

**Dominika Fijałkowska\***  
**Michał Muszyński\*\***  
**Marek Pauka\*\*\***

## **Zjawisko underpricingu a ład korporacyjny na rynku NewConnect**

### **Wstęp**

Celem artykułu jest analiza zjawiska underpricingu w ujęciu krótko- i długookresowym emitentów na rynku NewConnect oraz wskazanie czynników z zakresu ładu korporacyjnego, które mają wpływ na zmianę stopy zwrotu z akcji w stosunku do pierwszej ceny notowania. Badania przeprowadzono na próbie 20% emitentów, którzy weszli na NewConnect do końca 2011 roku. Metody badawcze, które zastosowano, to analiza korelacji i regresji poziomu underpricingu w ujęciu krótko- i długookresowym ze zmiennymi określającymi poziom ładu korporacyjnego wśród badanych spółek. Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2011/01/D/HS4/05926.

### **1. Przegląd literatury**

Zjawisko ponadprzeciętnych stóp zwrotu w odniesieniu do pierwszego dnia notowań (IPO – Initial Public Offering) emitentów na rynkach regulowanych jest w literaturze przedmiotu szeroko omawiane. Pomimo rosnącego znaczenia rynków giełdowych nieregulowanych (ASO – Alternatywnych Systemów Obrotu, takich jak NewConnect) liczba publikacji dotyczących tego rynku, w których zjawisko to poddano by analizie, jest bardzo mała [Wołoszyn, 2012; Zawadka, 2012]. W opracowaniach autorów zagranicznych rynki te są w większości przypadków pomijane.

Wśród 10 ASO funkcjonujących w państwach Unii Europejskiej, najdynamiczniej rozwija się polski rynek NewConnect. Na koniec stycznia 2013

---

\* Dr inż., Katedra Finansów, Wydział Nauk Ekonomicznych, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław, dominika.fijalkowska@ue.wroc.pl

\*\* Dr, Katedra Finansów, Wydział Nauk Ekonomicznych, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław, michal.muszynski@ue.wroc.pl

\*\*\* Dr, Katedra Finansów, Wydział Nauk Ekonomicznych, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław, marek.pauka@ue.wroc.pl

roku liczba spółek notowanych na tym rynku wynosiła 431, ustępując tylko londyńskiemu AIM pod względem liczby emitentów. Od drugiego roku funkcjonowania (2008) liczba debiutów na polskim ASO zdecydowanie przewyższa liczbę z rynku regulowanego, co przedstawia tablica 1.

**Tablica 1. Liczba debiutów oraz stopy zwrotu z indeksów na rynku regulowanym oraz NewConnect Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2007–2013**

	Rok	2013*	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Rynek regulowany	Debiuty	2	19	38	34	13	33	81
	Stopa zwrotu z NCIndex (%)	-2,49	26,24	-20,83	18,77	46,85	-51,07	10,39
New Connect	Debiuty	5	89	172	86	26	61	24
	Stopa zwrotu z WIG (%)	1,41	-20,09	-34,39	27,65	30,14	-73,51	44,17

\* na dzień 31.01.2013

Źródło: [gpw], [newconnect].

Ta specyficzna moda na NewConnect wiąże się zarówno z istnieniem wciąż dużej luki kapitałowej dla spółek małych, ale na popularność ma wpływ także ponadprzeciętna aktywność autoryzowanych doradców, który to rynek do pewnego momentu rozwijał się praktycznie bez barier wejścia, co oczywiście miało przełożenie na jakość inwestycyjną wprowadzanych podmiotów.

Dotychczas pojawiło się kilka teorii tłumaczących przyczyny oraz skutki underpricingu na rynkach akcji. Wśród najbardziej znanych można wymienić: teorię asymetrii informacji (w tym teorię sygnałów) [Amihud i inni 2003; Baron, Holmström 1980; Rock, 1986; Welch, 1989], teorię instytucjonalną [Hensler, 1995; Hughes, Thakor, 1992; Tinic, 1998], teorie behawioralne [Ljungqvist i inni 2006; Ritter, 1991; Welch, 1992], teorie z zakresu ładu korporacyjnego [Brennan, Franks, 1997; Pagano i inni, 1998; Zingales, 1995].

