

Spis treści

Wstęp	7
1. Alternatywne rynki akcji w Europie	17
1.1. Geneza alternatywnych systemów obrotu	17
1.2. Historia rynków alternatywnych w Europie	21
1.3. Europejskie ASO – porównanie regulacji.....	35
1.4. Podsumowanie.....	43
2. Charakterystyka rynku NewConnect	47
2.1. Rys historyczny	47
2.2. Uczestnicy rynku NewConnect.....	49
2.3. Prywatne emisje przed wprowadzeniem akcji do obrotu	54
2.4. Zmiany w regulacjach prawnych	58
2.5. Rynek NewConnect w latach 2007-2012.....	64
3. Reakcje cen po wprowadzeniu akcji do publicznego obrotu – przegląd teorii i badań empirycznych	78
3.1. Prywatne emisje – przegląd literatury	78
3.2. Asymetria informacji a reakcje cen po wprowadzeniu do publicznego obrotu.....	92
3.3. Teorie ładu korporacyjnego a badania empiryczne nad reakcjami cen po debiucie.....	105
4. Badania empiryczne – reakcje cen a asymetria informacji na rynku NewConnect	114
4.1. Analiza reakcji cen po debiucie na NewConnect.....	117
4.2. Analiza czynników wyjaśniających zmienność cen po debiucie (zmiennych niezależnych).....	131
4.3. Wyniki badań empirycznych – weryfikacja hipotez	133
4.4. Wnioski	144
Zakończenie	147
Literatura.....	151
Spis rysunków	159
Spis tabel	160
Summary	161

Wstęp

W ostatnich trzydziestu latach wiele europejskich krajów podejmowało próbę stworzenia i rozwoju rynków akcji skierowanych do małych i średnich przedsiębiorstw. Miały one być alternatywą i odpowiedzią na rosnącą siłę amerykańskiego Nasdaq. Zidentyfikowana w latach trzydziestych XX wieku luka kapitałowa¹, obejmująca małe i średnie przedsiębiorstwa, głównie te, które chcą rozwinąć działalność w oparciu o innowacje, znajduje zastosowanie zwłaszcza w Europie, gdzie w poszczególnych krajach dominują systemy bankowo zorientowane². Z jednej strony, w wielu opracowaniach zleczanych przez instytucje wspólnotowe lub poszczególne kraje³ autorzy wskazywali, że europejskie spółki potrzebują wsparcia w procesie pozyskiwania kapitału (zarówno własnego, jak i dłużnego) służącego do finansowania przedsięwzięć relatywnie bardziej ryzykownych. Z drugiej strony, w teoriach źródeł finansowania kapitał własny pozyskiwany od szerokiego grona inwestorów nie stanowił źródła pierwszego wyboru⁴.

Poziom rozwoju europejskich funduszy podwyższonego ryzyka był relatywnie niższy w porównaniu z amerykańskimi odpowiednikami, a jednocześnie badania wskazują, iż uruchomienie dostępu do rynku wtórnego akcji dla przedsiębiorstw będących na początkowym etapie rozwoju skutkuje zwiększeniem podaży kapitału ze strony inwestorów zainteresowanych takimi inwestycjami. Jest to przede wszystkim efekt możliwości skrócenia okresu inwestycji w spółki niedojrzałe poprzez wyjście z inwestycji na rynek wtórny. Ponadto ważne jest, że podmioty

¹ K. Daszyńska-Żygadło, J. Marszałek, *Analiza zapotrzebowania na kapitał i luki finansowania MSP*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 2015, nr 855, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, nr 74, t. 2, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 269-280; K. Prędkiewicz, *Granice luki kapitałowej w Polsce*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2013, nr 901/01, s. 129-143.

² E. Theissen, *Organized Equity Markets in Germany*, Center for Financial Studies, CFS Working Paper, 2003, No. 17.

³ Na przykład Committee of Inquiry on Small Firms (inaczej Bolton Report) z 1971 r., za: C. Gray, J. Stanworth (red.), *Bolton 20 Years on: The Small Firm in the 1990s*, Chapman Pub, London 1991 oraz The Wilson Committee, działający od 1977 r.: dwa raporty "Financing of Medium-sized Companies" (1978) i "The Financing of Small Firms" (1979), za: P.G. Moore, *The Wilson Committee Review of the functioning of financial institutions – some statistical aspects*, Journal of the Royal Statistical Society, Series A (General), 1981, 144(1), s. 32-65.

