

MAGDALENA MIKOŁAJEK-GOCEJNA

DOROTA PODEDWORNA-TARNOWSKA

OCZEKIWANIA INWESTORÓW W PROCESIE IPO A EFEKT NIEDOWARTOŚCIOWANIA

Wprowadzenie

Strategiczna decyzja, jaką jest upublicznienie spółki wiąże się z koniecznością zaproponowania takiej ceny emisyjnej inwestorom, aby IPO było skuteczne. Trudno jednoznacznie wskazać miary efektywności tego procesu. Należy je bowiem rozpatrywać z punktu widzenia wszystkich podmiotów w nim uczestniczących, tj. spółki, inwestorów, ale też wszystkich doradców. Skuteczność IPO uzależniona jest niewątpliwie od jakości przeprowadzanego procesu oraz sprawnej komunikacji z uczestnikami rynku kapitałowego.

Ustalona cena emisyjna akcji na bazie wyceny fundamentalnej w dużej mierze przekłada się na stopy zwrotu osiągnane przez inwestorów w czasie debiutu. Wycena ta uwarunkowana jest wieloma czynnikami, zarówno zależnymi od spółki, jak również pochodzącymi z jej otoczenia.

Celem niniejszego artykułu jest próba przedstawienia specyficznego rodzaju czynnika kształtującego ceny akcji w dniu debiutu, jakim są oczekiwania inwestorów oraz efektu niedowartościowania.

Oczekiwania inwestorów w procesie IPO

Oczekiwania mają istotny wpływ na tworzenie wartości rynkowej spółki. Z tworzeniem wartości mamy do czynienia tylko wtedy, gdy osiągnięta stopa zwrotu jest wyższa od oczekiwanej, determinowanej kosztem kapitału. Należy przypomnieć, że masowe wzrosty cen akcji spółek giełdowych pod koniec lat 90. były w dużym stopniu determinowane oczekiwaniami inwestorów, a nie poprawą rezultatów ich działalności. Badania prowadzone przez Boston Consulting Group w latach 1994–2000 wykazały, że podczas gdy fundamentalne wyniki przedsiębiorstw rosły rocznie o 13%, to premia w związku z oczekiwaniami rosła w tym czasie średnio o 42% rocznie¹. W warunkach obecnego kryzysu oczekiwania nadal kształtują 30% wartości rynkowej przedsiębiorstwa².

¹ D. Steller, M. Joiner: *The Continuing Relevance of Investor Expectations*, The Boston Consulting Group, 2001, s. 1.

² *Ibidem*.

Oznacza to, że menedżerowie rozważając przeprowadzenie pierwszej publicznej emisji akcji muszą zrozumieć jak i na bazie jakich informacji inwestorzy kształtują swoje oczekiwania. Jest to o tyle ważne, jak wskazują badania prowadzone przez T. Copeland'a i A. Dolgoff'a, że istnieje silny i statystycznie istotny związek pomiędzy zwrotem dla akcjonariuszy a dwoma typami zmiennych: zmianami w oczekiwaniach co do przyszłych zysków, jak również zmianami w poziomie zakłóceń dostarczanych na rynek informacji³. Prawie 50% wariancji stóp zwrotu może być wyjaśnione przy pomocy tych dwóch zmiennych. Cytowane wyżej badania wykazały również, że zmiany w oczekiwaniach co do kształtowania się długookresowych zysków, mają istotny i natychmiastowy wpływ na cenę akcji.

Sygnaly, zakłócenia a oczekiwania

Oczywiście pojawia się pytanie o praktyczne implikacje tych wyników. Z punktu widzenia inwestora, wszystkie nowe informacje dotyczące przedsiębiorstwa (w procesie IPO te zawarte w prospekcie emisyjnym, jak i wszelkie inne informacje dotyczące przedsiębiorstwa) mają dwa podstawowe komponenty: sygnały (konkretne informacje) i zakłócenia (zniekształcenia informacji). Warto zauważyć, że inwestorzy interpretują pojawiające się sygnały (informacje) tylko w kontekście otaczających ich zakłóceń. Z kolei menedżerowie, komunikując się z potencjalnymi inwestorami, realizują dwa główne cele: przekazywanie informacji oraz minimalizację zakłóceń w stopniu, który zapewni inwestorom pełne zrozumienie przekazywanych informacji i włączenie ich w cenę rynkową.