Najczęściej przywoływaną teorią jest teoria asymetrii informacji i negatywnej selekcji [Akerlof, 1970], Ritter (1984), Beatty i Ritter (1986) oraz Rock (1986) stworzyli modele teoretyczne, których założeniem jest istnienie dwóch grup inwestorów: posiadających wystarczające informacje na temat emitenta i jego akcji (doinformowanych) oraz nieposiadających wystarczających informacji (niedoinformowanych) [Grossman, 1976]. Im większa niepewność co do rzeczywistej ceny nowych akcji, tym większa przewaga doinformowanych inwestorów i tym większe dyskonto, które emitent musi uwzględnić, aby skłonić niedoinformowanych inwestorów

do inwestycji w celu powodzenia emisji i tym większe ryzyko negatywnej selekcji przez niedoinformowanych inwestorów, co jest skutkiem braku wcześniejszych działań tych inwestorów, mających na celu pozyskanie informacji [Ritter, 1984; Beatty, Ritter 1986, Rock, 1986].

Emitent może zredukować poziom niepewności *ex ante* (przed IPO) poprzez sygnalizowanie jakości IPO, używając różnych mechanizmów, takich jak: utrzymanie dużych pakietów akcji przez insiderów (założycieli spółki, kadre zarządzającą) w okresie po wejściu na RR [Datar i inni, 1991], zatrudnienie wysokiej jakości audytorów [Beatty, Ritter, 1986; Ritter, Welch, 2002] oraz cieszących się dużą reputacją gwarantów emisji [Beatty, Ritter, 1986].

Teorie z obszaru ładu korporacyjnego odnoszą się do rozdziału własności i kontroli, co ma miejsce w momencie wejścia spółki na giełdę i pojawienia się w związku z tym problemu agent – pryncypał pomiędzy akcjonariuszami, którzy zarządzają spółką i tymi, którzy nie zasiadają w zarządzie [Jensen, Meckling, 1976].

Dotychczasowi jedyni właściciele, często założyciele spółki, którzy nią zarządzają, mogą wykazywać niechęć przed oddaniem częściowej kontroli i byciem monitorowanym przez nowych akcjonariuszy. Stąd też underpricing w tej sytuacji ma służyć do ograniczenia możliwości dokonania zakupu dużych pakietów akcji na korzyść rozdrobnienia akcjonariatu, co ogranicza możliwości kontroli przez inwestorów giełdowych, a także zmniejsza ryzyko przyjaznych przejęć [Brennan, Franks, 1997; Shleifer, Vishny, 1986; Grossman, Hart 1980], co potwierdzają badania empiryczne przeprowadzone na rynku brytyjskim w latach 1986–1989 [Brennan, Franks, 1997].

Natomiast Zingales (1995) uważa, iż zjawisko niedowartościowania akcji przy IPO wynika ze strategii dotychczasowych właścicieli do pozbycia się większego pakietu akcji w okresie kilku lat po wprowadzeniu spółki na giełdę, a rozporoszony akcjonariat pozwala na wynegocjowanie wyższej ceny przy sprzedaży pakietów kontrolnych [Zingales, 1995]. Badania empiryczne przeprowadzone we Włoszech oraz w Stanach Zjednoczonych potwierdzają większą skłonność u nowych spółek na giełdzie do sprzedaży dużych pakietów akcji przez dotychczasowych właścicieli. Wśród włoskich emitentów do takich transakcji dochodzi dwa razy częściej w krótkim okresie po IPO niż wśród spółek niepublicznych [Pagano i inni, 1998]. Badania przeprowadzone na rynku w Stanach Zjednoczonych pokazują, że tuż przed IPO rada dyrektorów średnio posiada 66% akcji, 44% zaraz po wejściu na giełdę, co zmniejsza się do 29% w przeciągu kolejnych 5 lat i kolejno do 18% przez następne 10 lat [Mikkelson i inni, 1997].