⁴ Por. teoria hierarchii źródeł finansowania, S.C. Myers, N.S. Majluf, *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, Journal of Financial Economics, 1984, 13(2), s. 187-221 oraz J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 229-248.

poszukujące kapitału, mając możliwość wprowadzenia wyemitowanych akcji do obrotu na rynku wtórnym, starają się poszerzyć akcjonariat, podwyższając kapitał na rynku publicznym⁵.

NewConnect jest typowym przykładem rynku od początku nastawionego na wspieranie małych i średnich przedsiębiorstw. Obniżenie barier na wejściu, niższe koszty funkcjonowania na rynku wtórnym oraz wprowadzenie autoryzowanych doradców, którzy mają pomagać emitentom w pozyskaniu kapitału, w relacjach z instytucjami rynku kapitałowego i inwestorami oraz w wypełnianiu obowiązków informacyjnych – wszystkie te elementy miały ułatwić dostęp do kapitału.

Od 1977 roku, kiedy uruchomiono notowania w Paryżu na giełdzie Compartment Special, będącej „przedszkolem” dla dużej giełdy paryskiej, stworzono w Europie ponad 50 krajowych giełd przeznaczonych dla małych i średnich przedsiębiorstw⁶. Można zaobserwować co najmniej trzy takie okresy, kiedy szczególnie skupiano się na uruchamianiu tego rodzaju systemów obrotu. Najbardziej intensywny okres to przełom wieków XX i XXI, kiedy w krajach Unii Europejskiej na fali rosnącej popularności spółek powiązanych z Internetem uruchomiono segmenty specjalnie dla takich podmiotów. Najbardziej znane z nich to francuski *Nouveau Marché* (uruchomiony w 1996 r.), niemiecki Neuer Markt (1997 r.), belgijski Euro. NM Belgium (1997 r.), holenderski NMAX (1997 r.) oraz włoski Nuovo Mercato (1999 r.). W tym okresie liczba spółek giełdowych w Europie przewyższyła liczbę spółek publicznych w USA właśnie dzięki otwarciu się nowych rynków⁷. Instytucje Unii Europejskiej wspierały te działania ze świadomością, że przyczyniają się one do wzrostu gospodarczego, ograniczenia bezrobocia czy też dają możliwość szybszego transferu innowacji do gospodarki, a co za tym idzie – przekładają się na wzrost konkurencyjności Unii Europejskiej. Próbowano nawet stworzyć jednolity rynek w Europie, wskazując na jego liczne przewagi w postaci niższych kosztów funkcjonowania, wyższej płynności, efektu marketingowego dla innowacji na poziomie ponad europejskim. Pomysł ten jednak nie został zrealizowany⁸. Wiele z tych rynków, po przejściu przez okres zachwyty i jednocześnie szybkiego wzrostu, straciło na popularności głównie za sprawą problemów z płynnością (niski *free float*, koncentracja obrotów na kilku najlepszych podmiotach), braku zainteresowania rynkami ze strony dużych inwestorów instytucjonalnych oraz

⁵ H. Schmidt, *Special Stock Market Segments for Small Company Shares: Capital Raising Mechanism and Exit Route for Investors in New Technology-Based Firms*, Commission of the European Communities, Directorate-General Information Market and Innovation, Brussels 1984, s. 5.

⁶ E. Posner, *The Origins of Europe's New Stock Markets*, Harvard University Press, Cambridge 2009.

⁷ G. Giudici, P. Roosenboom, *Pricing Initial Public Offerings on 'New' European Stock Markets*, [w:] Giudici G., Roosenboom P. (red.) *The rise and fall of Europe's new stock markets*, Advances in Financial Economics, 2004, 10, Emerald Group Publishing Limited, s. 25-59.

⁸ O problemach ze stworzeniem jednego rynku dla MŚP w Europie zob. E. Posner, *The Origins of Europe's...*

pojedynczych afer, nagłaśnianych przez media. W dalszej kolejności rynki były zamykane albo przekształcane w inne segmenty⁹.

