

dr Dorota

Podedworna-Tarnowska

Szkoła Główna Handlowa

w Warszawie

Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie

Instytut Zarządzania Wartością

e-mail: dpoded@sgh.waw.pl

ORCID: 0000-0001-5945-403X

mgr Maciej Kiełpsz

Deloitte Advisory sp. z o.o. sp. k

e-mail: maciejkielpsz@gmail.com

ORCID: 0009-0002-1871-0695

Słowa kluczowe:

IPO, debiut giełdowy,
niedowartościowanie,
przewartościowanie

Keywords:

IPO, going public,
underpricing,
underperformance

Atrakcyjność inwestycyjna pierwszych ofert publicznych w Polsce

Investment attractiveness of IPO in Poland

Streszczenie: Zgodnie z teorią efektywności rynku cena rynkowa akcji zawsze i w pełni odpowiada ich wartości wewnętrznej, gdyż odzwierciedla wszystkie informacje dostępne na ich temat. Przy założeniu efektywności rynków finansowych podczas pierwszej oferty publicznej emitenci powinni otrzymywać wartość rynkową za wyemitowane akcje, a inwestorzy nie powinni uzyskać ponadnormatywnej stopy zwrotu z tytułu przydzielonych akcji. W literaturze opisane są jednak dwa zjawiska związane z pierwszą ofertą publiczną: fenomen underpricingu (niedowartościowania) w krótkim okresie oraz underperformance (przewartościowania) w dłuższym horyzoncie inwestycyjnym. Celem artykułu jest ocena atrakcyjności inwestycyjnej pierwszych ofert publicznych akcji na rynku polskim wraz z wykazaniem głównych czynników mających bezpośredni wpływ na ich powodzenie lub porażkę. Analizie poddano 6 największych, z punktu widzenia wielkości całkowitej oferty (powyżej 1 mld PLN) oraz 12 najmniejszych (poniżej 106 mln PLN) debiutów giełdowych, które odbyły się w okresie od 2017 roku do 2021 roku na rynku regulowanym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Wyniki badań wskazują, że inwestor, który nabywał akcje debiutujących spółek w ofercie i utrzymywał je w długim terminie, osiągnął znacznie gorsze rezultaty niż inwestor, który w tych samych dniach kupował akcje przeciętnych spółek giełdowych, które nie przeprowadzały w badanym okresie IPO.

Abstract: According to the theory of market efficiency, the market price of shares always and fully corresponds to their intrinsic value, as it reflects all the information available about them. Under the assumption of the efficiency of financial markets during an IPO, issuers should receive market value for the shares issued, and investors should not receive an above-normal return on the shares allocated. However,

two phenomena associated with IPOs are described in the literature: the phenomenon of underpricing (undervaluation) in the short term and underperformance (overvaluation) over a longer investment horizon. The purpose of the article is to assess the investment attractiveness of initial public offerings of shares on the Polish market, along with the demonstration of the main factors directly affecting their success or failure. The analysis covers the 6 largest, from the point of view of the size of the total offering (more than PLN 1 billion) and 12 smallest (less than PLN 106 million) IPOs that took place between 2017 and 2021 on the regulated market of the Warsaw Stock Exchange. The results of the study show that an investor who purchased shares of IPO companies in the offering and held them for the long term achieved significantly worse results than an investor who bought shares of average listed companies that did not conduct IPOs in the period under study on the same days.

JEL:
G11, G12, G14

Wprowadzenie

Oferta publiczna akcji jest wydarzeniem, podczas którego przedsiębiorstwo oferuje swoje akcje szerokiemu gronu uczestników rynku kapitałowego. Według polskiego oraz europejskiego prawa oferta publiczna papierów wartościowych oznacza komunikat skierowany do odbiorców w dowolnej formie i za pomocą dowolnych środków, przedstawiający wystarczające informacje na temat warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych, w celu umożliwienia inwestorowi podjęcia decyzji o nabyciu lub subskrypcji tych papierów wartościowych [Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129]. Gdy przedsiębiorstwo czyni to po raz pierwszy podczas swojego debiutu na giełdzie, proces ten nazywany jest mianem IPO – Initial Public Offer. Pierwsza oferta publiczna jest szansą nie tylko dla debiutującego przedsiębiorstwa, które może w ten sposób pozyskać kapitał na dalszy rozwój swojej działalności czy też pozyskać inwestorów strategicznych, ale również dla inwestora szukającego sposobu zainwestowania funduszy w celu pomnożenia kapitału.

Stworzenie uniwersalnego procesu decyzyjnego, którym inwestor powinien się kierować, jest praktycznie niewykonalne. Proces ten oraz jego końcowy wynik zależy bowiem od wielu czynników, takich jak m.in. otoczenie rynkowe, specyfika spółki, ale też indywidualne cechy inwestora, jego umiejętności, motywacje czy cele. Istotna jest również wrażliwość inwestora na ryzyko, tj. awersja, obojętność, czy też skłonność do ryzyka w zależności od cech psychologicznych [Jajuga, 2009]. Różne są też oczekiwania i odczucia inwestorów odnośnie do kształtowania się przyszłej sytuacji przedsiębiorstwa oraz jego wyceny. Poszczególni inwestorzy kierują się także różnymi preferencjami

w zakresie horyzontu czasowego inwestycji. Inną pozycję inwestycyjną zajmuje inwestor profesjonalny, a inną indywidualny. Z badań Dziawgo [2001] wynika, że jeśli na rynku następują gwałtowne wahania kursów akcji, to inwestorzy instytucjonalni są pierwszą grupą inwestorów, którzy w zależności od okoliczności albo gwałtowniej sprzedają, albo gwałtowniej kupują, aby wyprzedzić rynek.

Przy założeniu, że rynki kapitałowe są efektywne, trzeba zgodzić się z tezą, że „przez krótki czas mogą występować sytuacje nierównowagi, powodowane odmienną i zmieniającą się interpretacją rynku przez różnych inwestorów”, stwarzające szanse na pokonanie rynku i realizację ponadprzeciętnej stopy zwrotu [Ritchie, 1997]. Taką sytuacją jest debiut spółki na giełdzie, a wraz z nim pierwsza oferta publiczna.

Kiedy spółka przeprowadza pierwszą ofertę publiczną towarzyszy temu intensywna kampania marketingowa w mediach, a na rynek wysyłane są liczne pozytywne sygnały dotyczące dobrych wyników finansowych, organizowane są spotkania z inwestorami, na których przedstawiane są unikatowe propozycje wartości oraz optymistyczne perspektywy dotyczące rozwoju. Działania te mają przekonać inwestorów, że inwestycja w oferowane akcje będzie dobrą lokatą kapitału. Przy założeniu efektywności rynków finansowych podczas IPO emitenci powinni otrzymywać wartość rynkową za wyemitowane akcje, a inwestorzy nie powinni mieć możliwości nabywania akcji w IPO z dyskontem w stosunku do ich wartości rynkowej. Zgodnie z teorią efektywności rynku Famy [1965;1969] cena rynkowa akcji zawsze i w pełni odpowiada ich wartości wewnętrznej, gdyż odzwierciedla wszystkie informacje dostępne na ich temat. W literaturze opisane są szeroko dwa zjawiska związane z pierwszą ofertą publiczną tzw. fenomenu underpricingu (niedowartościowania) w krótkim okresie oraz zjawiska underperformance (przewartościowania) w dłuższym horyzoncie inwestycyjnym. Wycena wartości akcji, która powinna być punktem wyjścia do oszacowania atrakcyjności inwestycji i podstawą podjęcia decyzji inwestycyjnej, nawet przez najbardziej doświadczonych inwestorów nie jest łatwa, a ponadto dodatkowo utrudniona w przypadku akcji spółek, które jeszcze nie były notowane na giełdzie.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie atrakcyjności inwestycyjnej spółek dokonujących pierwszych ofert publicznych na polskim rynku. Analizie poddano 6 największych, z punktu widzenia wielkości całkowitej oferty (powyżej 1 mld PLN) oraz 12 najmniejszych (poniżej 100 mln PLN) debiutów giełdowych, które odbyły się w okresie od 2017 roku do 2021 roku na rynku regulowanym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. W 2022 roku nie było w ogóle bezpośrednich debiutów spółek na rynku regulowanym GPW, zaś w 2023 roku miał miejsce tylko jeden taki debiut, a pozostałe wejścia na rynek regulowany dotyczyły transferów spółek z New Connect.