Badania teoretyczne i empiryczne analizują ponadprzeciętne stopy zwrotu (dodatnie i ujemne) w horyzoncie czasowym krótko i długookresowym. W ujęciu krótkookresowym analizowana jest stopa zwrotu z pierwszego dnia notowań akcji lub z kilku pierwszych dni notowań, liczona jako prosta stopa zwrotu albo nadwyżkowa stopa zwrotu ponad zmianę indeksów giełdowych. Liczne badania empiryczne pokazują, że akcje notowanych spółek osiągają dodatnie ponadprzeciętne stopy zwrotu w pierwszym dniu/dniach wejścia na rynek regulowany. Artykuły z rynku amerykańskiego (Stanów Zjednoczonych) pokazują, że w latach 1960–1992 średnia stopa zwrotu wyniosła 15,3% na próbie 10 626 spółek [Ibbotson i inni, 1994], w latach 1977–1982 14,8% i 47,8%, odpowiednio na próbie 664 i 364 spółek [Ritter, 1987]. W Niemczech natomiast uzyskano wynik 9,2% na próbie 180 spółek w latach 1970–1993 [Ljungqvist, 1997], a w Hiszpanii 10,8% dla próby 85, w latach 1982–1990 [Dhatt, 1993]. W krajach rozwijających się można zaobserwować zdecydowanie wyższe wartości underpricingu krótkoterminowego. W Malezji na próbie 21 spółek w latach 1978–1983 odnotowano średnią stopę zwrotu na poziomie 166,6% [Dawson, 1987], w Brazylii 78,5% dla 28 spółek w latach 1979–1990 [Aggarwal i inni, 1993], a w Tajlandii 58,1% (32 spółki w latach 1988–1989) [Wethyavivorn, Koo-Smith, 1991].

W ujęciu długookresowym underpricingu porównywane są stopy zwrotu z pierwszego dnia ze stopami zwrotu od 1 roku do nawet 6 lat po wejściu spółki na giełdę, z odniesieniem do średnich stóp zwrotu z rynku (indeksów giełdowych). Badania empiryczne nie dają jednoznacznych wyników nawet dla spółek notowanych na tym samym rynku (uzyskano zarówno dodatnie, jak i ujemne stopy zwrotu w zależności od badanego okresu, horyzontu czasowego i wielkości próby). Analiza IPO w Stanach Zjednoczonych pokazała, że w latach 1965–1988 na próbie 46 spółek i horyzoncie 3 lat średnia nadwyżkowa stopa zwrotu wyniosła 33,6% [Cusatis i inni, 1993], natomiast dla podobnego okresu (w latach 1967–1987), ale dla próby 3 656 spółek i 6 lat po IPO stopa zwrotu wyniosła -33,3% [Loughran, 1993]. Biorąc pod uwagę ten sam horyzont czasowy, na próbie 99 spółek w latach 1985–1988 w Korei uzyskano wynik 91,6% [Kim i inni, 1995], w Niemczech -12,1% dla 145 spółek w latach 1970–1990 [Ljungqvist, 1997], a Brazylii -47% dla 62 spółek w latach 1980–1990 [Aggarwal i inni, 1993].

## 2. Metodyka przeprowadzonych badań

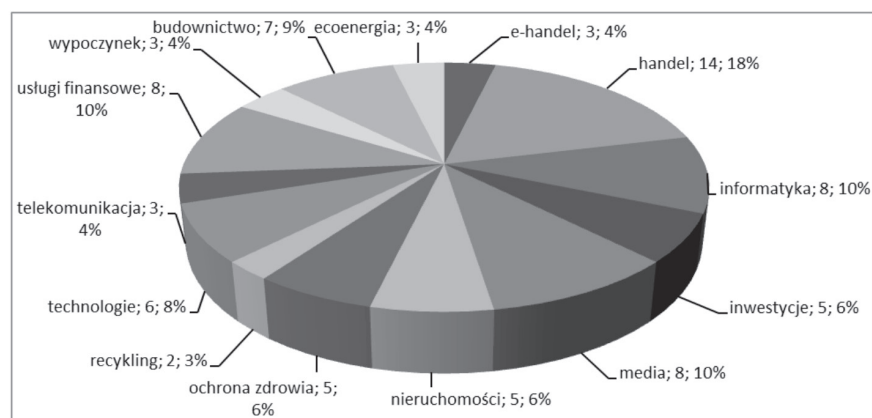
Rynek NewConnect, jako alternatywny system obrotu, niezaliczany do rynków regulowanych, przyciąga przede wszystkim podmioty o niewielkiej sumie kapitałów. Zdecydowana większość nie spełniałaby kryterium

kapitalizacji wymaganego przy przechodzeniu na rynek podstawowy. Ta z założenia niewielka wartość akcji w obrocie i jednocześnie zazwyczaj niski free float nie odstraszały inwestorów, którzy najczęściej kupują akcje nowej emisji w prywatnych ofertach, a nie w ramach pierwszej publicznej emisji. Na bazie informacji zebranych z dokumentów informacyjnych spółek, które zadebiutowały na tym rynku w latach 2007–2011 można wskazać, że:

- średnia liczba inwestorów, którzy brali udział w prywatnych emisjach nie przekraczała 15,
- pozyskiwany kapitał najczęściej nie przekraczał 3 mln zł,
- w wielu subskrypcjach udział brały instytucje finansowe, jednak były to z reguły wehikuły inwestycyjne powiązane z dotychczasowymi właścicielami albo z autoryzowanymi doradcami lub też relatywnie niewielkie fundusze podwyższonego ryzyka, raczej o nastawieniu krótkoterminowym spekulacyjnymi niż długoterminowym,
- spółki przed wprowadzeniem akcji na NewConnect często przeprowadzały po kilka emisji z różnymi cenami, przy czym tendencją było zwiększanie ceny sprzedaży z każdą kolejną emisją, co tłumaczono podwyższonym ryzykiem inwestowania w start-upy (w przypadku pierwszych emisji),
- średni free float w wprowadzaniu akcji po raz pierwszy do obrotu nie przekraczał 20%.

Wymienione cechy powodują w konsekwencji to, że ceny akcji na pierwszych sesjach, zaraz po wprowadzeniu ich do obrotu zachowują się nieco inaczej, niż można by się spodziewać po wynikach badań przeprowadzanych dla rynków regulowanych.

**Rysunek 1. Struktura próby badawczej**



Źródło: Opracowanie własne.

Do analizy przyjęto 80 spółek wyłonionych w próbie losowej. Strukturę próby w podziale na sektory przedstawiono na wykresie. Próba obejmuje 20% populacji wszystkich spółek na rynku NewConnect (por. rysunek 1).

Badanie zostało przeprowadzone z wykorzystaniem analizy korelacji oraz analizy regresji. Stworzono 7 modeli regresji opisujących zmienne związane z underpricingiem:

**Tablica 2. Zmienne związane z underpricingiem użyte w modelach regresji**

Nazwa zmiennej:	Opis:
T 1	Underpricing w okresie 1 sesji
T 22	Underpricing w okresie 22 sesji
T 60	Underpricing w okresie 60 sesji
T 91	Underpricing w okresie 91 sesji
T 160	Underpricing w okresie 160 sesji
R1	Stopa zwrotu na pierwszej sesji
R1_	Zmienna określająca kierunek zmiany ceny (1 – wzrost, 0 – bez zmian, -1 – spadek)

Źródło: Opracowanie własne.

Zmienne  $T_x$  przedstawiają zjawisko underpricingu w różnych okresach ( $x$  – oznacza liczbę sesji) rozumiane jako relacja stopy zwrotu z akcji w badanym okresie i stopy zwrotu z rynku w tym okresie. Jako benchmark przyjęto indeks NCindex. Zmienne te można przedstawić za pomocą następującej formuły:

$$T_i = \frac{1 + R_{i,x}}{1 + R_{m,x}} - 1 \quad (1)$$

gdzie:

$$R_{i,x} = \frac{P_{i,x} - P_{i,0}}{P_{i,0}} \quad (2) \quad \text{oraz} \quad R_{m,x} = \frac{P_{m,x} - P_{m,0}}{P_{m,0}} \quad (3)$$

przy czym  $P_{i,0}$  – oznacza cenę akcji (dla  $x = 1$  cenę na otwarciu, dla pozostałych okresów – cenę zamknięcia z pierwszego dnia notowań),  $P_{i,x}$  – cenę zamknięcia na sesji  $x$ . Oznaczenia analogiczne zastosowano dla stopy zwrotu z indeksu  $R_{m,x}$ .

Zmienna R1 oznacza stopę zwrotu z akcji na pierwszej sesji (relacja ceny zamknięcia do ceny otwarcia). Zmienna R1\_ oznacza kierunek zmiany ceny na pierwszej sesji.

