po pierwszym roku od wejścia na giełdę a kondycją spółki po emisji [Lee i inni, 1996, s. 1189; Álvarez, Gonzalez, 2005, s. 344].

3. Efekt niedoskonałości w procesie szacowania reakcji cenowej

Wyniki wieloletnich badań nad długoterminową reakcją cenową na dokonanie IPO wskazują na ogromne zróżnicowanie rezultatów w zależności od przyjętego sposobu szacowania skali zjawiska. Dla przykładu, Rajan i Servaes oszacowali stopy zwrotu w zależności od przyjętego benchmarku na poziomie od 17% do 47% [Rajan, Servaes, 1997, s. 507] Levis – pomiędzy 8% a 23% [Levis, 1993, s. 28]. Ritter oraz Fama i French, a także Fama to autorzy jednych z wielu badań koncentrujących się wokół zagadnienia wrażliwości długoterminowych ponadnormalnych stóp zwrotu na dobór stopy porównawczej [Ritter, 1991, s. 3; Fama, French, 1996, s. 55; Fama, 1998, s. 283]. Ogromna rozpiętość wyników osiąganych dla tych samych nawet krajów i okresów badawczych, w zależności od przyjętego sposobu liczenia stóp zwrotu, od benchmarku czy wreszcie od zastosowanych testów istotności sprawia, że rezultaty badań wskazujących na negatywną reakcję rynkową w okresie po dokonaniu IPO są podawane w wątpliwość. Tym samym, negatywne (w większości) długoterminowe stopy zwrotu mogą być tłumaczone niewłaściwym sposobem pomiaru charakteru zjawiska.

Zasadniczy problem z szacowaniem skali długoterminowej reakcji tkwi w doborze benchmarku tak, aby był on właściwy ze względu na poziom ryzyka spółki dokonującej IPO i grupy porównawczej. W wielu badaniach problem ten jest upraszczany poprzez odniesienie do indeksu giełdowego. Rozwiązanie tej kwestii jest szczególnie trudne dla mniejszych giełd, gdzie znacznym ograniczeniem dla standardowych metod doboru portfela referencyjnego jest mała liczebność ogółu notowanych spółek. Uwzględnienie innych czynników ryzyka niż ryzyko rynkowe sprawia, że ujemne długoterminowe ponadnormalne stopy zwrotu znacząco się zmniejszają, czy wręcz zbliżają do zera. Na przykładu,

uwzględnienie przy doborze benchmarku wielkości spółki oraz wskaźnika wartości księgowej do rynkowej spowodowało, że nie zaobserwowano negatywnej reakcji rynkowej [Brav, Gompers, 1997, s. 1701; Brav i inni, 2000, s. 209; Ritter, Welch, 2002, s. 1795]. Eckbo i Norli [Eckbo, Norli 2005, s. 1] wykazali, że negatywne długoterminowe stopy zwrotu znikają po uwzględnieniu cech spółek dokonujących emisji. Wskazują, że ryzyko maleje w konsekwencji dokonania emisji na skutek redukcji dźwigni oraz zwiększenia płynności. Rezultaty m.in. takich badań skłaniają do poszukiwania odpowiednich metod doboru benchmarku, aby możliwe było uwzględnienie jak największej liczby cech spółek, przykładowo metody *propensity score matching*. Jej zastosowanie do ewaluacji skutków kolejnych emisji akcji nie prowadziło generalnie do odnotowania ponadnormalnych stóp zwrotu istotnie różnych od zera pomimo wielokrotnego odnotowywania negatywnych stóp zwrotu we wcześniejszych badaniach.