Na rynku NewConnect można było również doświadczyć podobnych faz. Platforma uruchomiona w 2007 r. przez długi czas konkurowała z londyńskim Alternative Investment Market w ściąganiu jak największej liczby nowych spółek i w liczbie podmiotów notowanych¹⁰. Jednak w piątym roku funkcjonowania (tj. w 2012 r.), gdy na parkiecie zadebiutowało już ok. 400 spółek, Giełda Papierów Wartościowych jako organizator rynku rozpoczęła proces wprowadzania istotnych zmian w regulacjach. Ich celem były utrzymanie bezpieczeństwa obrotu i ochrona inwestorów oraz ograniczenie negatywnych tendencji na rynku, związanych z coraz liczniej pojawiającymi się przypadkami łamania obowiązków informacyjnych, niespełniania obietnic składanych inwestorom czy też ze zwiększonym ryzykiem upadłości, gdy projekty, w które zainwestowano, okazywały się nierentowne albo zbyt kapitałochłonne. Ostatecznie największe zmiany przeprowadzono w połowie 2013 r., wdrażając bardziej restrykcyjne wymogi na wejściu zarówno dla spółek debiutujących, jak i dla autoryzowanych doradców¹¹.

Wprowadzane zmiany były potwierdzeniem, że rynki alternatywne akcji, stworzone z myślą o małych i średnich spółkach, skazane są na permanentne poszukiwanie równowagi pomiędzy ułatwianiem dostępu do kapitału małym podmiotom, zwykle bez dłuższej historii, innowacyjnym, ale jednocześnie generującym podwyższone ryzyko inwestycyjne, a ograniczaniem asymetrii informacji, która w skrajnych przypadkach prowadziła do pojawienia się nadmiernej pokusy nadużycia czy negatywnej selekcji, co zagrażało stabilności systemu finansowego. Ponadto łatwo zidentyfikować obserwowane na tym rynku trendy, silnie uzależnione od koniunktury gospodarczej, takie jak:

- cykliczność w awersji do ryzyka – zwiększona akceptacja ryzyka w okresach szybkiego rozwoju gospodarczego i ucieczka od ryzyka w fazie ochłodzenia,
- pojawiające się mody na inwestowanie, np. w spółki zajmujące się handlem metalami kolorowymi, tworzeniem gier komputerowych czy też inwestowaniem w inne nowo tworzone spółki technologiczne,

⁹ Najlepszym przykładem jest rynek niemiecki, gdzie kolejno w 1987 r. utworzono Geregelter Markt, w 1997 r. – Neuer Markt, w 2005 r. – Entry Standard, a w 2017 r. – Scale, przy czym każdy następny był spadkobiercą poprzednika.

¹⁰ R. Asyngier, *Ekonomiczne i prawne aspekty nieprawidłowości funkcjonowania rynku NewConnect. Ocena i propozycje zmian*, [w:] Jajuga K., Ronka-Chmielowiec W. (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 2013, nr 323, s. 23-33; Raport o rynku NewConnect, 2015 rok. Podsumowanie funkcjonowania pierwszej alternatywnej platformy obrotu w Polsce, https://www.gpw.pl/pub/files/PDF/2015-05-25_NEWCONNECTraport2015.PDF (02.09.2015).

¹¹ Autorzy, wraz z dr. Michałem Muszyńskim, jako zespół zewnętrznych ekspertów przygotowali na zlecenie Zarządu GPW opracowanie obejmujące diagnozę rynku NewConnect oraz propozycje zmian. Wnioski z opracowania w dużej części pokrywają się z prezentowanymi w książce opiniami na temat mocnych i słabych stron oraz szans i zagrożeń rynków akcji dla małych i średnich przedsiębiorstw w Europie.

- niska odporność na zmiany w regulacjach prawnych i na kryzysy gospodarcze, słabość kapitałową czy jednorodną ofertę, co skutkowało podwyższonym ryzykiem upadłości i niską stopą przeżywalności wśród MŚP.

Wszystkie wskazane elementy składające się na cechy rynków alternatywnych akcji sprawiają, iż rynki te szczególnie narażone są na negatywne konsekwencje asymetrii informacji pomiędzy uczestnikami rynku. Może się to przekładać na wiele aspektów funkcjonowania podmiotów, których akcje są notowane na takim rynku. Przede wszystkim istotna jest efektywna wycena walorów na rynku prywatnym i na rynku wtórnym oraz związane z tym zarówno koszt pozyskanego kapitału, jak i oczekiwane (zrealizowane) stopy zwrotu.