Jako zmienne objaśniające wybrano podstawowe zmienne charakteryzujące ład korporacyjny.

### 3. Wyniki badań

Należy zauważyć, że dla pierwszej sesji i w okresie ok. miesiąca po wprowadzeniu akcji na rynek przeważały spadki. Dopiero średnie stopy zwrotu od 60 sesji są dodatnie (por. tablica 3). Wskazania są tu przeciwne do tych, które wynikają z badań dla rynków regulowanych.

**Tablica 3. Statystyki opisowe badanych zmiennych**

	T 1	T 22	T 60	T 91	T 160	R1	R1+/-
Średnia	-0,0167	-0,0655	0,0168	0,0592	-0,0338	-0,0280	-0,24
Błąd standardowy	0,0230	0,0420	0,0717	0,1023	0,1628	0,0229	0,11
Mediana	-0,0269	-0,1141	-0,1331	-0,2196	-0,3265	-0,0342	-1,00
Odchylenie standardowe	0,2034	0,3710	0,6250	0,8859	1,2926	0,2020	0,93
Wariancja próbki	0,0414	0,1377	0,3906	0,7848	1,6707	0,0408	0,86
Kurtoza	-0,1663	6,7026	5,3973	7,1861	37,7277	-0,1100	-1,67
Skośność	-0,1044	1,8766	1,9797	2,2805	5,5480	-0,0841	0,51
Zakres	0,9746	2,3006	3,2706	5,2328	9,8519	0,9796	2,00
Minimum	-0,5605	-0,7090	-0,7483	-0,9339	-0,9419	-0,5733	-1,00
Maksimum	0,4141	1,5916	2,5223	4,2989	8,9100	0,4063	1,00
Suma	-1,3006	-5,1076	1,2794	4,4417	-2,1324	-2,1808	-19,00
Licznik	78	78	76	75	63	78	78

Źródło: Opracowanie własne.

Badając zjawisko underpricingu, należy przede wszystkim przeanalizować skalę zjawiska. W tablicy 4 przedstawiono strukturę zmian cen akcji na pierwszej sesji.

**Tablica 4. Struktura zmian cen akcji na pierwszej sesji**

	Liczba obserwacji	Udział
spadek	45	58%
bez zmian	7	9%
wzrost	26	33%
Razem:	78	100%

Źródło: Opracowanie własne

Tablica 5. Modele regresji objaśniające zjawisko underpricingu

Nazwa zmiennej	Opis	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7
Zmienne objaśniane:		T 1	T 22	T 60	T 91	T 160	R1	RI_
Zmienne objaśniające:								
const		4,2	2639,9*	8,3***	8,46***	1,78	3118,7	-0,58**
rok_wejscia	Rok wejścia na NC		-1,31*				-1,55	
Serie_wprowadzane	Ilość serii wprowadzanych w IPO							
Serie_2y_przed	Ilość serii emitowanych 2 lata przed IPO			-1,76***	-1,95***			
Serie_1y_po	Ilość serii emitowanych 1 rok po IPO			3,02**			-2,57	
Cena_min	Cena minimalna wcześniejszych emisji							
Cena_max	Cena maksymalna wcześniejszych emisji							0,03*
Cena_srednia	Średnia cena ważona wcześniejszych emisji							-0,14*
Liczba_inw_preipo	Liczba inwestorów, którzy objęli preIPO							
Kurs_odniesienia								
AD_preipo	Czy AD kupił przed IPO							
MainOwnerSell	Czy główny właściciel sprzedawał przed IPO							
NumShares_RN	Udziały posiadane przez RN	0,41***				0,26**		
NumShares_Zarzad	Udziały posiadane przez Zarząd				-0,022*			
Lockup	Czy są LockUp					-3,77*		
WyplataDyw	Wyplata dywidendy w roku przed IPO							
NumZarz	Liczba osób w zarządzie							
NumRN	Liczba osób w radzie nadzorczej							
FreeFloat	Free Float	0,18**	0,56***	0,69***	0,83***	0,58***	0,73***	
InwInst	Czy są inwestorzy instytucjonalni							0,52*
R squared		41%	71%	78%	80%	82%	64%	13%
P-value (F)		0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%

Poziomy istotności: \* - p = 10%, \*\* - p = 5%, \*\*\* - p = 1%

Źródło: Opracowanie własne.