Rynek debiutów na GPW w Warszawie

Na głównym rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie zadebiutowało od początku jej istnienia w 1991 roku aż do końca 2023 roku 760 spółek. Natomiast na utworzonym w 2007 roku rynku alternatywnym do końca 2023 roku zadebiutowały 682 spółki. W ostatnim czasie można jednak zauważyć znaczące zmniejszenie się liczby przeprowadzanych debiutów w porównaniu z wcześniejszymi okresami. Co więcej, na obydwu rynkach obserwowany jest niepokojący trend dominacji liczby spółek delistowanych nad liczbą spółek debiutujących (na rynku alternatywnym od 2014 roku, a na rynku regulowanym od 2016 roku).

Z badań przeprowadzonych w próbie obejmującej spółki z 49 krajów o odmiennym otoczeniu prawnym wynika, że występujące różnice w przepisach prawnych chroniących inwestorów i jakość ich egzekwowania w różnych systemach w rezultacie przekłada się na liczbę przeprowadzanych IPO [La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997]. Dobre otoczenie prawne chroniące potencjalnych inwestorów sprzyja skłonności inwestorów do oddawania środków w zamian za papiery wartościowe, co wpływa na rozszerzanie się zakresu rynków kapitałowych. W krajach funkcjonujących w reżimie common law na milion mieszkańców przypadało średnio 35 notowanych firm, w porównaniu z 10 w krajach z systemem francuskim, 17 w krajach z systemem niemieckim i 27 w krajach skandynawskich. We Francji funkcjonowało 8 notowanych firm na milion mieszkańców, 4 we Włoszech, a 5 w Niemczech, w porównaniu z 36 w Wielkiej Brytanii, 30 w Stanach Zjednoczonych i 128 w Izraelu. Co więcej, w krajach common law odbywało się średnio 2,2 IPO na milion mieszkańców, w porównaniu do 0,2 IPO w przypadku systemu francuskiego, 0,12 IPO w przypadku systemu niemieckiego i 2,1 IPO w przypadku systemu skandynawskiego. Podczas gdy w Stanach Zjednoczonych w roku badania liczba IPO wynosiła 803, a w Indiach aż 1114, to w Niemczech miało miejsce tylko 7 IPO, a 10 we Francji. Stosując powyższą metodykę [La Porta i in., 1997], Podedworna-Tarnowska [2023b] wykazała, że Polska zaliczana do krajów z tzw. systemem mieszanym nie odstaje w tym względzie od krajów, w których funkcjonują reżimy prawne wywodzące się z tych samych systemów, bowiem w latach 1991–2021 na milion mieszkańców przypadało średnio 7,6 notowanych firm (mediana 7,5) oraz odbywało się średnio 0,6 IPO na milion mieszkańców (mediana 0,5). Trzeba jednak zauważyć, że pod względem kapitalizacji notowanych spółek oraz wartości obrotów ich akcjami Warszawska Giełda Papierów Wartościowych jest kilkadziesiąt razy mniejsza w porównaniu z największymi giełdami europejskimi (Euronext, LSE) oraz zbliżona do wartości notowanych na Vienna Stock Exchange [Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r., 2023]. W porównaniu z krajami europejskimi rodzimy rynek instrumentów udziałowych charakteryzuje się niską średnią wartością pierwotnej oferty, na przykład w 2019 roku była ona ponad trzydzieści razy mniejsza niż średnia dla innych giełd UE [Rozwój systemu finansowego

w Polsce w 2019 r., 2020]. Na rynku regulowanym GPW w Warszawie mediana wartości oferty wyniosła w latach 2005–2023 30,7 mln PLN. Natomiast średnia wartość oferty w tym okresie wynosząca 246,7 mln PLN jest jednak zawyżona przez kilka dużych ofert. Dla przykładu w 2017 roku miały miejsce dwa debiuty spółek o wartości całkowitej oferty ponad 1 mld PLN, tj. spółka Dino (1,66 mld PLN) oraz Play Communications (4,37 mld PLN). W latach 2020 i 2021 odbyły się z kolei debiuty aż pięciu takich spółek, a największa oferta opiewała na kwotę 9,2 mld PLN. Dla porównania warto wskazać, że w latach 2005–2023 miało miejsce w sumie 21 ofert powyżej 1 mld PLN, z czego aż 10 stanowiły oferty dotyczące prywatyzowanych za pośrednictwem giełdy spółek Skarbu Państwa, a 6 kolejnych były to oferty spółek zagranicznych (tabela 1). Debiut Allegro był drugim co do wielkości IPO w Europie i dziewiątym na świecie.

Tabela 1. Pierwsze oferty publiczne na GPW w Warszawie w latach 2005–2023 o wartości powyżej 1 mld PLN

Data debiutu	Spółka	Kraj domicyliacji	Rodowód spółki	Wartość pozyskanej nowej emisji (PLN)	Wartość oferty (PLN)
25.05.2007	IMMOEAST	Austria	prywatna od początku	10 720,20	10 720,20
12.10.2020	ALLEGRO.EU	Luksemburg	prywatna od początku	1 000,00	9 200,00
12.05.2010	PZU	Polska	oferta SP	0,00	8 068,54
06.11.2009	PGE	Polska	oferta SP	5 968,81	5 968,81
12.05.2008	NWR	Holandia	prywatna od początku	783,95	5 543,67
06.07.2011	JSW	Polska	oferta SP	0,00	5 371,48
27.07.2017	PLAY COMMUNICATIONS	Luksemburg	prywatna od początku	0,00	4 375,76
30.06.2010	TAURON	Polska	oferta SP	0,00	4 211,90
26.05.2021	PEPCO GROUP	Holandia	prywatna od początku	0,00	3 697,86
23.09.2005	PGNiG	Polska	oferta SP	2 682,00	2 682,00
11.12.2013	ENERGA	Polska	oferta SP	0,00	2 405,88
14.12.2012	ALIOR BANK	Polska	prywatna od początku	700,00	2 094,12
17.11.2008	ENEA	Polska	oferta SP	1 989,32	1 989,32
19.02.2021	HUUUGE, INC.	USA	prywatna od początku	565,01	1 665,83
19.04.2017	DINO POLSKA	Polska	prywatna od początku	0,00	1 654,98

cd. tabeli 1

Data debiutu	Spółka	Kraj domicyliacji	Rodowód spółki	Wartość pozyskanej nowej emisji (PLN)	Wartość oferty (PLN)
30.10.2013	PKP Cargo	Polska	oferta SP	0,00	1 422,98
09.11.2010	GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH	Polska	oferta SP	0,00	1 208,07
09.12.2021	GRUPA PRACUJ	Polska	prywatna od początku	0,00	1 119,94
10.12.2021	STS HOLDING	Polska	prywatna od początku	0,00	1 078,12
29.06.2007	LC CORP	Polska	wchodząca w skład GK	370,50	1 059,50
09.06.2005	LOTOS	Polska	oferta SP	1 015,00	1 015,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Roczniki giełdowe z lat 2005–2023*, Biblioteka GPW, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10 (data dostępu: 25.04.2024).

W 2018 roku wartość 7 debiutów o wartości całkowitej 301,5 mln PLN przełożyła się na 114,7 mln PLN zebranego kapitału z nowych emisji. Natomiast w 2019 roku w ramach siedmiu ofert o wartości 45,2 mln PLN przeprowadzono tylko dwie nowe emisje o wartości niespełna 34,8 mln PLN¹. Przy tym pięć ofert dotyczyło przejścia z rynku alternatywnego, a jedna oferta stanowiła podział przez wydzielenie, co oznacza, że tylko jedna spółka zadebiutowała w tym roku bezpośrednio na rynku regulowanym. Po kolejnych dwóch latach ze wspomnianymi dużymi emisjami, w tym wyjątkowo udanym 2021 roku z kilkunastoma debiutami, w 2022 roku nastąpiło wyłącznie 8 przejść z rynku New Connect, zaś w roku 2023 na GPW miało miejsce tylko jedno IPO spółki Murapol, a pozostałe debiuty na rynku regulowanym dotyczyły transferów spółek z New Connect.