Zwrócenie uwagi na cechy spółek dokonujących IPO ma jeszcze jeden istotny wymiar. Spółki wchodzące na giełdę mają swoją charakterystykę i wiele wyników badań wskazuje na to, że to właśnie fakt posiadania tych cech decyduje o odnotowaniu negatywnych długoterminowych stóp zwrotu. Fama [Fama, 1998, s. 283], odwołując się do rezultatów wcześniejszych badań [Brav, Gompers, 1997, s. 1701] stwierdza, że negatywna reakcja cenowa jest raczej skutkiem posiadania przez firmę dokonującą emisji określonych cech, a nie efektem samej emisji. Tym samym przyjęcie właściwego benchmarku dobrane ze względu na charakterystykę spółek powoduje, że długoterminowe stopy zwrotu dla firm dokonujących emisji nie różnią się od stóp zwrotu osiąganych przez spółki podobne, ale niewchodzące na giełdę.

Istotne problemy natury statystycznej związane z pomiarem długoterminowych stóp zwrotu podnosili również Sefcik i Thompson, Barber i Lyon, czy Kothari i Warner [Sefcik, Thompson, 1986, s. 316; Barber, Lyon, 1997, s. 341; Kothari, Warner, 1997, s. 301]. Wątpliwości co do testów statystycznych, problematyczne stosowanie skumulowanych nadzwyczajnych stóp zwrotu, problem ważenia stóp zwrotu to tylko niektóre z podnoszonych wątpliwości, podważających rezultaty wielu dotychczasowych badań, wskazujących na istnienie negatywnej relatywnej reakcji cenowej w długim okresie.

Zakończenie

Pomiar i wyjaśnienie długoterminowej reakcji cenowej na dokonanie pierwszej publicznej emisji jest problemem zdecydowanie bardziej wielopłaszczyznowym niż problematyka krótkookresowej wyceny (underpricingu). Przytłaczająca większość badań poświęconych obserwacji relatywnych stóp zwrotu w latach po dokonaniu IPO — na różnych giełdach i dla różnych horyzontów badawczych — konkluduje stwierdzeniem, że stopy te mają charakter negatywny. To skłania do poszukiwania przyczyn osiągnięcia takich właśnie rezultatów.

Pierwsza ich grupa odwołuje się do teorii rozbieżności opinii, wskazując na motywy behawioralne, w tym nastroje inwestorów. Wyniki szczegółowych badań pozostawiają jednak pewien niedosyt odpowiedzi: dlaczego inwestorzy od lat popełniają ten sam błąd?, dlaczego inwestorzy pozwalają się oszukiwać menedżerom, którzy w dość oczywisty sposób manipulują obrazem rzeczywistej kondycji spółki?

Pojawiają się również próby wyjaśnienia negatywnej reakcji cenowej poprzez argumentację racjonalną, bo splatając underpricing z długookresowym kształtowaniem się stóp zwrotu i planami co do przyszłych emisji. Perspektywa kosztów sygnalizacji pozwala spojrzeć na underpricing jak na swego rodzaju dyskonto, stanowiące sygnał dla inwestorów o dobrej kondycji spółki, która powróci na giełdę, dokonując kolejnych emisji na korzystniejszych warunkach.

Odwołania do nastrojów inwestorów oraz do wieloletnich strategii splatających emisje pierwotne i wtórne łączy jednak cecha wspólna — założenie, że reakcja długookresowa ma charakter negatywny i to na wysokim poziomie istotności statystycznej i ekonomicznej. Cóż jednak, jeżeli tak nie jest? Tu do głosu dochodzą opinie podnoszące głównie problemy natury statystycznej, uwypuklające nieścisłości, zaniechania czy wręcz błędy podważające wiarygodność wielu badań, które wcześniej wskazywały na potężną negatywną reakcję cenową. Rozwikłanie tej trójpłaszczyznowej dyskusji wydaje się możliwe jedynie poprzez szeroką analizę materiału empirycznego, połączoną z wnikliwym zbadaniem przesłanek teoretycznych, gdyż dotychczasowym próbom wyjaśnienia zjawiska brak kompleksowości.