W związku z tym, menedżerowie powinni starać się zapewnić, aby przekazywana inwestorom informacja była „słyszana” niejako poza zakłóceniami. To właśnie kadra menedżerska dysponuje najlepszą i najszerszą informacją dotyczącą przedsiębiorstwa i jego wartości, a dzięki temu może, a zarazem powinna, kształtować oczekiwania inwestorów poprzez demonstrowanie zarówno pozytywnych, jak i negatywnych oczekiwań co do przyszłości przedsiębiorstwa.

Wspominano wcześniej, że stopa zwrotu dla akcjonariuszy, którą spodziewają się uzyskać inwestorzy, angażujący swoje kapitały w przedsiębiorstwo, pozostaje w relacji ze zmianami w poziomie zakłóceń. Oznacza to, że jeżeli rośnie niepewność co do przyszłych wyników przedsiębiorstwa, zwrot dla akcjonariuszy będzie mała, przy czym powody tej korelacji nie są jeszcze dobrze udokumentowane⁴.

Pojawia się zatem pytanie, skąd biorą się zakłócenia? Ogólnie rzecz ujmując, zakłócenia wyrastają z niepewności co do przyszłych perspektyw działalności przedsiębiorstwa.

³ T. Copeland, A. Dolgoff: *Outperform with Expectation-Based Management. A state-of the art approach to creating and enhancing shareholders value*, John Willey&Sons, New Jersey 2005, s. 29–53.

⁴ Wyniki świadczące o istnieniu takiego związku można odnaleźć m.in. w pracy T. Copeland, A. Dolgoff: *op.cit.*, s. 189–190 oraz K. Deither, C. Malloy, A. Schrebina: *Differences of opinion and cross section of stock returns*, „Journal of Finance” 2002.

Ograniczona przewidywalność popytu klientów, działań konkurencji, sytuacji rynkowej, itp. prowadzą do ogólnej nieprzewidywalności prowadzenia biznesu, co nie pozostaje bez wpływu na stabilność wyników finansowych przedsiębiorstwa. Innym źródłem zakłóceń mogą być sami menedżerowie, co wynika w pewnej mierze z subiektywizmu przekazywanych informacji oraz poziomu ich jakości i szczegółowości. Dodatkowa niepewność związana z jakością, wiarygodnością i istotnością informacji pojawia się w sytuacji, gdy pochodzą one od osób trzecich. Zakłócenia mogą się także pojawić na skutek niespójności informacji, zarówno pomiędzy menedżerami, jak również niespójności czasowej. Kolejnym źródłem zakłóceń są zewnętrzne informacje dotyczące sektora(ów), w którym przedsiębiorstwo prowadzi działalność, co wynika z faktu, iż w dużej mierze wszelkie statystyki dotyczące konkretnych przemysłów są dostępne za opłatą. Może to powodować istotne różnice w możliwości dotarcia do nich przez różnych inwestorów, przy czym ogólne informacje są zazwyczaj zawarte w prospekcie emisyjnym spółki.

Ponadto, można wskazać na kilka istotnych faktów dotyczących zakłóceń⁵:

1. Oczekiwania dla małych przedsiębiorstw, które np. zdecydowały się na wejście na New Connect, podlegają większym zakłóceniom niż dla spółek większych. Może to być funkcją zarówno ich wieku, wysokiego stopnia koncentracji, czy braku głębszego zainteresowania analityków.
2. Informacje dotyczące mniej zyskownych przedsiębiorstw są bardziej zakłócone, głównie dlatego, że wartość rynkowa takich spółek jest bardziej wrażliwa na wszelkie zmiany w wynikach finansowych, a prognozy dużo trudniejsze do przygotowania.
3. Zakłócenia różnią się pomiędzy poszczególnymi sektorami. Niektóre branże są z natury bardziej podatne na wahania, np. popytu czy dostaw, inne są mniej przewidywalne ze względu na rodzaj prowadzonej działalności, np. małe firmy biotechnologiczne są bardzo wrażliwe na rezultaty prób w obszarze badań i rozwoju. Różnice zakłóceń pomiędzy branżami podlegają także zmianom w czasie np. fluktuacjom we wzroście gospodarczym, stopach procentowych, czy kursach walutowych,