Autorzy postanowili przyjrzeć się dokładniej zjawiskom niedoszacowania wyceny akcji (*underpricing*)¹² i zachowania cen w krótkim okresie po debiucie (*short term rate of return*)¹³, które to mniej więcej od lat sześćdziesiątych XX wieku są szczegółowo analizowane i doczekały się w literaturze wielu prób wyjaśnienia teoretycznego¹⁴. O ile w przypadku giełd tradycyjnych, skierowanych do dużych spółek, można wskazać liczne badania, o tyle giełdy alternatywne bardzo rzadko stają się obiektem zainteresowania. Jako przyczyny można podać głównie ich relatywnie krótki okres funkcjonowania oraz cykliczność rozwoju od początkowej euforii do całkowitego porzucenia w ostatniej fazie¹⁵. Dotychczasowe badania koncentrowały się na londyńskim Alternative Investment Market (AIM), założonym w 1995 r. i nadal funkcjonującym (nie bez cyklicznych problemów), na którym jednak notowane są podmioty zdecydowanie większe od debiutujących na NewConnect. Ponadto można wskazać opracowania dotyczące rynku niemieckiego, francuskiego czy włoskiego¹⁶.

Popularność rynku NewConnect (w rekordowym 2011 r. zadebiutowały 172 spółki, a w latach 2010-2012 aż 347 spółek) sprawiła jednak, iż przy bardzo niskich barierach wejścia na rynek trafiły podmioty o niewielkiej kapitalizacji albo niestabilnych modelach biznesu czy też o bardzo dużej koncentracji udziałów w rękach osób zarządzających. Część podmiotów skorzystała z możliwości pokrycia kosztów emisji z dotacji, co przyczyniło się również do osłabienia barier wejścia na rynek i umożliwiło znalezienie się na tym rynku podmiotom, dla których, bez wsparcia dotacyjnego i obniżonych barier, publiczny rynek akcji byłby niedostępny.

¹² W dalszej części pracy terminy *underpricing* i niedoszacowanie cen akcji będą stosowane zamiennie.

¹³ Problem wyceny akcji na rynku pierwotnym w kontekście późniejszego zachowania się cen akcji na rynku wtórnym jest badany, poza reakcjami w krótkim okresie, także w kontekście reakcji długookresowych oraz cykliczności, por. J.R. Ritter, *Initial Public Offerings*, Contemporary Finance Digest, 1998, 2(1), s. 5-30.

¹⁴ R.G. Ibbotson, J.R. Ritter, *Initial Public Offerings*, [w:] Jarrow R.A., Maksimovic V., Ziemba W.T. (red.), *Handbooks in Operations Research and Management Science*, Finance, 1995, 9, s. 993.

¹⁵ W ostatnim roku funkcjonowania rynku Neuer Markt tylko jeden podmiot podjął próbę zadebiutowania.

¹⁶ Wybrane kluczowe wnioski z tych badań zostaną przedstawione w dalszej części pracy.

Alternatywny system obrotu (dalej zwany ASO) z racji swojej konstrukcji obciążony jest problemem asymetrii informacji. Niektóre cechy relacji pomiędzy podmiotami uczestniczącymi w emisjach prywatnych przed debiutem na tym rynku, ale także część cech samych spółek notowanych na rynku sprawiają, że skala asymetrii jest większa niż na typowych rynkach akcji skierowanych do dużych spółek. W takich warunkach problem ustalania cen w prywatnych emisjach oraz zachowania się tych cen zaraz po debiucie w notowaniach na rynku wtórnym wydaje się ważny, zarówno z praktycznego, jak i teoretycznego punktu widzenia.

W ramach emisji poprzedzających wprowadzenie akcji na NewConnect w większości wypadków wyróżnić można inwestorów, którzy byli uprzywilejowani cenowo (obejmowali akcje po cenach wyraźnie niższych niż pozostali inwestorzy). Inwestorzy ci, ze względu na najczęściej występujące powiązania z emitentem oraz dostęp do rynku pierwotnego po cenach znacznie odbiegających od cen w kolejnych emisjach, zostali nazwani lepiej poinformowanymi (uprzywilejowanymi informacyjnie lub cenowo), w przeciwieństwie do tych, którzy nie byli uprzywilejowani cenowo i obejmowali akcje w ostatnich emisjach przed debiutem na NewConnect. Ta ostatnia grupa inwestorów będzie określana mianem inwestorów niedoinformowanych. Często w tej pierwszej grupie znajdowali się również sami autoryzowani doradcy. W takiej sytuacji, zgodnie z modelem K. Rocka¹⁷, w dniu debiutu ceny na rynku wtórnym powinny znacznie odbiegać od tych, które wyznaczono w ofertach prywatnych. Analizując te różnice, autorzy chcieli sprawdzić, czy na to zachowanie cen wpływ miały cechy z obszaru ładu korporacyjnego, siła fundamentalna emitentów czy też może inne czynniki związane z cechami danej oferty lub samą spółką.