Literatura

1. Allen F., Faulhaber G.R. (1989), *Signalling by underpricing in the IPO market*, „Journal of Financial Economics”, vol. 23, no. 2.
2. Álvarez S., Gonzalez V.M. (2005), *Signalling and the long-run performance of Spanish Initial Public Offerings (IPOs)*, „Journal of Business Finance and Accounting”, vol. 32, no. 1-2.
3. Baker M., Wurgler J. (2006), *Investor sentiment and the cross-section of stock returns*, „Journal of Finance”, vol. 61, no. 4.
4. Barber B.M., Lyon J.D. (1997), *Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics*, „Journal of Financial Economics”, vol. 43, no. 3.
5. Bildik R., Yilmaz M.K. (2008), *The market performance of Initial Public Offerings in the Istanbul Stock Exchange*, <http://papers.ssrn.com/>, dostęp dnia 23.10.2012.
6. Brav A., Geczy C., Gompers P.A. (2000), *Is the abnormal return following equity issuances anomalous?*, „Journal of Financial Economics”, vol. 56, no. 2.
7. Brav A., Gompers P.A. (1997), *Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: evidence from venture and nonventure capital-backed companies*, „Journal of Finance”, vol. 52, no. 5.
8. Carter R.B., Dark F.H., Singh A.K. (1998), *Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks*, „Journal of Finance”, vol. 53, no. 1.
9. Clarkson P.M., Thompson R. (1990), *Empirical estimates of beta when investors face estimation risk*, „Journal of Finance”, vol. 45, no. 2.
10. Eckbo B.E., Norli Ø. (2005), *Liquidity risk, leverage and long-run IPO returns*, „Journal of Corporate Finance”, vol. 11, no. 1-2.
11. Fama E. (1998), *Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance*, „Journal of Financial Economics”, vol. 49, no. 3.
12. Fama E., French K.R. (1996), *Multifactor explanations of asset pricing anomalies*, „Journal of Finance”, vol. 51, no. 1.
13. Grinblatt M., Hwang C.Y. (1989), *Signalling and the pricing of new issues*, „Journal of Finance”, vol. 44, no. 2.
14. Helwege J., Liang N. (2004), *Initial public offerings in hot and cold markets*, „Journal of financial and Quantitative Analysis”, vol. 39, no. 3.
15. Kothari S.P., Warner J.B. (1997), *Measuring long-horizon security price performance*, „Journal of Financial Economics”, vol. 43, no. 3.

16. Lee J.L., Taylor S.L., Walter T.S. (1996), *Australian IPO pricing in the short and long run*, „Journal of Banking & Finance”, vol. 20, no. 7.
17. Leland H., Pyle D. (1977), *Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation*, „The Journal of Finance”, vol. 32, no. 2.
18. Levis M. (1993), *The long-run performance of Initial Public Offerings: the UK Experience 1980-88*, „Financial Management”, vol. 22, no. 1.
19. Ljungqvist A., Nanda V., Singh R. (2006), *Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing*, „Journal of Business”, vol. 79, no. 4.
20. Loughran T., Ritter J.R. (1995), *The new issues puzzle*, „Journal of Finance”, vol. 50, no. 1.
21. Loughran T., Ritter J.R., Rydqvist K. (1994), *Initial Public Offerings: international insights*, „Pacific-Basin Finance Journal”, vol. 2, no. 2-3.
22. Michaely R., Shaw W.H. (1994), *The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse- Selection and Signaling Theories*, „Review of Financial Studies”, vol. 7, no. 2.
23. Miller E.M. (1977), *Risk, uncertainty, and divergence of opinion*, „Journal of Finance”, vol. 32, no. 4.
24. Miller, E.M. (2000), *Long run underperformance of initial public offerings: an explanation*, Department of Economics and Finance Working Papers, 1991-2006, Paper 16, <http://scholarworks.uno.edu/>, dostęp dnia 5.11.2012.
25. Pastor-Llorca M.J., Poveda-Fuentes F. (2005), *Earnings management and the long-run performance of Spanish Initial Public Offerings*, <http://papers.ssrn.com>, dostęp dnia 14.02.2013.
26. Rajan R., Servaes H. (1997), *Analyst following of Initial Public Offerings*, „Journal of Finance”, vol. 52, no. 2.
27. Ritter J.R. (1991), *The long-run performance of initial public offerings*, „Journal of Finance”, vol. 46, no. 1.
28. Ritter J.R., Welch I. (2002), *A review of IPO activity, pricing, and allocations*, „Journal of Finance”, vol. 57, no. 4.
29. Roosenboom P., van der Goot T., Mertens G. (2003), *Earnings management and initial public offerings: evidence from the Netherlands*, „International Journal of Accounting”, vol. 38, no. 3.
30. Ross S. (1977), *The determination of financial structure: the incentive signalling approach*, „The Bell Journal of Economics”, vol. 8, no. 1.
31. Schuster J.A. (2003), *The Cross-Section of European IPO Returns*, <http://eprints.lse.ac.uk/>, dostęp dnia 19.11.2012.