Prognozy analityków mają tendencję do ząbienia się. Są oni bowiem chętni do publikowania prognoz tylko jeżeli są pewni swoich przewidywań. Jeżeli analityk jest w błędzie, najczęściej wykazuje się dużą skłonnością do konsensusu, przychyłając się do średniej z prognoz innych analityków.

Wahania cen akcji – specyficzny typ zakłóceń – były badane dość intensywnie. Dotyczą one w zasadzie tylko spółek notowanych na rynku kapitałowym, ale można je także rozpatrywać w stosunku do przedsiębiorstw, które stanowią bazę porównawczą dla określenia widełek ceny emisyjnej. G.A. Karolyi dostarcza w tym zakresie użytecznego podsumowania⁶:

⁵ T. Copeland, A. Dolgoff: *op.cit.*, s. 190-191.

⁶ G.A. Karolyi: *Why stock return volatility really matters*, Strategic Investor Relations, 2001.

- wahania cen akcji mają tendencję do wyrównywania się, co wynika z faktu, że są one relatywnie dość łatwo przewidywalne – okresy niskiej płynności są z reguły zastępowane dodatkowo niską płynnością, a wysokiej – wysoką,
- wahania cen akcji są asymetryczne, co oznacza, że są one większe po dostarczeniu na rynek kapitałowy „złych” informacji, a mniejsze po dostarczeniu „dobrych”.

Może pojawić się pytanie czy istnieje możliwość eliminowania zakłóceń? Odpowiedź zależy przede wszystkim od tego, z jakim ich rodzajem mamy do czynienia. Bez wątplenia to menedżerowie mają największą kontrolę nad tymi zakłóceniami, które sami powodują, natomiast w przypadku informacji generowanych poza przedsiębiorstwem możliwości wpływania na powstające zakłócenia są ograniczone.

Oczekiwania inwestorów a IPO

Rynkowa cena akcji, również cena emisyjna ustalana w procesie IPO, jest funkcją dwóch elementów: wartości fundamentalnej, będącej odzwierciedleniem wyników działalności spółki oraz oczekiwań inwestorów. Wartość fundamentalna mierzy bieżącą wartość przedsiębiorstwa, jak również wartość przyszłą, jaka zostanie wygenerowana dzięki przyszłym przepływom pieniężnym. Rynkowa cena akcji może być wyższa lub niższa od wartości fundamentalnej. Różnica ta to wartość oczekiwań, która mierzy oczekiwania inwestorów co do przyszłości przedsiębiorstwa w oparciu o bieżące wyniki jego działalności i informacje dotyczące przyszłych zamierzeń. Do pewnego stopnia oczekiwania są kształtowane przez czynniki pozostające poza kontrolą przedsiębiorstwa, takie jak: wzrost gospodarczy, czy sytuacja w branży.

W dniu debiutu wycena rynkowa jest istotnie uzależniona od oczekiwań inwestorów i jest pochodną następujących parametrów:

- pragmatyczności i atrakcyjności celów emisji powiązanych z precyzyjnie i fachowo określoną strategią długoterminową,
- realistycznie określonych celów biznesowych i finansowych w powiązaniu z adekwatnie zarysowaną holistyczną i wnikliwą analizą ryzyka biznesowego i prawnego wraz ze wskazaniem sposobów ich minimalizacji,
- stabilności, ale jednocześnie bezpieczeństwa zawartych przez spółkę umów z partnerami gospodarczymi,
- transparentności struktury właścicielskiej,
- odpowiedniej płynności akcji,
- istnienia w spółce opcyjnych programów motywacyjnych dla kluczowych menedżerów uzależnionych od wyników firmy.