Krótkoterminowe i długoterminowe stopy zwrotu w IPO – przegląd literatury

Warto zaznaczyć, że wycena rynkowa w dniu debiutu zależy od szeregu czynników takich jak atrakcyjność celów emisji, które są nakreślone przez precyzyjną strategię długoterminową, wiążącym się z inwestycją ryzykiem biznesowym i prawnym oraz sposobami ich minimalizacji. Ponadto ważna jest trwałość oraz stabilność umów gospodarczych między spółką a jej parterami biznesowymi. Inwestorzy również cenią sobie przejrzystość struktury właścicielskiej, wysoką płynność akcji oraz istnienie programów motywacyj-

¹ Obliczenia własne na podstawie <https://www.gpw.pl/> (data dostępu: 10.10.2021).

nych dla najważniejszych menedżerów spółki. Cena emisyjna akcji danej spółki ustalana jest w procesie bookbuildingu, który odbywa się głównie z udziałem inwestorów instytucjonalnych. Oprócz tego, inwestorzy mają dostęp do wielu informacji dotyczących spółki, które zawarte są w prospekcie emisyjnym, dzięki czemu są w stanie przeprowadzić dokładną analizę i ustalić wartość przedsiębiorstwa. Mimo to rzadkim zdarzeniem jest, aby w dniu debiutu cena zamknięcia danego waloru nie zmieniła swojej wartości w porównaniu do ceny emisyjnej.

Na rynkach kapitałowych można zauważyć, że w uśrednieniu debiuty giełdowe przeprowadzane na giełdach papierów wartościowych charakteryzują się niedowartościowaniem, co oznacza uzyskanie z punktu widzenia inwestora zarobku. Teza ta znajduje potwierdzenie w badaniach przeprowadzonych między innymi przez Ljungqvista [2007], z których wynika, że między 1960 rokiem a pierwszą dekadą XXI wieku wartość niedowartościowania ofert publicznych w Stanach Zjednoczonych kształtowała się na poziomie około 19%. Jednak notowano wtedy duże wahania tej wartości. Dla przykładu w latach 60. było to 21%, w latach 70. 12%, w latach 80. 16%, po czym w latach 90. 21% i na początku pierwszej dekady XXI wieku było to aż 40%. Różnice te można wytłumaczyć wahaniami w cyklu koniunkturalnym.

Badania niedowartościowania dotyczą głównie rynku amerykańskiego [Ritter, 1984; Ritter, 1987; Ibbotson, Sindelar, Ritter, 1988; Ibbotson, Sindelar, Ritter, 1994; Loughran, Ritter, Rydqvist, 1994; Ritter, Welch, 2002; Ljungqvist, 2007]. Jednak relatywnie często to zjawisko jest badane na innych rynkach, m.in. szwedzkim [Rydqvist, Hogholm, 1995], niemieckim [Ljungqvist, 1997], austriackim [Aussenegg, 2006], francuskim [Derrien, 2005], chińskim [Chan, Wang, Wei, 2004], hiszpańskim [Acedo-Ramírez, Ruiz-Cabestre, 2019]. Na polskim rynku takie badania również prowadzone były m.in. przez Siwka [2005], Mizerkę i Lizińską [2017] oraz Podedworną-Tarnowską [2023a]. Badania te potwierdzają, że inwestorzy uczestniczący w pierwszych ofertach publicznych uzyskują ponadprzeciętną natychmiastową stopę zwrotu wyliczaną z pierwszego dnia notowania. Jednak w dłuższym okresie reakcja ceny na rynek ma charakter negatywny, czyli oznacza to, że inwestorzy zazwyczaj tracą na inwestycji w akcje takich spółek. Spółka wchodząca na giełdę jest dużą niewiadomą, ponieważ ciężko inwestorom pozyskać konkretne informacje na temat jej sytuacji, których jest relatywnie niewiele. Miller [1977] uznaje, że wysoka cena za walor w sytuacji małej ilości informacji jest premią za ryzyko dla inwestora, a w miarę upływu czasu oraz coraz większej ilości informacji docierających do rynku zmniejsza się niepewność oraz co za tym idzie entuzjazm inwestorów, co ma wpływ na spadek ceny akcji. Dlatego w emisjach, dla których poziom niepewności jest najwyższy, ustalana jest wysoka cena emisyjna, a w dłuższej perspektywie obserwowane są ujemne stopy zwrotu z inwestycji. Miller i Reilly [1987] argumentują, wycena rynkowa podczas pierwszego dnia notowań publicznych jest błędna i powoduje, że nadwyżki zwrotów nie są dostępne dla inwestorów na rynku wtórnym.

Jednocześnie ich zdaniem potwierdza to tezę, że rynki są efektywne. Jak wskazują Paleari i Vismara [2007], często zdarza się, że oferujący i analitycy rynkowi „przeceniają” spółkę wchodzącą na rynek. Wysoka wycena rynkowa po wejściu na giełdę jest jak najbardziej pożądana, ponieważ zwiększa wiarygodność emitenta w oczach inwestorów i tworzy pozytywny wizerunek. Z jednej strony, wyższa wycena może zwiększać oczekiwania inwestorów i wywierać presję na spółki, by po debiucie na rynku wtórnym wchodziły z emisjami z wyższą wyceną rynkową. Niemniej jednak może to również ograniczać potencjał wzrostu ceny. Ilustrującym to przykładem jest IPO Allegro, które miało miejsce w październiku 2020 roku na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Cena rynkowa na zamknięciu wyniosła 70 PLN wobec ceny emisyjnej 43 PLN za akcję. Rok po IPO rynek wyceniał akcje spółki po cenie ofertowej, natomiast w połowie grudnia 2021 r. cena rynkowa spadła poniżej 35 PLN.

Liczne badania empiryczne nad zachowaniem cen rynkowych po debiucie potwierdziły, że po wejściu spółek na giełdę następuje znaczna utrata ich wartości rynkowej w porównaniu z ich wartością sprzed debiutu, zwłaszcza w perspektywie długoterminowej. W tabeli 2 zawarto potwierdzenie tego zjawiska empirycznie zweryfikowanego na rynku amerykańskim, którego dotyczy znamienita liczba badań [m.in. Ritter, 1991; Jenkinson, Ljungqvist, 1996; Aggarwal, Rivoli, 1990; Jain, Kini, 1994; Loughran, Ritter, 1995; Loughran, Ritter, Rydqvist, 1994; Ritter, Welch, 2002, Loughran, Ritter, 2004].

Tabela 2. Porównanie dziennych i 3 letnich stóp zwrotu z IPO na rynku amerykańskim

Okres badania	Próba	Stopa zwrotu			
		średnia z pierwszego dnia notowań	średnia 3-letnia	średnia 3-letnia skorygowana o indeks rynkowy	średnia 3-letnia skorygowana o indeks sektorowy
1980–1989	2047	7,2	22,5	-22,6	2,2
1990–1998	3616	14,8	39,7	-21,0	-0,2
1999–2000	856	64,6	-53,1	-31,8	-58,9
2001–2010	1010	11,6	17,1	2,2	-7,6
2011–2022	1598	23,7	10,8	-19,4	-15,8
1980–2022	9127	19,0	19,6	-19,5	-8,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Ritter, 2024].

Podobnie jak w przypadku niedowartościowania istnienie przewartościowania ofert w długim horyzoncie potwierdziły też badania prowadzone na innych rynkach, m.in. W Wielkiej Brytanii [Goergen, Khurshed, Mudambi, 2007; Espenlaub, Gregory, Tonks, 2000], Niemczech [Ljungqvist, 1997], Austrii [Aussenegg, 2006], krajach Ameryki Łacińskiej [Aggarwal, Leal, Hernandez, 1993], Tajwanie [Chen, 2001], Chinach [Cai, Liu, Mase, 2008], Australii [Lee, Taylor, Walter, 1996] i w Polsce [Kwit, 2006;

Lyn, Zychowicz, 2003; Lizińska, Czapiewski, 2014; Mizerka, Lizińska, 2017; Sieradzki, 2013; Wieczorek, 2020].

Z badań prowadzonych na rynku amerykańskim przez Loughrana i Rittera [1995] wynika, że średnia roczna stopa zwrotu w ciągu pięciu lat po emisji wynosi tylko 5% dla firm przeprowadzających emisje w IPO. Zainwestowanie takiej samej kwoty w tym samym czasie w przedsiębiorstwo nieprzeprowadzające emisji o mniej więcej takiej samej kapitalizacji rynkowej i utrzymujące ją przez identyczny okres, przyniosłoby średnią złożoną stopę zwrotu w wysokości 12% rocznie. Przedsiębiorstwa wykorzystują przejściowe okazje, przeprowadzając emisję akcji, gdy średnio są one znacznie przewartościowane, a bazują na funduszach wewnętrznych lub zadłużeniu, gdy ceny akcji są niedowartościowane. Autorzy stwierdzają, że wycena w okresie upubliczniania jest błędna, a wykorzystując tę błędną wycenę spowodowaną przez nieefektywność rynku menedżerowie mogą tworzyć wartość dla obecnych akcjonariuszy. Wyjaśniają przy tym, że emitujące przedsiębiorstwa zazwyczaj w okresie przed emisją poprawiają swoje wyniki operacyjne. Rynek wydaje się przeceniać tę poprawę i nie doceniać długoterminowych, średnio odwracalnych tendencji w wynikach operacyjnych. W związku z tym, w momencie emisji, ceny rynkowe odzwierciedlają kapitalizację tej przejściowej poprawy operacyjnej, a kiedy ta specyfika tymczasowości lepszych wyników operacyjnych staje się oczywista, ceny akcji spadają, jednak nie pojawiają się one natychmiast po emisji.