32. Sefcik S.E., Thomson R. (1986), *An approach to statistical inference in cross-sectional models with security abnormal returns as dependent variable*, „Journal of Accounting Research”, vol. 24, no. 2.
33. Shleifer A., Summers L.H. (1990), *The noise trader approach to finance*, „Journal of Economic Perspectives”, vol. 4, no. 2.
34. Teoh S.H., Welch I., Wong T.J. (1998), *Earnings management and the long-run market performance of Initial Public Offerings*, „Journal of Finance”, vol. 53, no. 6.
35. Welch I. (1989), *Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of Initial Public Offerings*, „Journal of Finance”, vol. 44, no. 2.

Streszczenie

Wiele badań z ostatnich lat poświęcono kwestii pomiaru długookresowej reakcji cenowej na dokonanie pierwotnych emisji akcji. Przeważająca ich część wskazuje na istnienie negatywnych stóp zwrotu, aczkolwiek rezultaty są silnie zróżnicowane. Przeprowadzone badania wyłaniają kilka możliwych przyczyn. Pierwsza z nich odwołuje się do teorii rozbieżności opinii i ma podłoże behawioralne. Odnosi się do tezy *hot-market*, problemu plasowania emisji w odpowiednim czasie oraz zagadnienia kreowania kondycji spółki na bardziej korzystną. Długoterminową reakcję można wyjaśnić również na gruncie teorii sygnałów. Wówczas *underpricing* jest swego rodzaju dyskontem oferowanym w celu sygnalizowania wartości spółki, a mniejsze wpływy podczas IPO są rekompensowane podczas kolejnych emisji. W trzecim nurcie badań negatywna reakcja postrzegana jest jako błąd pomiaru wynikający z niedostatków warsztatu statystycznego wykorzystywanego do oceny konsekwencji działań przedsiębiorstw. Ostateczne rozwiązanie problemu długoterminowej reakcji na dokonanie IPO wymaga kompleksowych badań empirycznych.

Słowa kluczowe

emisje akcji, rynek kapitałowy

In search of the explanation of the long term IPO performance (Summary)

Many empirical studies in recent years have tried to evaluate the effect of initial equity issues on the long-run price behavior. The vast number of research results suggests the existence of long-term underperformance after IPO, although the results are very differentiated. The research shows that the possible explanations of the underperformance are mixed. One of them is based on the divergence of opinion hypothesis and concerns behavioral explanations. It relates to the hot market thesis, the market-timing thesis or window-dressing problem.

Next, the signaling hypothesis aims to explain the long-term returns. Underpricing is viewed as a discount that is offered in order to signal the company value and the firm will recoup this loss during seasoned offering. Finally, the negative reaction after IPO can be seen as a mistake during the evaluation process which is in line with many statistical questions that have been pointed out so far. The final answer to the problem of the long-term market reaction after IPO requires comprehensive empirical studies.

Keywords

equity issues, capital market