Analiza fundamentalna, będąca podstawą określenia wartości przedsiębiorstwa, bez wątplenia jest oparta na zdecydowanie bardziej racjonalnych przesłankach niż analiza techniczna (stawiająca sobie za cel przewidywanie przyszłych trendów cenowych na podstawie zmian cen w przeszłości, a więc możliwa do zastosowania tylko w przypadku spółek już

notowanych na giełdzie), ale nie oznacza to, że całkowicie wyklucza ona wpływ czynników psychologicznych na uzyskiwane wyniki. Sama wycena akcji konkretnej spółki obciążona jest dość dużą dozą subiektywizmu, co oznacza, że płynące z niej wnioski są w pewnym stopniu zniekształcone przez emocje i możliwości poznawcze umysłu inwestora⁷. Dlatego często, jak twierdzi J. Zweig, mózg inwestora skłania go do podejmowania działań, które z logicznego punktu widzenia nie mają żadnego sensu – mają natomiast sens z punktu widzenia emocji i nie wynika to bynajmniej z faktu, że jest on nieracjonalny, a z tego, że jest człowiekiem⁸.

Czynniki psychologiczne dają o sobie znać szczególnie mocno w przypadku pierwszych ofert publicznych, kiedy to spółka zaczyna dopiero tworzyć swoją historię giełdową. Z oczywistych względów jedyną możliwą do przeprowadzenia analizą jest analiza fundamentalna, której wyniki znajdują odzwierciedlenie w oczekiwaniach inwestorów dotyczących zyskowności i ryzyka inwestycji. Badania prowadzone przez D.G. MacGregor'a, P. Slovic'a, M. Berry'ego, H.R. Evensky'ego wykazały jednak, że „w wypadku nowych ofert publicznych, o których inwestorzy niewiele wiedzą, ogólne wyobrażenia i emocjonalne oceny mogą być głównym kryterium podejmowania decyzji inwestycyjnych”⁹, stąd oczekiwania inwestorów mają tak istotne znaczenie w procesie IPO. Brak dostępu do informacji finansowych występujących w przypadku spółek, których akcje są już przedmiotem obrotu giełdowego, skutkuje występowaniem u potencjalnych inwestorów również oczekiwania dyskonta w stosunku do akcji już notowanych na rynku. Oczekiwanie to jest również wynikiem braku płynności, jaki ma miejsce od momentu zapisu do momentu pierwszego notowania akcji. Poziom powyższego dyskonta jest ściśle powiązany ze specyfiką danej spółki oraz aktualną koniunkturą na rynkach kapitałowych, niemniej jednak zwykle przekracza 10%.

Należy także pamiętać, że przy ustaleniu ceny emisyjnej dochodzi do konfliktu interesów emitenta i inwestorów. Z jednej strony mamy często do czynienia z przeszacowanymi oczekiwaniami udziałowców spółki, a z drugiej strony z jasno określonymi żądaniem inwestorów, którzy oczekują ponadprzeciętnych stóp zwrotu z inwestycji. Rozkład sił w tej konfrontacji w istotnym stopniu zależy od bieżącej koniunktury na giełdzie. W okresie hossy i dynamicznego wzrostu głównych indeksów giełdowych inwestorzy są bardziej zainteresowani w zaangażowanie kapitału w akcjach, które dadzą im ponadprzeciętną stopę zwrotu, jednocześnie pozwalając emitentowi ustalić cenę na maksymalnym poziomie w zakresie widełek cenowych. W sytuacji osłabienia koniunktury i bessy, pozycja inwestorów wydaje się być silniejsza, ze względu na szerokie możliwości dokonania inwestycji alternatywnych, ponieważ bieżące wyceny spółek już notowanych na giełdzie mogą w istotny sposób ograniczać możliwości ustalenia ceny emisyjnej.

⁷ T. Zaleśkiewicz: *Psychologia ekonomiczna*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011, s. 299.

⁸ J. Zweig: *Twój mózg, twoje pieniądze*, MT Biznes, Warszawa 2011, s. 14.