Celem opracowania była identyfikacja kształtowania się cen akcji krótko po wprowadzeniu na rynek wtórny o wysokiej asymetrii informacji (na NewConnect) w świetle istniejących teorii i wyników badań empirycznych. Ponadto autorzy podjęli próbę identyfikacji zależności pomiędzy stopami zwrotu akcji w różnych horyzontach czasowych (od jednodniowych reakcji, czyli underpricingu, do stóp zwrotu rocznych w relacji do debiutu) a charakterystykami emitentów w momencie wejścia na giełdę oraz cechami emisji w okresie przed wejściem. Ostatecznie przeprowadzono również analizę nadwyżkowych stóp zwrotu dla dwóch różnych grup inwestorów.

Badania empiryczne przeprowadzone przez autorów wpisują się w nurt badań nad zjawiskiem underpricingu oraz długookresowych stóp zwrotu dla debiutujących spółek. Mimo znacznego zainteresowania naukowców, jak również praktyków, i licznych publikacji rozwijających modele teoretyczne oraz prezentujących badania empiryczne nadal pozostaje wiele niejasnych zagadnień z ob-

¹⁷ K. Rock, *Why new issues are underpriced*, Journal of Financial Economics, 1986, 15(1-2), s. 187-212.

szaru pierwszych ofert publicznych i zachowania się cen akcji w krótkim i długim okresie debiutujących emitentów¹⁸.

W latach osiemdziesiątych XX wieku i później powstało wiele teorii oraz modeli teoretycznych, które próbują wytłumaczyć zachowanie się cen akcji spółek po debiucie giełdowym¹⁹, jednak wyniki badań empirycznych nie wskazują jednoznacznie, który z nich najlepiej wyjaśnia to zjawisko. Autorzy, analizując specyfikę rynku NewConnect oraz jego uczestników, wyselekcjonowali trzy grupy teorii, które stały się podstawą do badań empirycznych prezentowanych w tej publikacji:

1) oparta na modelu K. Rocka (1986 r.), czyli założeniu, że lepiej poinformowany inwestor ma przewagę informacyjną nad wszystkimi uczestnikami rynku, teoria niepewności *ex ante* co do wartości akcji, czyli brak pewności inwestora (jego stan emocjonalny) co do wartości oferty, w momencie gdy nastąpi obrót publiczny akcji emitenta, co wpływa na zachowanie inwestora na rynku wtórnym²⁰;

2) oparta na modelach F. Allena i G.R. Faulhabera (1989 r.)²¹, M. Grinblatta i C.Y. Hwanga (1989 r.)²² oraz I. Welcha (1989 r.)²³ teoria sygnalizacji, która zakłada, że emitent posiada przewagę informacyjną nad wszystkimi uczestnikami rynku i poprzez underpricing sygnalizuje swoje oczekiwania co do przyszłych przepływów pieniężnych;

3) oparte na modelu agencji M.C. Jensena i W.H. Mecklinga (1976 r.)²⁴, czyli rozdziału pomiędzy własnością, kontrolą i zarządzaniem w spółkach kapitałowych, teorie ładu korporacyjnego, wskazujące na zależność między efektywnością organów statutowych oraz strukturą własności a zachowaniem cen akcji.

Na podstawie przeglądu literatury odnoszącej się do badań teoretycznych oraz empirycznych autorzy wyprowadzili czternaście hipotez w podziale na trzy obszary w zależności od przyjętej teorii objaśniającej:

1. Teoria niepewności *ex ante*:

- H1a: Niepewność *ex ante* oraz jednodniowa stopa zwrotu osiągnięta przez inwestorów lepiej poinformowanych są pozytywnie skorelowane.

¹⁸ D. Gounopoulos, H. Pham, *Specialist CEOs and IPO survival*, Journal of Corporate Finance, 2018, 48, s. 217-243; T. Jenkinson, H. Jones, F. Suntheim, *Quid pro quo? What factors influence IPO allocations to investors?*, The Journal of Finance, 2018, 73(5), s. 2303-2341; M.S. McLeod, C.B. Moore, G.T. Payne, J.C. Sexton, R.E. Evert, *Organizational virtue and stakeholder interdependence: An empirical examination of financial intermediaries and IPO firms*, Journal of Business Ethics, 2018, 149(4), s. 785-798.