Goergen i in. [2007] zauważyli, że im bardziej rentowna jest spółka przed debiutem oraz im większy jest stopień rozwodnienia właścicielskiego w wyniku IPO, tym gorsze są jej stopy zwrotu w długim terminie, a jednocześnie są one tym lepsze, im większa jest spółka.

Niektóre badania poddają w wątpliwość długoterminowe gorsze wyniki inwestycji w akcje debiutujących spółek. Wynika z nich, że większość IPO nie przynosi znaczących stóp zwrotu w długim okresie, pod warunkiem, że są one porównywane z odpowiednim benchmarkiem. Na przykład Brav i Gompers [1997] wskazują, że w okresie pięciu lat stopy zwrotu inwestycji w debiutujące firmy wspierane przez venture capital są wyższe niż stopy zwrotu akcji debiutujących spółek nie wspieranych przez venture capital. Podział próby bez wsparcia venture na podstawie wielkości pokazuje, że gorsze stopy zwrotu dotyczą przede wszystkim małych emitentów. Brav, Geczy i Gompers [2000] dowodzą, że słabe wyniki koncentrują się przede wszystkim na małych emitentach (z niskimi wskaźnikami book-to-market). Z kolei Eckbo, Masulis i Norli [2000] uważają, że znaczną część obserwowanych gorszych wyników można wyjaśnić redukcją relacji zadłużenia do kapitału własnego w wyniku dokapitalizowania w ramach IPO. Pozyskanie przez spółkę nowego kapitału własnego w ramach IPO zmniejsza bowiem dźwignię finansową firmy, a tym samym jej ryzyko finansowe, w związku z czym inwestorzy są skłonni zaakceptować niższą stopę zwrotu po przeprowadzeniu oferty. Wykazują również, że gorsze wyniki znikają, gdy do obliczania anormalnych wyników stosuje się

kalendaryzowe stopy zwrotu, a nie stopy zwrotu z wydarzeń, gdzie miesiące, w których przeprowadzono emisję IPO, są ważone w większym stopniu niż miesiące mniej aktywne.

Zdaniem Aggarwal i Rivoli [1990] biorąc pod uwagę, że z punktu widzenia inwestorów IPO są zyskowną inwestycją w krótkim okresie, ale w dłuższych okresach przynoszącą dość słabe wyniki, to anormalne zwroty dla inwestorów początkowych nie powinny być interpretowane jako „pieniądze pozostawione na stole” z punktu widzenia emitenta. Również zdaniem Ibbotson i in. [1994] słabe wyniki IPO w długim okresie potwierdzają, że pomimo krótkoterminowego zjawiska underpricingu koszt kapitału własnego nie jest nadmiernie wysoki, zwłaszcza w przypadku młodych, rozwijających się przedsiębiorstw. Natomiast różnice wysokości poziomu niedowartościowania świadczą o tym, że warunki, na jakich można pozyskać kapitał własny, wydają się znacznie różnić w czasie.

Wyniki badań przeprowadzone na rodzimym rynku w zakresie relatywnych stóp zwrotu debiutantów są zbliżone do wyników z krajów rozwiniętych i potwierdzają, że stopy zwrotu z inwestycji w akcje debiutantów są znacznie niższe niż stopy zwrotu z indeksu giełdowego w średnim i długim terminie po debiucie. Sieradzki wskazał, że posiadanie akcji rok po debiucie przyniosło, po skorygowaniu o zmiany indeksu szerokiego rynku WIG, średnio ujemną anormalną stopę zwrotu w wysokości $-4,2\%$. Jednocześnie zaobserwował on występowanie negatywnych stóp zwrotu z inwestycji również w krótszym terminie, tj. jednego oraz trzech miesięcy [Sieradzki, 2013]. Rzewuska i Wrzesiński [2016] pokazali zaś, że średnio w przypadku inwestycji w spółki z IPO przeprowadzone w 2006 roku uzyskiwano stopę zwrotu niższą o 9% od indeksu giełdowego w okresie 2 lat, a w okresie 3 lat aż o 26% . Nabywając akcje debiutantów giełdowych podczas pierwszej sesji notowań i trzymając je w portfelu przez trzy lata, można było zarobić w tym okresie o 17% mniej niż na walorach pozostałych spółek notowanych na warszawskiej giełdzie według Kwita [2006], a aż o $24,44\%$ mniej według Lyn i Zychowicz [2003].

Kochalski i Ratajczak [2013] zauważyli z kolei, że średnia stopa zwrotu w okresie 370 dni notowań dla akcji spółek debiutujących na giełdzie wynosiła około $-19,35\%$, zaś w okresie 479 dni $-22,98\%$, a następnie wzrosła do poziomu $-1,16\%$ w okresie pierwszych 531 dni notowań.

Z badań Wieczorka [2020] wynika, że chociaż średnie poziomy stóp długoterminowych dla spółek z sektora gier są dodatnie i wyższe niż stopy zwrotu uzyskane w dniu debiutu, to jednocześnie niemal połowa podmiotów notująca dodatnie stopy zwrotu podczas debiutu giełdowego, w okresie kolejnych dwunastu miesięcy straciła na wartości, czego rezultatem są notowania kursów akcji dla tych spółek poniżej ceny akcji oferowanej w IPO.

Wyniki analizy atrakcyjności inwestycyjnej spółek debiutujących na GPW w Warszawie

W przypadku IPO można wyróżnić dwie główne strategie inwestycyjne, które są definiowane przez okres, w jakim inwestycja będzie miała miejsce. Pierwsza z nich polega na inwestowaniu w horyzoncie krótkoterminowym, który w finansach oraz ekonomii definiowany jest jako okres do roku od wystąpienia inwestycji. Jednak obecna dynamika zmian zachodzących na rynkach kapitałowych sprawia, że w oczach wielu inwestorów okres ten jest o wiele krótszy. Aplikując tę strategię do inwestowania w akcje spółek dokonujących swojej pierwszej oferty publicznej, należy ją raczej określać spekulacją. Część inwestorów przyjmuje strategię polegającą na zakupie akcji po cenie emisyjnej podczas zapisów prowadzonych przez biuro maklerskie, a następnie sprzedaży akcji pierwszego dnia notowania naturalnie w momencie wzrostu ich wartości. Inwestorzy bazują wtedy na efekcie opisanego w literaturze niedowartościowania oferty publicznej (ang. *underpricing*) wyliczanego z relacji osiągniętej na debiucie ceny rynkowej akcji do jej ceny ofertowej [m.in. McDonald, Fisher, 1972; Ritter, 1987; Ljungqvist, 2007]. Druga strategia wybierana przez inwestorów związana z inwestycją w debiut giełdowy spółki ma charakter długoterminowy. Polega ona na trzymaniu zakupionych akcji w portfelu przez okres powyżej roku. Zważając na zmienność rynku oraz wyceny akcji najczęściej inwestorzy decydujący się na inwestycję długoterminową trzymają walor dużo dłużej niż rok. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej przeprowadzają oni dokładną analizę spółki opartą o jej wyniki finansowe oraz siłę fundamentów, czyli dokonują analizy fundamentalnej. W jej ramach następuje oszacowanie wewnętrznej wartości akcji, a w konsekwencji określenie, czy w przyszłości wartość przedsiębiorstwa ma dużą szansę na zanotowanie wzrostu [Borowski, 2018]. W literaturze opisano zweryfikowane empirycznie zjawisko przewartościowania spółek debiutujących w długim okresie, oznaczające ujemne stopy zwrotu z inwestycji w akcje takich spółek w takim horyzoncie czasu [Ritter, 1991; Ritter, Welch, 2002].