⁹ D.G. MacGregor, P. Slovic, M. Berry, H.R. Evensky: *Perception of financial risk: a survey of advisors and planners*, „Journal of Financial Planning”, September 1999, s. 68–86.

Ważnym elementem towarzyszącym procesowi upublicznienia, a jednocześnie kształtowania oczekiwań inwestorów, jest opracowanie przez spółkę i towarzyszących jej w procesie IPO doradców przesłania inwestycyjnego, tzw. *equity story*, zawierającego wizję rozwoju spółki, które jest komunikowane potencjalnym inwestorom – kapitałodawcom spółki. W takim przekazie powinna być podkreślona nie tylko aktualna dobra i stabilna pozycja rynkowa spółki, ale też zawierać on musi informacje o perspektywach i możliwościach rozwojowych rynku, na którym działa przedsiębiorstwo. Przesłanie to powinno więc być tak ukierunkowane, aby przekonać inwestorów o tym, że sytuacja operacyjna i finansowa spółki jest unikalna, ale też, że rokuje ona na wzrost przychodów i wydajności operacyjnej, przy jednoczesnym nakierowaniu strategii na rozwój długoterminowy. Istotnym zadaniem *equity story* jest identyfikacja i analiza ryzyka biznesowego i prawnego oraz opracowanie koncepcji ich zaadresowania. Tak przygotowana unikalna propozycja wartości spółki (*unique selling proposition*), zawierająca cel i sposób wydatkowania środków pochodzących z emisji, powinna być spójna ze strategią długoterminową spółki, aby mogła prawidłowo kształtować oczekiwania inwestorów. W przeciwnym wypadku nie można liczyć na skuteczność tego bardzo skomplikowanego procesu. Może się bowiem zdarzyć, że nawet wówczas, gdy spółka osiąga bardzo dobre wyniki finansowe i jej perspektywy są obiecujące, to wskutek źle przygotowanego przekazu jej akcje mogą być niedocenione przez inwestorów. Przekładać się to może na niedostateczny popyt na akcje spółki, a przede wszystkim na wycenę rynkową w dniu debiutu, która może znacznie odbiegać w dół od ceny emisyjnej. Dlatego istotna jest ścisła współpraca emitenta i doradców, a także odpowiedni prestiż oferującego, który mając większe od emitenta doświadczenie, sprawniej i skuteczniej będzie zarządzał procesem debiutu, co również przełoży się na odpowiednią komunikację spółki z interesariuszami.

Efekt niedowartościowania

Zyski z pierwszej publicznej emisji, zarówno inwestorów, jak i emitentów, są różne. Dlatego w procesie IPO istotny jest aspekt wyceny spółki. To, czy została ona przeprowadzona adekwatnie do tego, co spółka oferuje inwestorom i czego oni oczekują, widać w pierwszym dniu notowań spółki. Relację ceny zamknięcia pierwszego dnia notowań akcji lub praw do akcji do ceny emisyjnej określić można tzw. efektem niedowartościowania (niedoszacowania) spółki.

Istnienie efektu niedowartościowania zostało potwierdzone szeregiem badań przeprowadzonych w oparciu o funkcjonujące giełdy w wielu krajach. Spośród pionierskich badań w tej dziedzinie należy wymienić badania L. Logue'a z 1973 roku¹⁰. Również jedne z pierwszych w tej dziedzinie przeprowadził Ibbotson w 1975 na podstawie ofert publicznych w Stanach Zjednoczonych z lat 60., wskazując na istnienie w tym okresie średnio

¹⁰ L. Logue: *On the pricing of unseasoned equity issues: 1965–1969*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, January 1973, s. 91–103.

11,4% niedowartościowania. Kolejne badanie przeprowadził w 1984 roku J. Ritter w oparciu o próbę 5000 ofert z lat 1960–1982¹¹. Następne, o którym warto wspomnieć, to badanie I. Welch i J. Rittera, wskazujące 18,8% poziom niedowartościowania amerykańskich spółek w latach 1980–2001¹².