¹⁹ J. Mizerka, J. Lizińska (red.), *Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2017.

²⁰ R.P. Beatty, J.R. Ritter, *Investment banking, reputation, and the underpricing of Initial Public Offerings*, Journal of Financial Economics, 1986, 15(1-2), s. 213-232.

²¹ F. Allen, G.R. Faulhaber, *Signalling by underpricing in the IPO market*, Journal of Financial Economics, 1989, 23(2), s. 303-323.

²² M. Grinblatt, C.Y. Hwang, *Signalling and the pricing of new issues*, The Journal of Finance, 1989, 44(2), s. 393-420.

²³ I. Welch, *Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of Initial Public Offerings*, The Journal of Finance, 1989, 44(2), s. 421-449.

²⁴ M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, 1976, 3(4), s. 305-360.

- H1b: Niepewność *ex ante* oraz stopy zwrotu na rynku wtórnym osiągnane przez inwestorów lepiej poinformowanych są pozytywnie skorelowane.
- H1c: Niepewność *ex ante* oraz jednodniowa stopa zwrotu osiągnana przez inwestorów niedoinformowanych są negatywnie skorelowane.
- H1d: Niepewność *ex ante* oraz stopy zwrotu na rynku wtórnym osiągnane przez inwestorów niedoinformowanych są negatywnie skorelowane.

2. Teoria sygnalizacji:

- H2a: Wyniki finansowe rok po debiucie oraz jednodniowa stopa zwrotu osiągnana przez inwestorów lepiej poinformowanych są negatywnie skorelowane.
- H2b: Wyniki finansowe rok po debiucie oraz stopy zwrotu na rynku wtórnym osiągnane przez inwestorów lepiej poinformowanych są negatywnie skorelowane.
- H2c: Wyniki finansowe rok po debiucie oraz jednodniowa stopa zwrotu osiągnana przez inwestorów niedoinformowanych są pozytywnie skorelowane.
- H2d: Wyniki finansowe rok po debiucie oraz stopy zwrotu na rynku wtórnym osiągnane przez inwestorów niedoinformowanych są pozytywnie skorelowane.

3. Teoria ładu korporacyjnego:

- H3a: Liczba członków zarządu oraz jednodniowa stopa zwrotu osiągnana przez inwestorów lepiej poinformowanych i niedoinformowanych są pozytywnie skorelowane.
- H3b: Liczba członków zarządu oraz stopy zwrotu na rynku wtórnym osiągnane przez inwestorów lepiej poinformowanych i niedoinformowanych są pozytywnie skorelowane.
- H3c: Odsetek akcji w rękach zarządu oraz jednodniowa stopa zwrotu osiągnana przez inwestorów lepiej poinformowanych i niedoinformowanych są pozytywnie skorelowane.
- H3d: Odsetek akcji w rękach zarządu oraz stopy zwrotu na rynku wtórnym osiągnane przez inwestorów lepiej poinformowanych i niedoinformowanych są pozytywnie skorelowane.
- H3e: Rozproszenie akcjonariatu oraz jednodniowa stopa zwrotu osiągnana przez inwestorów lepiej poinformowanych i niedoinformowanych są pozytywnie skorelowane.
- H3f: Rozproszenie akcjonariatu oraz stopy zwrotu na rynku wtórnym osiągnane przez inwestorów lepiej poinformowanych i niedoinformowanych są pozytywnie skorelowane.

Zebrano dane na temat 458 spółek, których akcje wprowadzono na rynek NewConnect od początku jego powstania (sierpień 2007 r.) do końca roku 2012²⁵. Autorzy dokonali oryginalnej analizy alternatywnego systemu obrotu funkcjonu-

²⁵ Zmiany wprowadzone w latach 2012-2013 w ramach reformy NewConnect spowodowały zmianę warunków działania zarówno emitentów, jak i autoryzowanych doradców. Ograniczono dostęp do

jącego w Polsce, wskazując na odmienności tego rynku w stosunku do europejskiej konkurencji. Inspiracją do stworzenia analizy czynnikowej były wywiady z autoryzowanymi doradcami, przedstawicielami spółek notowanych na rynku NewConnect oraz z zarządzającymi aktywami w funduszach inwestycyjnych. Do badania wykorzystano dane zebrane ręcznie na podstawie przede wszystkim dokumentów informacyjnych (źródeł pierwotnych) udostępnianych przez organizatora rynku na stronie www.newconnect.pl, dane finansowe z bazy EMIS INTELLIGENCE Emerging Markets Information Service oraz informacje zawarte w publicznie dostępnych raportach bieżących publikowane w bazach EBI i ESPI, a także w statystykach rynku NewConnect publikowanych na stronach internetowych organizatora. Przygotowano bazy danych, zbierając dane zawierające informacje o debiutantach na NewConnect, w tym:

- dane dotyczące emisji, m.in. zawarte umowy *lock-up*,
- dane dotyczące inwestorów, w tym informacje o obecności inwestorów instytucjonalnych i zagranicznych w akcjonariacie,
- dane dotyczące koncentracji własności, szczególnie odsetek akcji w posiadaniu największych akcjonariuszy i organów statutowych oraz będące w rękach autoryzowanych doradców albo podmiotów z nimi powiązanych,
- dane dotyczące jakości organów statutowych (niezależność rady nadzorczej, doświadczenie zarządu),
- rodzaj emitenta (w podziale ze względu na poziom innowacyjności, etap rozwoju, branże),
- dane finansowe,
- zachowania cen, z uwzględnieniem operacji na akcjach, okresów bez obrotów czy zmian nazwy.

Ponadto informacje na temat rynków zagranicznych zebrano i opracowano na podstawie bazy Thomson Reuters Eikon lub korzystając ze stron poszczególnych giełd.

Dotychczas rynek NewConnect był przedmiotem analiz jako część systemu finansowego oraz jako specyficzna platforma inwestycyjna. Opracowania dotyczyły przede wszystkim rozwoju rynku²⁶ i czynników wpływających na rozwój i popularność NewConnect²⁷. Moda na NewConnect jako przedmiot publikacji naukowych była mocno skorelowana z sytuacją na tym rynku. W fazie początkowej pojawiło się wiele publikacji i wystąpień na konferencjach, które pozytywnie traktowały zmiany na tym rynku. Jednak po nasileniu się negatywnych zjawisk (problemy z wypełnianiem obowiązków informacyjnych, zmiany profili spółek,

rynku oraz zwiększono wymogi informacyjne, przez co sygnalizowana w książce wysoka asymetria informacji została ograniczona. Z tego powodu horyzont czasowy badań zawężono do 2012 roku.

²⁶ D. Kordela, *NewConnect – rynek giełdowy dla małych i średnich przedsiębiorstw*, CeDeWu.pl, Warszawa 2013.

²⁷ P. Zygmanowski, *Determinanty rozwoju rynku akcji NewConnect*, CeDeWu, Warszawa 2017.

nierealizowanie obietnic zawartych w dokumentach informacyjnych) badacze, zachęceni licznymi publikacjami w prasie fachowej, zaczęli krytyczniej podchodzić do problemów młodego rynku. Badania dotyczące NewConnect koncentrowały się przede wszystkim na czynnikach warunkujących poprawny rozwój rynku. Zachowania cen w pierwszym okresie po debiucie były przedmiotem analiz A. Wołoszyna²⁸, P. Zasepy²⁹ czy też A. Gemzik-Salwach i P. Perz³⁰.

W niniejszej publikacji wskazano, że rynek polski dedykowany małym i średnim przedsiębiorstwom rozwijał się do tej pory według wzorców, które obserwowano wcześniej na innych rynkach tego typu. Jednocześnie pod wieloma względami rynek ten wyróżniał się na tle innych. Istotne były bardzo niskie bariery na wejściu, ogromne zainteresowanie ze strony doradców finansowych, specyficzna praktyka na rynku pierwotnym oraz charakterystyczne dla rynku zachowanie się cen akcji zaraz po ich wprowadzeniu do obrotu wtórnego. Te typowe dla NewConnect cechy sprzyjały zwiększonej asymetrii informacji i, zdaniem autorów, walnie przyczyniły się do wystąpienia specyficznych zachowań cen obserwowanych na tym rynku.

Struktura książki została podporządkowana przyjętym celom oraz wyjaśnieniu hipotez. W pierwszym rozdziale przedstawiono genezę rynków alternatywnych, wskazując na takie problemy, jak paradoks Grossmana–Stiglitz, zahamowanie prac nad europejskim wspólnym rynkiem dla MŚP, naturalne ograniczenia w rozwoju rynku oraz cykliczność w pozyskiwaniu kapitału przez małe i średnie przedsiębiorstwa.