Inwestorzy często, nie przywiązując znaczącej uwagi do wyceny przedsiębiorstwa, kondycji rynku i koniunktury gospodarczej, błędnie zakładają, że jednym z podstawowych czynników powodzenia oferty od strony efektywności inwestycji jest wysokie zainteresowanie ofertą, przekładające się na wysoką stopę redukcji akcji wśród inwestorów indywidualnych oraz wielkość oferty. W literaturze można zaobserwować pewnego rodzaju zależność wysokości jednodniowych stóp zwrotu (*underpricingu*) z wielkością debiutu – wyższe stopy zwrotu dotyczyły debiutów z niższą wartością, zaś niższe stopy zwrotu dotyczyły debiutów z wyższą wartością oferty [Podedworna-Tarnowska, 2022; Kavalenka, 2018; Małachowski, Gadowska-dos Santos, 2021]. W związku z tym do analizy efektywności inwestycji wybrano właśnie największe i najmniejsze pod kątem oferty debiuty. W pierwszej grupie znalazło się 6 debiutów giełdowych na Giełdzie

Papierów Wartościowych w Warszawie, które od 2017 roku do 2023 roku mogły się pochwalić całkowitą wielkością oferty na poziomie ponad miliarda PLN. Do tego grona zaliczają się Dino Polska, Play Communications, Allegro.eu, Huuuge Games, Pepco Group, Grupa Pracuj. Spółkę STS Holding wyłączono z uwagi na to, że niemożliwe było pokazanie stóp zwrotu w założonym okresie, spółka została zdelistowana. Łączna wartość akcji zaoferowanych przez te przedsiębiorstwa inwestorom wynosiła ponad 7,5 mld PLN. W drugiej porównawczej grupie znalazły się wszystkie spółki debiutujące o wartości oferty poniżej 106,9 mln PLN (3 kwartył). W tej grupie znalazło się 12 spółek: Maxcom, Nanogroup, R22, Oncoarendi Therapeutics, Ten Square Games, ML System, Boombit, Games Operators, Gaming Factory, Dadelo, Answear.Com, Poltreg.

Podstawową metodą badawczą wykorzystaną podczas analizy atrakcyjności inwestycyjnej wybranych debiutów giełdowych na GPW była analiza historyczna (ex post) uzyskiwanych stóp zwrotu z inwestycji w danych horyzontach czasowych. Notowania pozyskano ze strony www.infostrefa.com. Do obliczeń okresów przyjęto 1 miesiąc jako 21 dni sesyjne (i odpowiednie wielokrotności, co oznacza, że okres 12 miesięcy to 252 dni sesyjne). Przy kalkulacji stóp zwrotu założono, że inwestor obiera pasywną strategię inwestycyjną, która polega na zakupie akcji, a następnie trzymaniu ich przez określony czas, niezależnie od koniunktury oraz fluktuacji rynkowych. Obliczenie poziomów stóp zwrotu przeprowadzono przy wykorzystaniu stopy skorygowanej BHAR (buy and hold adjusted return). Zastosowanie tej metody, opisaną m.in. przez Barber i Lyon [1997] oraz Lyon, Barber i Tsai [1999], pozwala odpowiedzieć na pytanie, czy w zadanym z góry pełnym okresie dany walor wygenerował nadwyżkową stopę zwrotu. Wyliczana jest ona na podstawie formuły:

$$BHAR_{i,T} = \left[\prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) - 1 \right] - \left[\prod_{t=1}^T (1 + E(R_{it}) - 1) \right]$$

gdzie:

R_{it} – prosta stopa zwrotu z inwestycji w akcje firmy „i” na dzień „t” wyliczana jako:

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{i1})}{P_{i1}} \times 100\%$$

$E(R_{it})$ – oczekiwana stopa zwrotu dla akcji spółki „i” w dniu „t” (wyliczana dla inwestycji alternatywnej, w niniejszych badaniach przyjęto indeks rynku WIG);

P_{it} – cena zamknięcia akcji firmy „i” w dniu „t” / odpowiednio cena zamknięcia indeksu WIG w dniu „t”;

P_{i1} – cena przydziału akcji firmy „i” w dniu przydziału „t=1” / odpowiednio cena zamknięcia indeksu WIG w dniu przydziału „t=1” akcji firmy „i”.

Przeprowadzona analiza debiutów giełdowych z punktu widzenia atrakcyjności inwestycyjnej, definiowanej jako uzyskanie dodatniej stopy zwrotu z inwestycji podczas pierwszego dnia notowań, pozwoliła wyróżnić trzy spółki, których debiuty pozwoliły inwestorom zarobić oraz trzy, na których inwestorzy byli stratni.

W tabelach 3 i 4 zestawiono debiuty w poszczególnych analizowanych grupach od najbardziej do najmniej opłacalnego dla inwestora według stopy skorygowanej o indeks rynkowy uzyskanej pierwszego dnia notowania. W analizie pominięto wypłacaną dywidendę, gdyż intencją badania było porównanie wyceny rynkowej w różnej perspektywie czasu. Ponadto uwzględnienie dywidendy nie wpłynęło znacząco na prezentowane wyniki. W obydwu grupach spółek zarówno średnie, jak i mediany stóp zwrotu uzyskanych w pierwszym dniu debiutu były dodatnie. Natomiast w perspektywie długoterminowej dodatnie średnie prostych i skorygowanych stóp zwrotu są wysoce zawyżone wysokimi pojedynczymi wynikami spółek (np. Dino, czy Ten Square Games). Warto zatem zwrócić uwagę, że mediana stóp długoterminowych jest ujemna zarówno przy największych, jak i najmniejszych ofertach, co potwierdza erozję wartości rynkowej.

Tabela 3. Ranking opłacalności inwestycji w grupie ofert powyżej 1 mld PLN

Spółka	Stopa	Stopa zwrotu						
		1 DZ	1 M	3 M	6 M	12 M	24 M	36 M
Allegro.eu	R	62,79	110,72	82,51	35,67	26,74	-57,28	-35,19
	BHAR	64,94	109,10	64,66	15,15	-21,78	-50,39	-77,59
Pepco Group	R	12,50	23,93	38,28	19,50	-0,10	2,25	-51,60)*
	BHAR	11,24	17,45	30,20	10,52	11,62	0,42	-82,89)*
Dino Polska	R	11,94	18,81	45,97	105,97	171,34	276,12	405,37
	BHAR	11,26	16,05	40,18	96,26	169,60	274,37	428,86
Huuge Games	R	-1,00	-16,00	-20,40	-27,60	-58,40	-47,56	-45,60
	BHAR	-4,45	-17,48	-32,51	-47,48	-74,16	-53,71	-89,05
Play Communications	R	-1,39	0,00	1,36	-7,83	-40,56	-12,00	-11,89
	BHAR	-0,81	-2,56	0,59	-14,75	-37,04	-3,40	5,06
Grupa Pracuj	R	-2,78	5,21	-31,94	-20,83	-35,56	-18,89	-13,19)*
	BHAR	-3,53	-0,53	-20,12	-0,92	-17,89	-33,01	-36,38)*
średnia	R	13,68	23,78	19,30	17,48	10,58	23,77	41,32
	BHAR	13,11	20,34	13,83	9,80	5,06	22,38	24,67
mediana	R	5,47	12,01	19,82	5,83	-17,83	-15,44	-24,19
	BHAR	5,21	7,76	15,39	4,80	-19,84	-18,21	-56,98

* Stopa policzona do 19.04.2024 r.

Źródło: opracowanie własne.

Analizując uzyskane wyniki, należy zwrócić uwagę, że powszechne przekonanie dotyczące sukcesu oferty z punktu widzenia inwestycyjnego w zależności od osiągniętej stopy redukcji w transzy inwestorów indywidualnych, nie ma pokrycia w debiutach spółek poddanych analizie. Spółka Huuge Games, charakteryzująca się najwyższą stopą redukcji, w pierwszym dniu notowania uzyskała stratę na swoich akcjach w porównaniu z ceną emisyjną. Ponadto nie pomogło jej również w osiągnięciu satysfakcjonującej stopy zwrotu obserwowane wzmoczone zainteresowanie spółkami z sektora gamingowego. Co ciekawe, najlepszy wynik, jeżeli chodzi o dzienną stopę zwrotu, uzyskała spółka o przeciętnej w porównaniu do reszty stopie redukcji, ale za to największej wartości oferty, tj. Allegro.eu. Należy jednak zauważyć, że była to pierwsza większa oferta publiczna od momentu wybuchu epidemii koronawirusa. Ponadto spółka charakteryzowała się stabilnymi finansami oraz mianem lidera rynku e-commerce w kraju.