Autorzy tych analiz wykazali występowanie pewnej cykliczności – w niektórych bowiem okresach zaobserwowano wyższe poziomy niedowartościowania niż w innych. Potwierdzają to również badania A. Ljungqvista, z których wynika, że od lat 60. do początku XX wieku średnia wartość niedowartościowania w Stanach Zjednoczonych wyniosła około 19%, ale ze znaczącymi wahaniami, tj. 21% w latach 60., 12% w latach 70., 16% w latach 80., 21% w latach 90. i 40% w pierwszej dekadzie XX wieku¹³. Sugeruje to, że spółki transferowały znaczną ilość wartości do inwestorów, co oznacza, że niedowartościowanie było kosztowne dla dotychczasowych właścicieli spółki.

Na przestrzeni lat powstało wiele teorii wyjaśniających istnienie efektu niedowartościowania spółek. Jedną z dominujących w literaturze jest teoria asymetrii informacji, według której w ofercie publicznej występują co najmniej trzy zainteresowane strony, tj. emitent, inwestor i oferujący, spośród których jedna jest lepiej poinformowana od innych. W teoriach nie ma przy tym jednomyślności co do twierdzenia, która to jest stron.

Według teorii D. Barona to oferujący jest lepiej poinformowaną stroną, która ma pozycję monopolisty w zakresie posiadania informacji o prawdopodobnym popycie ze strony inwestorów (*monopoly power of underwriters*). Dlatego tak kształtuje dyskonto, aby oferowana podaż akcji w IPO została objęta przez inwestorów. W ten sposób optymalizuje swoje wysiłki i koszty związane ze sprzedażą akcji¹⁴. Z drugiej strony, ma szansę bycia postrzeganym jako oferujący tzw. dobrych (niedowartościowanych) emisji, gwarantujących wysoką stopę zwrotu. Nie jest bowiem w komfortowej sytuacji, gdy klienci będą osiągać ujemne stopy zwrotu na debiutach w przypadku częstego przewartościowywania akcji.

Inną hipotezę wysunął I. Welch, według którego lepiej poinformowaną stroną jest emitent¹⁵. Dotyczy to zwłaszcza emitentów, którzy mają informacje o planowanych kolejnych emisjach. Dlatego właśnie, posiadając takie informacje, dyskontują cenę akcji w IPO, aby uzyskać większe zainteresowanie inwestorów w kolejnych emisjach. Emitenci ci celowo ponoszą koszty niedowartościowania, transferując wartość spółki do inwestorów, gdyż zrekompensują ją sobie w kolejnych emisjach. Teoria ta nawiązuje do podziału emitentów

¹¹ M. de Lorenzo, S. Fabrizio: *Asymmetric information and the role of the underwriter, the prospectus and the analysts in underpricing of IPOs. The Italian case*, Working Paper Series, February 2001, s. 2.

¹² I. Welch, J. Ritter: *A review of IPO activity, pricing and allocations*, Yale ICF Working Paper, No. 02–01, February 8, 2002, s. 4.

¹³ A. Ljungqvist: *IPO Underpricing*, Working Paper, Center for Corporate Governance, Tuck School of Business at Dartmouth, April 2006, s.1.

¹⁴ D.P. Baron: *A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues*, „The Journal of Finance”, Vol. XXXVII, No. 4, September 1982, s. 955–976.

¹⁵ I. Welch: *Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings*, „The Journal of Finance”, Vol. XLIV, No. 2, June 1989, s. 421–449.

na złych i dobrych, im lepszy emitent, tym wyższe niedowartościowania. Dobrzy emitenci mogą bowiem liczyć na wyższą wycenę na rynku wtórnym, zaś słabsi emitenci będą obniżać transfer wartości do inwestorów, gdyż wiedzą, że na rynku wtórnym ich prawdziwa wartość zostanie uwidoczniiona.