Za pomocą analizy regresji zbudowano 7 modeli wyjaśniających zmienne związane z underpricingiem (por. tablica 5). Analizując to zjawisko jako zmianę ceny akcji odniesioną do zmiany wartości indeksu w analogicznym okresie (modele od 1 do 5), można stwierdzić, że głów-



ną zmienną, która jest składnikiem praktycznie wszystkich modeli, jest FreeFloat. Istotność tej zmiennej jest bardzo wysoka (przeważnie p-value wynosi  $< 1\%$ ). Szczególną wrażliwość underpricingu na FreeFloat można zaobserwować w okresie 91 sesji. Wynosi ona 0,83. We wszystkich modelach jednak współczynniki tej zmiennej są mniejsze od 1, co oznacza, że underpricing zmienia się wolniej niż FreeFloat. W drugiej kolejności zmiennymi, na które należy zwrócić uwagę, jest ilość serii akcji emitowanych w okresie 2 lat przed IPO (modele 3 i 4) oraz ilość emisji akcji emitowanych w ciągu 1 roku po IPO. Korelacja tych zmiennych jest raczej ujemna na poziomie -0,02 do -0,24. Kolejną zmienną mającą znaczący wpływ na badane zjawisko jest wielkość udziałów posiadanych przez radę nadzorczą. Wpływ tej zmiennej jest pozytywny i wynosi 0,41 dla  $t = 1$  i 0,26 dla  $t = 160$ .

Wydłużając okres analizy underpricingu, widać wyraźnie, że wyjaśnienie tego zjawiska za pomocą przyjętych zmiennych jest coraz lepsze. W okresie 160 sesji underpricing jest wyjaśniony w 80% przy bardzo wysokiej istotności statystycznej.

Zmiana stopy zwrotu na pierwszej sesji (zmienna R1) została wyjaśniona za pomocą modelu 6 w 64%. Jednak jedyną statystycznie istotną zmienną jest FreeFloat i wrażliwość stopy zwrotu na tę zmienną jest dodatnia i wynosi 0,73.

## Zakończenie

Celem artykułu była analiza zjawiska underpricingu w ujęciu krótko i długookresowym emitentów na rynku NewConnect. Autorzy wskazali, iż zjawisko takie ma miejsce w ramach alternatywnego systemu obrotu. Wykorzystując modele, przedstawiono również zależność między underpricingiem a czynnikami z obszaru ładu korporacyjnego. Wśród zestawu analizowanych cech najbardziej wpływowy na underpring okazał się free float.

## Literatura

1. Aggarwal R., Leal R., Hernández L. (1993), *The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America*, „Financial Management”, vol. 22.
2. Akerlof G. (1970), *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, „Quarterly Journal of Economics” 84.
3. Amihud Y., Hauser S., Kirsh A. (2003), *Allocations, Adverse Selection and Cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange*, „Journal of Financial Economics” 68, 2003.

4. Baron, D.P., Holmström B. (1980), *The Investment Banking Contract for New Issues under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem*, „Journal of Finance” 35.
5. Beatty R.P., Ritter J.R. (1986), *Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings*, „Journal of Financial Economics” 15.
6. Brennan M.J., Franks J. (1997), *Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the U.K.*, „Journal of Financial Economics” 45.
7. Cusatis P., Miles J., Woolridge J. (1993), *Restructuring through Spinoffs: The Stock Market Evidence*, „Journal of Financial Economics”, vol. 33.
8. Datar S.M., Feltham G.A. , Hughes, J.S. (1991), *The role of audits and audit quality in valuing new issues*, „Journal of Accounting and Economics” 14, No. 1.
9. Dawson S. (1987), *Secondary Stock Market Performance of Initial Public Offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia: 1978/1984*, „Journal of Business Finance and Accounting”, vol. 14, no. 1, Spring.
10. Grossman S., Hart O. (1980), *Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation*, „Bell Journal of Economics” 11.
11. Hensler D.A. (1995), *Litigation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings*, „Managerial and Decision Economics” 16.
12. Hughes P.J., Thakor A.V. (1992), *Litigation Risk, Intermediation, and the Underpricing of Initial Public Offerings*, „Review of Financial Studies” 5.
13. Jensen, M., Meckling W. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 3.
14. Kim J., Krinsky I., Lee J. (1995), *The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Korea*, „Pacific-Basin Finance Journal”, vol. 3.
15. Ljungqvist A. (1997), *Pricing Initial Public Offerings: Further Evidence from Germany*, „European Economic Review” 41.
16. Ljungqvist, A., Nanda V., Singh R. (2006), *Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing*, „Journal of Business” 79.
17. Loughran, T. (1993), *NYSE vs. NASDAQ Returns: Market Microstructure or the Poor Performance of Initial Public Offerings*, „Journal of Financial Economics”, vol. 33.
18. Mikkelson, W.H., Partch M.M., Shah K. (1997), *Ownership and Operating Performance of Firms that Go Public*, „Journal of Financial Economics” 44.
19. Pagano, M., Panetta F., Zingales L. (1998), *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*, „Journal of Finance” 53.