W przypadku spółki Pepco Group kluczowe czynniki, które przyczyniły się do wzrostu jej wartości w dniu debiutu, są porównywalne z spółką Allegro. Przedsiębiorstwo bowiem skorzystało z jeszcze atrakcyjnej koniunktury gospodarczej, jak również odpowiedniej wyceny oraz pozycji lidera w swojej branży. Istotne przy debiucie Pepco były płynące z rynku pierwsze sygnały dotyczące spowolnienia gospodarczego, na którym Pepco Group poprzez profil działalności korzysta. Dino Polska tak samo jak Play Communications przeprowadzało swój debiut giełdowy podczas obserwowanej stagnacji na rynku. Spółka zarządzająca siecią sklepów spożywczych przekonała do siebie inwestorów bardzo racjonalną wyceną. Natomiast Play Communications w przeciwieństwie do Dino Polska nie miało możliwości szybkiego rozwoju pomimo dobrej pozycji rynkowej. Spółka działa na nasyconym rynku charakteryzującym się dużą konkurencyjnością, co dodatkowo ogranicza jej rozwój. Czynnikiem niewątpliwie wpływającym na rynkową wycenę Play był fakt, że wskaźnik jej ogólnego zadłużenia oscylował na poziomie 80%, a głównym motywem pozyskania przez nią kapitału była spłata tego zadłużenia. Trzeba jednak wspomnieć, że taki sam cel emisji w IPO podała spółka Allegro, co nie wpłynęło na wspomnianą dobrą ocenę spółki przez inwestorów i jej wysoką wycenę.

Przykładem przewartościowania spółki podczas jej debiutu jest IPO Grupy Pracuj. jednym z głównych czynników ujemnej stopy zwrotu z tej inwestycji był fakt, że debiut spółki, która w dużej mierze opiera swój biznes na dobrej koniunkturze rynkowej przekładającej się na wzrost zatrudnienia, odbył się w momencie widocznego od kilku miesięcy spowolnienia gospodarczego. Zarząd oraz właściciele przedsiębiorstwa nastawiali się na ustalenie ceny emisyjnej na poziomie ceny maksymalnej w wysokości 82 PLN. Jednak w trakcie tworzenia księgi popytu wśród inwestorów instytucjonalnych cena ta okazała się za wysoka, czego skutkiem było jej obniżenie do poziomu 74 PLN. Należy też zwrócić uwagę, że mimo obietnicy wypłaty dywidendy, pogarszająca się sytuacja polityczna w Ukrainie – jednym z głównych rynków działalności spółki, przyczyniła się do obniżenia opłacalności inwestycji.

Tabela 4. Ranking opłacalności inwestycji w grupie ofert do 106 mln PLN

Spółka		1 DZ	1 M	3 M	6 M	12 M	24 M	36 M
Gaming Factory	R	101,94	58,06	16,06	5,81	-22,58	-60,65	-37,03
	BHAR	100,31	55,95	20,83	-6,30	-54,79	-64,85	-78,61
Games Operator	R	100,00	65,91%	80,00%	28,09%	-14,36%	-66,91%	-29,55%
	BHAR	84,64	49,22	49,97	4,82	-66,44	-127,67	-88,36
TS Games	R	34,78	72,59	132,13	92,02	218,70	1013,04	845,65
	BHAR	32,18	73,54	130,69	94,43	223,05	1035,27	838,23
Answear	R	29,84	19,56	42,16	32,20	33,20	13,60	20,80
	BHAR	22,68	16,68	35,73	12,94	6,33	3,71	-16,80
Boombit	R	14,74	0,53	15,21	-57,95	6,32	26,32	-22,11
	BHAR	22,58	3,46	22,87	-55,00	31,10	23,38	-13,19
ML System	R	1,48	10,37	-9,26	3,52	-13,33	111,11	344,44
	BHAR	7,46	8,34	-9,99	5,21	-16,73	124,67	330,05
R22	R	6,11	10,86	12,00	9,14	-15,20	46,29	117,14
	BHAR	5,50	6,44	19,86	20,13	-8,28	52,97	124,10
Dadelo	R	6,67	6,00	14,44	27,78	-22,83	-43,61	-12,22
	BHAR	2,90	3,53	9,69	7,58	-47,19	-46,95	-50,79
Maxcom	R	1,82	5,04	-2,73	-60,95	-68,18	-64,55	-74,00
	BHAR	2,05	3,07	-6,67	-65,67	-60,39	-62,97	-56,47
Oncoarendi Therapeutics	R	0,00	1,97	-2,14	-32,76	-44,14	-58,10	73,10
	BHAR	-3,90	0,28	0,89	-30,23	-48,60	-37,13	70,35
Nanogroup	R	-5,26	-5,89	-11,79	-26,32	-47,37	-66,74	-1,05
	BHAR	-4,56	-11,24	-4,77	-14,08	-37,62	-56,84	5,33
Poltreg	R	-17,35	-7,59	-23,59	-41,87	-47,33	-29,60	-32,27)*
	BHAR	-10,82	2,18	-10,09	-17,33	-21,39	-29,62	-44,50)*
średnia	R	22,90	19,78	21,88	-1,77	-3,09	68,35	99,41
	BHAR	21,75	17,62	21,59	-3,63	-8,41	67,83	84,94
mediana	R	6,39	8,19	13,22	4,66	-18,89	-36,61	-6,64
	BHAR	6,48	4,99	14,78	-0,74	-29,50	-33,37	-15,00

* Stopa policzona do 25.04.2024 r.

Źródło: opracowanie własne.

W powyższym zestawieniu można zauważyć, że wśród pięciu spółek z najlepszymi stopami zwrotu podczas pierwszego dnia notowań, aż cztery spółki pochodzą z branży gamingowej, tj. Gaming Factory, Games Operators, Ten Square Games oraz Boombit. Debiutowały one w latach 2018–2020, kiedy to sektor gamingowy rozkwitał na rynku polskim, co spowodowało powstanie w 2019 roku na GPW nowego indeksu

giełdowego WIG-Games. Warto zwrócić uwagę zwłaszcza na spółki Games Operator i Gaming Factory, które swoje debiuty giełdowe przeprowadzały w czasach wielkiej niepewności, a więc krótko po wybuchu pandemii koronawirusa. Niepewność rynku w tamtym momencie doskonale widać po niskim zainteresowaniu ofertą Games Operator, która zmaterializowała się w niskiej stopie redukcji na poziomie jedynie 3,56%. Inwestorzy jednak szybko zdali sobie sprawę, że ówczesna sytuacja (lockdown) potrwa dłużej i dostrzegli potencjał w spółkach gamingowych takich jak właśnie Games Operator. W wyniku niezmiernie dużego zainteresowania akcjami spółki pierwszego dnia systemy giełdowe dopuściły do pierwszych transakcji dopiero przed zamknięciem sesji, natomiast w przypadku spółki Gaming Factory pierwsze transakcje odbyły się dopiero w kolejnym dniu. Warto zwrócić uwagę, że stopa długoterminowa obydwu spółek jest ujemna.

W zestawieniu również wyróżnia się spółka Ten Square Games, nie tylko ze względu na osiągnięty imponujący wynik podczas pierwszego dnia notowań, ale głównie, w przeciwieństwie do powyższych spółek gamingowych, za dynamiczny i duży wzrost wartości akcji o prawie 850% na przestrzeni 36 miesięcy od dnia debiutu. Inwestorzy dostrzegli potencjał drzemiący w rynku gier mobilnych w formule z mikropłatnościami, którego ten debiutant był jednym z liderów, jak również silne wyniki finansowe na przestrzeni analizowanego okresu.

Do spółek, które zdecydowanie skorzystały na rzeczywistości pandemicznej, można również zaliczyć debiutującą na początku 2021 roku spółkę Answear, jedną z większych polskich platform e-commerce oraz pod koniec 2020 roku spółkę Dadelo, czyli internetowy sklep o tematyce rowerowej. W obydwu przypadkach czynniki, jakimi są prowadzenie swojej działalności w internecie oraz zagospodarowanie czynności pójścia na zakupy, spowodowały bardzo duże zainteresowanie (stopy redukcji kolejno 96,61% i 91,38%) oraz niewątpliwy sukces podczas pierwszego dnia notowań. Dla Dadelo był to również idealny moment dla debiutu, dzięki obserwowanemu podczas pandemii wzmożonemu zainteresowaniu wśród Polaków formą spędzania czasu na rowerze (według GUS sprzedaż rowerów w 2020 roku w porównaniu z rokiem 2019 wzrosła o 15%).