Z kolei K. Rock¹⁶ wskazał na występowanie dwóch rodzajów IPO: dobrych i złych. Dobrze poinformowani inwestorzy „tłoczą się”, aby kupić akcje dobrych, niedowartościowanych emisji, powodując dużą ich nadsubskrypcję, zaś unikają przewartościowanych emisji. W efekcie słabiej poinformowani inwestorzy mają zwiększone szanse przydziału akcji tych emisji, ale nie uzyskują z nich wysokiego zwrotu. Jest to tzw. „przekleństwo zwycięzcy” (*winner's curse*). Oferujący musi więc ustalić takie dyskonto, aby zagwarantować odpowiedni popyt ze strony tych „niedoinformowanych” inwestorów i jednocześnie umożliwić im wysoką stopę zwrotu na debiucie.

Kolejne teorie oparte są o przyczyny instytucjonalne (regulacyjne). Na przykład szwedzki system podatkowy, który przed 1990 rokiem przewidywał dużo niższe stawki od zysków kapitałowych w porównaniu z podatkiem od wynagrodzeń. Wiele szwedzkich firm wypłacało wówczas pracownikom wynagrodzenia w postaci niedowartościowanych akcji. Zmieniło się to po 1990 roku, gdy szwedzkie ustawodawstwo zaliczyło zyski uzyskiwane w ten sposób jako objęte podatkiem od wynagrodzeń. Zmianę tę potwierdzają stopy zwrotu spółek, których debiut przypadł na lata 1980–1989 (średnie niedowartościowanie 41%) i 1990–1994 (średnie niedowartościowanie 8%)¹⁷.

Jako przyczynę niedowartościowania w tym kontekście uznaje się również pobudki formalno-prawne oferującego, wynikające z chęci uniknięcia możliwych pozwów sądowych ze strony inwestorów wskutek błędnego przekonywania inwestorów do zakupu akcji przewartościowanych (*due-diligence insurance*)¹⁸. Dotyczy to jednak rynku amerykańskiego, na którym tego typu procesy występują dość często.

Kolejną z teorii wyjaśniających efekt niedowartościowania – opartą stricte o czynniki behawioralne jest teoria kaskad¹⁹. Zakłada ona, że inwestorzy działają sekwencyjnie. Podjęte decyzje przez jednych inwestorów warunkują decyzje kolejnych, a czynniki brane przez tych pierwszych uważane są jako te bardziej miarodajne. Występowanie efektu kaskad będzie zachęcało do niedowartościowania pierwszych ofert publicznych, zachęcania na początku dużej ilości inwestorów i tworzenia „pozytywnych” kaskad. Inwestorzy wchodzący w późniejszym stadium IPO zakładają, że „wcześni” inwestorzy posiadali jakieś unikalne informacje, co spowodowało ich znaczne zainteresowanie ofertą.

¹⁶ K. Rock: *Why new issues are underpriced*, „Journal of Financial Economics” 15 (1986), s. 187–212.

¹⁷ K. Rydqvist: *IPO Underpricing as Tax-Efficient Compensation*. „Journal of Banking and Finance” Vol. 21, North Holland, March 1997, s. 295–313, za: A. Ljungqvist: *op.cit.*, s. 49.

¹⁸ A. Saunders: *Why Are So Many New Stock Issues Underpriced?*, Business Review, March/April 1990, s. 3–10.

¹⁹ I. Welch: *Sequential Sales, Learning, and Cascades*. „The Journal of Finance”, June 1992, Vol. 47, 695–732.

Z kolei teoria wyjaśniająca zagadnienia utrzymywania kontroli jest oparta na założeniu, że zarządy spółek celowo ustalają ceny emisji na niższym poziomie, aby doprowadzić do znacznej ich nadsubskrypcji. Powoduje to w rezultacie większe rozproszenie akcjonariatu, skutkujące z kolei zmniejszonymi możliwościami kontrolowania zarządów przez takich akcjonariuszy²⁰.