20. Ritter, J.R. (1984), *The Hot Issue Market of 1980*, „Journal of Business” 57.
21. Ritter, J.R. (1987), *The Costs of Going Public*, „Journal of Financial Economics” 19.
22. Ritter, J.R. (1991), *The Long-Run Performance of Initial Public Offerings*, „Journal of Finance” 46.
23. Ritter, J.R., Welch I. (2002), *A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations*, „Journal of Finance” 57.
24. Rock K. (1986), *Why New Issues Are Underpriced*, „Journal of Financial Economics” 15.
25. Shleifer A., Vishny R. (1986), *Large Stakeholders and Corporate Control*, „Journal of Political Economy” 94.
26. Tinic S.M. (1988), *Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock*, „Journal of Finance” 43.
27. Welch I. (1989), *Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings*, „Journal of Finance” 44.
28. Welch I. (1992), *Sequential Sales, Learning and Cascades*, „Journal of Finance” 47.
29. Wethyavivorn K., Koo-Smith Y. (1991), *Initial Public Offerings in Thailand, 1988-89: Price and Return Patterns* [w:] Rhee S.G., Chang R.P. (eds.), *Pacific-Basin Capital Markets Research*, vol. 2, Amsterdam: North – Holland.
30. Wołoszyn A. (2012), *Wpływ wielkości oferty na efekt niedowartościowania w spółkach, debiutujących na rynku New Connect, w Polsce, w latach 2007–2011, ze szczególnym uwzględnieniem woj. lubuskiego*, Management, University of Zielona Góra Faculty of Economics and Management, vol. 16/1/2012.
31. [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl), dostęp dnia 28.02.2012.
32. [www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl), dostęp dnia 28.02.2012.
33. Zawadka D. (2012), *Alternatywne systemy obrotu jako instytucje niwelujące lukę na rynku kapitałowym*, praca doktorska, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, (niepublikowana), <http://www.wbc.poznan.pl/Content/241065/Zawadka+Dariusz+-+dr.pdf>, dostęp dnia 28.02.2012.
34. Zingales L. (1995), *Insider Ownership and the Decision to Go Public*, „Review of Economic Studies” 62, 1995.

## Streszczenie

Zjawisko underpricingu jest dość często przedmiotem analiz dla rynków regulowanych. Celem tego artykułu była identyfikacja skali underpricingu w ujęciu krótko- i długookresowym oraz próba wskazania wielkości z zakresu ładu korporacyjnego, mających wpływ na kierunek oraz wartość uzyskiwanych stóp

zwrotu z akcji przez nowych emitentów wprowadzających akcje do alternatywnego systemu obrotu (NewConnect). Badania na próbie 20% spółek pokazały, że najbardziej wpływowy na underpricing okazał się free float.

### **Słowa kluczowe**

nadzór korporacyjny, underpricing, alternatywny system obrotu

### **Initial Public Offerings Underpricing of NewConnect Market (Summary)**

IPO underpricing is quite often the subject of studies but only for regulated markets. The goal of this paper is to identify the scale of underpricing in the short- and long term and to indicate factors of corporate governance that influence the direction and returns value of new issued stocks on the NewConnect (Polish AIM). Research conducted on 20% population showed that only FreeFloat is significant.

### **Keywords**

corporate governance, underpricing, alternative investment market