Wśród analizowanych spółek po drugiej stronie barykady, a więc obniżeniu wartości akcji podczas pierwszego dnia notowań względem ceny emisyjnej znalazły się spółki biotechnologiczne: OncoArendi Therapeutics (obecnie Molecule), Nanogroup oraz PolTreg. Zainteresowanie spółkami było różne, gdyż po akcje OncoArendi Therapeutics inwestorzy zgłosili chęć zakupu na prawie dwukrotnie większą liczbę akcji niż oferowano, a na akcje Nanogroup gorączkowo poszukiwano inwestorów, przez co 95% oferty zostało skierowane do inwestorów instytucjonalnych, pozyskując kwotę dziesięciokrotnie niższą niż zakładano. W przypadku spółek biotechnologicznych dużo ciężiej skorelować sukces ich oferty publicznej oraz dalszych notowań z sytuacją makroekonomiczną. Spółki z tej branży opierają działalność na długoterminowych badaniach, z których pierwsze

przychody pojawić się mogą w horyzoncie czasowym kilku lat. Dla przykładu podczas debiutu OncoArendi Therapeutics, zarząd spółki ostrzegął, że planowane przychody ze sprzedaży praw do wyników badań, w postaci chronionych patentami cząsteczek pojawiają się zwykle dopiero po 5–8 latach od rozpoznania nowego celu terapeutycznego.

Podsumowanie

W oczach inwestorów mianem udanego debiutu giełdowego określa się IPO takiej spółki, której cena akcji podczas pierwszego dnia notowania na parkiecie przewyższa kwotę, jaką inwestorzy zostali zobowiązani do zapłaty podczas przeprowadzanych zapisów na akcję. Oznacza to, że wyznacznikiem udanego debiutu oraz udanej inwestycji w debiut jest uzyskiwana stopa zwrotu z pierwszego dnia notowania. Może się wydawać, że w przypadku spółek, które cieszą się dużą medialną uwagą podczas debiutu oraz co ważniejsze szerokim zainteresowaniem jej akcjami wśród inwestorów, przekładającym się na dużą liczbę zapisów, a w konsekwencji wysoką stopę redukcji, sukces oferty wyrażany atrakcyjnością inwestycyjną jest złudny. Na sukces inwestycyjny oferty składa się szereg czynników zależnych oraz niezależnych od spółki.

Atrakcyjność rynku IPO niewątpliwie mocno zależy od czynników makroekonomicznych, sytuacji na światowych rynkach finansowych oraz oczywiście rynku krajowym, na którym pierwsza oferta publiczna będzie przeprowadzana. Inwestowanie w akcje spółek debiutujących na giełdzie wiąże się z wyższym ryzykiem w porównaniu z akcjami już notowanych podmiotów. Jednym z czynników podwyższonego ryzyka jest brak doświadczenia związanego z funkcjonowaniem na rynku giełdowym przez debiutanta oraz brak pewności co do sposobu prowadzenia przedsiębiorstwa w momencie funkcjonowania na giełdzie. Ponadto spółka taka po raz pierwszy spotyka się z tak rozbudowanym systemem informowania otoczenia o swojej działalności. Ryzyko dotyczące powyższych czynników nie jest jednak czynnikiem odstrasającym inwestorów, ponieważ przed dopuszczeniem do obrotu giełdowego debiutujące przedsiębiorstwo musi spełnić szereg formalnoprawnych kryteriów.

Z przeprowadzonej analizy debiutów giełdowych na przestrzeni lat 2017–2021 wynika, że nie zawsze jednak inwestycja w debiut charakteryzujący się wielkim zainteresowaniem okazuje się być dobrą okazją inwestycyjną. Ważny jest przy tym horyzont inwestycyjny, gdyż inwestor, który nabywał akcje debiutujących spółek w ofercie i utrzymywał je w długim terminie, osiągnął znacznie gorsze rezultaty niż inwestor, który w tych samych dniach kupował akcje przeciętnych spółek giełdowych, które nie przeprowadzały w badanym okresie IPO.

Warto jednak zauważyć, że pozycja konkurencyjna spółki, która zazwyczaj idzie w parze z jej wielkością, a także rozpoznawalnością ma zauważalny wpływ na powodzenie

IPO od strony inwestorskiej. Kolejnym czynnikiem mającym wpływ jest potencjał spółki do rozwoju. Przedsiębiorstwa, które debiutując na rynku głównym GPW, wyszły już z fazy dynamicznego rozwoju oraz uważane są za stabilne, duże przedsiębiorstwa, mające mniejszy potencjał do osiągnięcia wyższej stopy zwrotu niż przedsiębiorstwa, które nadal mają duży potencjał wzrostu. Z analizy natomiast wynika, że podstawowymi czynnikami, które odpowiadają za kreowanie atrakcyjności inwestycyjnej oraz możliwe do uzyskania wysokie stopy zwrotu z inwestycji w spółkę, są odpowiednia wycena spółki (nieprzewartościowana) oraz koniunktura rynkowa, na którą bezpośredni wpływ ma wysokość bazowych stóp procentowych. Znaczenie ma również sytuacja sektorowa.

Bibliografia

- Acedo-Ramírez M.Á., Ruiz-Cabestre F.J. [2019], *Total and Primary Underpricings in the IPO Market: Are They Explained by the Same Variables?* „Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación y Contabilidad”, vol. 48(2), s. 134–159, DOI: 10.1080/02102412.2018.1468642.
- Aggarwal R., Leal R., Hernandez L. [1993], *The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America*, „Financial Management”, vol. 22(1), s. 42–53.
- Aggarwal R., Rivoli P. [1990], *Fads in the Initial Public Offering Market?* „Financial Management”, vol. 19(4), s. 45–57, <https://doi.org/10.2307/3665609>.
- Aussenegg W. [2006], *Underpricing and the aftermarket performance of initial public offerings: The case of Austria*, w: Gregoriou G.N. (red.), *Initial Public Offerings: An International Perspective, A volume in Quantitative Finance*, Butterworth-Heinemann, s. 187–213, <https://doi.org/10.1016/B978-075067975-6.50016-5>.
- 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, s. 341–372, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00890-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00890-2).
- Borowski K. [2018], *Metody inwestowania na rynkach finansowych*, Difin, Warszawa.
- Brav A., Geczy C., Gompers P.A. [2000], *Is the abnormal return following equity issuances anomalous?* „Journal of Financial Economics”, vol. 56(2), s. 209–249, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00040-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00040-4).
- Brav A., Gompers P. [1997], *Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offering: evidence from venture and non-venture-backed companies*, „Journal of Finance”, vol. 52(5), s. 1791–1821, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02742.x>.
- Cai X., Liu G., Mase B. [2008], *The long-run performance of initial public offerings and its determinants: the case of China*, „Review of Quantitative Finance and Accounting”, vol. 30(4), s. 419–432, DOI: 10.1007/s11156-007-0064-5.
- Chan K., Wang J., Wei K. [2004], *Underpricing and long-term performance of IPOs in China*, „Journal of Corporate Finance”, vol. 10(3), s. 409–430, [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00023-3](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00023-3).
- Chen A. [2001], *The long-run performance puzzle of initial public offerings in Taiwan: empirical findings from various models*, „Journal of Financial Studies”, vol. 9(3), s. 1–20.