Podsumowanie

Oczekiwania inwestorów mają niezwykle istotny wpływ na tworzenie wartości przedsiębiorstw już notowanych na giełdzie, jak również na wycenę spółki w procesie pierwszej publicznej emisji akcji. Różnica pomiędzy wartością rynkową a wartością fundamentalną przedsiębiorstwa to wartość oczekiwań, która mierzy oczekiwania inwestorów co do przyszłości przedsiębiorstwa w oparciu o bieżące wyniki jego działalności i informacje dotyczące przyszłych zamierzeń. Oczekiwania w procesie IPO są kształtowane w oparciu o przesłanie inwestycyjne tzw. equity story oraz unikalną propozycję wartości spółki. Te z kolei decydują o cenie zamknięcia pierwszego dnia notowań i efekcie niedowartościowania spółki.

Literatura

- Baron D.P.: *A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues*, „The Journal of Finance”, September 1982, Vol. XXXVII, No. 4.
- Brennan M.J., Franks J.: *Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the U.K.*, „Journal of Financial Economics” 1997, Vol. 45.
- Copeland T., Dolgoff A.: *Outperform with Expectation-Based Management. A state-of-the art approach to creating and enhancing shareholders value*, John Willey&Sons, New Jersey 2005.
- De Lorenzo M., Fabrizio S.: *Asymmetric information and the role of the underwriter, the prospectus and the analysts in underpricing of IPOs. The Italian case*, Working Paper Series, February 2001.
- Deither K., Malloy C., Schrebina A.: *Differences of opinion and cross section of stock returns*, „Journal of Finance” 2002.
- Karloyi G.A.: *Why stock return volatility really matters*, Strategic Investor Relations, 2001.
- Ljungqvist A.: *IPO Underpricing*, Working Paper, Center for Corporate Governance, Tuck School of Business at Dartmouth, April 2006.
- Logue L.: *On the pricing of unseasoned equity issues: 1965–1969*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, January 1973.
- MacGregor D.G, Slovic P., Berry M., Evensky H.R.: *Perception of financial risk: a survey of advisors and planners*, „Journal of Financial Planning” September 1999.

²⁰ M.J. Brennan, J. Franks, *Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK*, „Journal of Financial Economics” 1997, Vol. 45, 391–413.

- Rock K.: *Why new issues are underpriced?*, „Journal of Financial Economics” 1986, Vol. 15.
- Rydqvist K.: *IPO Underpricing as Tax-Efficient Compensation*, „Journal of Banking and Finance”, March 1997, Vol. 21, North Holland.
- Saunders A.: *Why Are So Many New Stock Issues Underpriced?* „Business Review”, March/April 1990.
- Steller D., Joiner M.: *The Continuing Relevance of Investor Expectations*, The Boston Consulting Group, 2001.
- Welch I., Ritter J.: *A review of IPO activity, pricing and allocations*, Yale ICF Working Paper, No. 02–01, February 8, 2002.
- Welch I.: *Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings*, „The Journal of Finance”, Vol. XLIV, No. 2, June 1989.
- Welch I.: *Sequential Sales, Learning, and Cascades*, „The Journal of Finance”, June 1992, Vol. 47.
- Zaleśkiewicz T.: *Psychologia ekonomiczna*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.
- Zweig J.: *Twój mózg, twoje pieniądze*, MT Biznes, Warszawa 2011.

*dr Magdalena Mikołajek-Gocejna
dr Dorota Podedworna-Tarnowska
Szkoła Główna Handlowa
Instytut Zarządzania Wartością*

Streszczenie

W artykule przedstawiono specyficzny rodzaj czynnika kształtującego ceny akcji w dniu debiutu, jakim są oczekiwania inwestorów oraz efekt niedowartościowania. Oczekiwania w procesie IPO są kształtowane w oparciu o przesłanie inwestycyjne tzw. *equity story* oraz unikalną propozycję wartości spółki. Te z kolei decydują o cenie zamknięcia pierwszego dnia notowań i efekcie niedowartościowania spółki.

EXPECTATIONS OF INVESTORS IN THE PROCESS OF IPO AND THE EFFECT OF UNDERPRICING

Summary

The article presents a specific type of factor, influencing the share price during the debut, comprising of expectations of investors and the effect of underpricing. Expectations in the IPO process are developed on the basis of the equity story and the unique value proposition of the company. These consequently determine the closing price of the first day of trading and the effect of underpricing of the company.