Rozdział drugi został poświęcony identyfikacji specyficznych cech rynku NewConnect. Przedstawiono typowy proces pozyskiwania kapitału, zwracając szczególną uwagę na rolę uczestników tego procesu oraz na wszystkie te elementy alternatywnego systemu obrotu, które mogą być możliwym źródłem zwiększonej asymetrii informacji, a tym samym mogą powodować występowanie negatywnych efektów wynikających z relacji agencyjnej.

W rozdziale trzecim podjęto próbę wyjaśnienia przyczyn zjawiska niedoszacowania cen akcji ustalanych na rynku pierwotnym, poprzedzającym wprowadzenie akcji do obrotu zorganizowanego, bazując na wypracowanych w literaturze teoriach. Dokonano analizy czynników wpływających na poziom zachowania cen w krótkim okresie po wejściu na rynek, przedstawiono również metodykę obli-

²⁸ A. Wołoszyn, *Efekt niedowartościowania na rynku NewConnect w zależności od sektora działalności spółki w zachodniej części Polski*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 2012, 50, s. 527-535.

²⁹ P. Zasepa, *Wpływ ceny nominalnej akcji na niedowartościowanie pierwszej oferty publicznej na rynku NewConnect*, Prace Naukowe Akademii im. Jana Długosza w Częstochowie, Pragmata Tes Oikonomias, 2013, 7, s. 285-293.

³⁰ A. Gemzik-Salwach, P. Perz, *Rynek pierwszych ofert sprzedaży akcji na NewConnect – wybrane zagadnienia*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia, 2013, 47(3), s. 177-185.

czania zmian cen z uwzględnieniem zidentyfikowanych ograniczeń, typowych dla rynku polskiego.

Wyniki przeprowadzonych badań oraz wnioski z nich płynące przedstawiono w rozdziale czwartym. Zaprezentowano w nim wyniki badań pokazujące wielkość underpricingu na NewConnect i krótkoterminowych stóp zwrotu (liczonych od pierwszego dnia notowań do końca pierwszego roku) oraz przeprowadzono analizę czynników mających wpływ na zachowania cen na rynku wtórnym.

Ze względu na wprowadzane przez Giełdę Papierów Wartościowych zmiany prawne, od 2012 r. porównywalność danych uległa istotnemu ograniczeniu. Jednocześnie nowe bariery i regulacje determinujące funkcjonowanie na rynku wpłynęły na znaczne ograniczenie liczby spółek wchodzących na NewConnect. Autorzy planują dalsze badania pogłębiające z uwzględnieniem tych nowych czynników prawnych, a także cech związanych z modelami biznesowymi, z poziomem innowacyjności, zapotrzebowaniem na kapitał, zmianami w akcjonariacie przeprowadzanymi bezpośrednio po wejściu na ASO oraz z wynikami finansowymi. Osobnych badań wymagają reakcje cen w długim okresie oraz cykliczność rozmiarów underpricingu w okresach dużego i małego zainteresowania rynkiem. Wykorzystując doświadczenia z głównego rynku, autorzy planują również badania rozszerzające, dotyczące jakości informacyjnej dokumentów będących podstawą wprowadzenia akcji do obrotu na rynku wtórnym³¹.

Niniejsza publikacja nie powstałaby bez udziału wielu wspaniałych ludzi. Wszystkich nie sposób tu wymienić. Autorzy chcieliby szczególnie podziękować przełożonym z Katedry Finansów, prof. Leszkowi Patrzalkowi oraz śp. prof. Markowi Łyszczakowi, za bezcenną pomoc w najtrudniejszych momentach, recenzentom, prof. Elżbiecie Wrońskiej-Bukalskiej oraz prof. Jackowi Mizerce, których uwagi i sugestie istotnie zwiększyły wartość pracy, dr. Michałowi Muszyńskiemu za kreatywność podczas realizacji grantu poświęconego badaniom rynku NewConnect. Uczestnikom konferencji organizowanych przez Uniwersytet Szczeciński, Uniwersytet Gdański i Uniwersytet Łódzki autorzy serdecznie dziękują za cenne sugestie, a najbliższym – za akceptowanie badawczych pasji i codzienne wsparcie.

³¹ Są to tzw. dokumenty informacyjne sporządzane zgodnie z Regulaminem Alternatywnego Systemu Obrotu w związku z ubieganiem się o wprowadzenie instrumentów finansowych objętych tym dokumentem do obrotu w alternatywnym systemie obrotu prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie SA.