- Derrien F. [2005], *IPO Pricing in "Hot" Market Conditions: Who Leaves Money on the Table?*, „The Journal of Finance”, vol. 60(1), s. 487–521, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00736.x>.
- Dziawgo D. [2001], *Inwestorzy indywidualni a zarządzanie wartością firmy*, w: Herman A., Bie-liński J. (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, CeDeWu, Warszawa, s. 35–46.
- Eckbo B.E., Masulis R.W., Norli Ø. [2000], *Seasoned public offerings: resolution of the &new issues puzzle*, „Journal of Financial Economics”, vol. 56(2), s. 251–291, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00041-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00041-6).
- Espenlaub S., Gregory A., Tonks I. [2000], *Re-assessing the long-term under-performance of UK initial public offerings*, „European Financial Management”, vol. 6, s. 319–42, DOI: 10.1111/1468-036X.00127.
- Fama E.F. [1965], *Random Walks in Stock Market Prices*, „Financial Analysts Journal”, vol. 21(5), s. 55–59.
- Fama E.F. [1969], *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance”, vol. 25(2), s. 383–417, <https://doi.org/10.2307/2325486>.
- Goergen M., Khurshed A., Mudambi R. [2007], *The long-run performance of UK IPOs: can it be predicted?* Initial Public Offerings, „Managerial Finance”, vol. 33(6), s. 401–419, DOI:10.1108/03074350710748759.
- Ibbotson R.G., Sindelar J.L., Ritter J.R. [1988], *Initial public offerings*, „Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 1(2), s. 37–45, <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1988.tb00164.x>.
- Ibbotson R.G., Sindelar J.L., Ritter J.R. [1994], *The Market's Problems with the Pricing of Initial Public Offering*, „Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 7(1), s. 66–74, <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1994.tb00395.x>.
- Jain B., Kini O. [1994], *The post-issue operating performance of IPO firm*, „Journal of Finance”, vol. 49(5), s. 1699–1726, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb04778.x>.
- Jajuga K. [2009], *Zarządzanie ryzykiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Jenkinson T., Ljungqvist A. [1996], *Going Public. The Theory and Evidence on how Companies Raise Equity Finance*, Clarendon Press, Oxford.
- Kavalenka Y. [2018], *Determinants of IPO Underpricing on the Warsaw Stock Exchange*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 1(91), s. 257–267, <http://dx.doi.org/10.18276/frfu.2018.91-21>.
- Kochalski C., Ratajczak P. [2013], *Długoterminowe stopy zwrotu z akcji spółek przeprowadzających pierwszą ofertę publiczną na polskim rynku giełdowym*, w: Duraj A.N., Papiernik-Wojdera M. (red.), *Paradygmaty i instrumenty kreowania wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, s. 133–143, doi: 10.18778/7525-867-7.09.
- Kwit J. [2006], *Wycena spółki przez rynki kapitałowe*, w: Panfil M., Szablewski A. (red.), *Metody wyceny spółki: perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa, s. 531–556.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. [1997], *Legal Determinants of External Finance*, „The Journal of Finance”, vol. 52(3), s. 1131–1150, <https://doi.org/10.2307/2329518>.
- Lee P.J., Taylor S.L., Walter T.S. [1996], *Australian IPO pricing in the short and long run*, „Journal of Banking & Finance”, vol. 20(7), s. 1189–1210, [https://doi.org/10.1016/0378-4266\(95\)00053-4](https://doi.org/10.1016/0378-4266(95)00053-4).
- Lizińska J., Czapiewski L. [2014], *Performance of Polish IPO Firms: Size and Profitability Effect*, „Gospodarka Narodowa”, vol. 1, s. 53–71, <https://doi.org/10.33119/GN/100877>.

- Ljungqvist A. [2007], *IPO Underpricing*, w: Espen Eckbo B. (red.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, vol. 1, North-Holland, s. 375–422.
- Ljungqvist A.P. [1997], *Pricing initial public offerings: Further evidence from Germany*, „European Economic Review”, vol. 41(7), s. 1309–1320, [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(96\)00035-9](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(96)00035-9).
- Loughran T., Ritter J.R. [1995], *The New Issues Puzzle*, „The Journal of Finance”, vol. 50(1), s. 23–51, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05166.x>.
- Loughran T., Ritter J.R. [2004], *Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?* „Financial Management”, vol. 33(3), s. 5–37, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.331780>.
- Loughran T., Ritter J.R., Rydqvist K. [1994], *Initial Public Offerings: International Insights*, „Pacific-Basin Finance Journal”, vol. 2, s. 165–199, [https://doi.org/10.1016/0927-538X\(94\)90016-7](https://doi.org/10.1016/0927-538X(94)90016-7).
- Lyn E., Zychowicz E. [2003], *The performance of new equity offerings in Hungary and Poland*, „Global Finance Journal”, vol. 14(2), s. 181–195, [https://doi.org/10.1016/S1044-0283\(03\)00011-5](https://doi.org/10.1016/S1044-0283(03)00011-5).
- Lyon J.D., Barber B.M., Tsai C.L. [1999], *Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns*, „Journal of Finance”, vol. 54(1), s. 165–201, <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00101>.
- Małachowski P., Gadowska-dos Santos D. [2021], *What Determines the Success of an IPO? Analysis of IPO Underpricing on the Warsaw Stock Exchange*, „Central European Economic Journal”, vol. 8(55), s. 1–14, <https://doi.org/10.2478/ceej-2021-0001>.
- McDonald J.G., Fisher A.K. [1972], *New-Issue Stock Price Behavior*, „The Journal of Finance”, vol. 27(1), s. 97–102, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1972.tb00624.x>.
- Miller E.M. [1977], *Risk, uncertainty, and divergence of opinion*, „Journal of Finance”, vol. 32(4), s. 1151–1168, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03317.x>.
- Miller R.E., Reilly F.K. [1987], *An Examination of Mispricing, Returns, and Uncertainty for Initial Public Offerings*, „Financial Management”, vol. 16(2), s. 33–38, <https://doi.org/10.2307/3666001>.
- Mizerka J., Lizińska J. (red.) [2017], *Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych*, CeDeWu, Warszawa.
- Paleari S., Vismara S. [2007], *Over-optimism when pricing IPOs*, „Managerial Finance”, vol. 33(6), s. 352–267, Doi: 10.1108/03074350710748722.
- Podedworna-Tarnowska D. [2022], *Costs of IPO in Poland*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H – Oeconomia”, vol. 56(4), s. 135–160, <http://dx.doi.org/10.17951/h.2022.56.4.135-160>.
- Podedworna-Tarnowska D. [2023a], *A New Approach to Underpricing Phenomenon in Poland*, „Finanse i Prawo Finansowe/Journal of Finance and Financial Law”, vol. 2, s. 123–144, <https://doi.org/10.18778/2391-6478.S2.2023.06>.
- Podedworna-Tarnowska D. [2023b], *Praxeological dilemmas of public offers and IPO market on the Warsaw Stock Exchange*, „Prakseologia i Zarządzanie. Zeszyty Naukowe TNP”, vol. 1, s. 40–57.
- Ritchie J.C. [1997], *Analiza fundamentalna*, WIG-Press, Warszawa.
- Ritter J.R. [1984], *The “Hot Issue” Market of 1980*, „The Journal of Business”, vol. 57(2), s. 215–240, <http://doi.org/10.1086/296260>.
- Ritter J.R. [1987], *The Costs of Going Public*, „Journal of Financial Economics”, vol. 19(2), s. 269–281, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(87\)90005-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(87)90005-5).
- Ritter J.R. [1991], *The Long-Run Performance of Initial Public Offerings*, „Journal of Finance”, vol. 46(1), s. 3–27, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x>.

- Ritter J.R. [2024], *Initial Public Offerings: Updated Statistics*, <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPOs-longrun.pdf> (data dostępu: 25.04.2024).
- Ritter J.R., Welch I. [2002], *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*, „Journal of Finance”, vol. 57(4), s. 1795–1828, <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00478>.
- Roczniki giełdowe z lat 2005–2023*, Biblioteka GPW, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10 (data dostępu: 25.04.2024).
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE (Dz. U. UE z 30.06.2017 r., L 168/12).
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2019 r.* [2020], NBP, Warszawa.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r.* [2023], NBP, Warszawa.
- Rydqvist K., Hogholm K. [1995], *Going public in the 1980s: Evidence from Sweden*, „European Financial Management”, vol. 1(3), s. 287–315, <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.1995.tb00021.x>.
- Rzewuska A., Wrzesiński M. [2016], *Efektywność inwestycji w spółki przeprowadzające pierwszą ofertę publiczną, ze szczególnym uwzględnieniem spółek portfelowych funduszy private equity*, w: Karmańska A., Ostaszewski J. (red.), *Przełamywanie dysonansów poznawczych jako czynnik stymulowania rozwoju nauk o finansach*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, s. 133–161.
- Sieradzki R. [2013], *Does it pay to invest in IPOs? Evidence from the Warsaw Stock Exchange*, National Bank of Poland Working Paper no 139, Warsaw.
- Siwek P. [2005], *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, CeDeWu, Warszawa.
- Wieczorek S. [2020], *Krótko- i długoterminowe kształtowanie się stóp zwrotu na przykładzie IPO spółek z sektora gier wideo na GPW w Warszawie*, „Studia Prawno-Ekonomiczne”, nr 118, s. 367–376, <https://doi.org/10.26485/SPE/2020/117/19>.