

Inwestycje w IPO¹ – gra o sumie ujemnej?

Wstęp

Mimo zauważalnego braku stabilności w rozwoju gospodarczym krajów Unii Europejskiej oraz uzasadnionych obaw o sytuację gospodarczą kolejnych europejskiej krajów, zainteresowanie debiutami na polskim rynku kapitałowym nie maleje.

W tabeli 1 pokazano informacje związane z przeprowadzonymi IPO w latach 2009–2011 na dwóch rynkach. Debiuty na GPW są znacznie mniej liczne, przeważają jednak pod względem wartości oferty, co jest związane z prywatyzacjami i sprzedażą akcji przez skarb państwa w kluczowych przedsiębiorstwach przemysłu energetycznego, finansowego czy wydobywczego.

Tabela 1

Debiuty na GPW oraz NC względem wartości oferty oraz liczby IPO

Wyszczególnienie	2009	2010	2011
GPW spółki	13	34	38
GPW kapitał [mln zł]	6988,84	20040,85	8529,97
NC spółki	26	85	172
NC kapitał [mln zł]	51,15	159,29	586,79

Źródło: Dane GPW oraz NewConnect.

W przypadku rynku NC można zaobserwować dużą dynamikę wzrostu IPO z okresu na okres, zarówno pod względem liczby przedsiębiorstw jak i wartości ofert.

Od początku powstania rynku NewConnect zadebiutowało na nim 370 przedsiębiorstw. W rekordowym, 2011 roku na NC pojawiły się 172 spółki, a rynek NC stał się platformą pozyskania kapitału dla debiutujących przedsiębiorstw,

¹ IPO – pierwsza oferta publiczna (ang. Initial Public Offering).

lecz dla inwestorów jest platformą podwyższonego ryzyka inwestycyjnego w porównaniu z GPW.

Funkcjonuje opinia jakoby inwestycja w IPO pozwalała na ponadprzeciętny zysk². Publikacja ta ma na celu analizę zyskowności inwestycji w IPO w perspektywie czasu oraz wyeksponowanie ryzyka jakie podejmują inwestorzy decydujący się na inwestycje w debiutujące przedsiębiorstwa. Cel ten zostanie osiągnięty poprzez porównanie IPO na rynku NC oraz GPW w okresie ostatnich trzech lat, tj. od 2009 do 2011 roku. Porównane zostaną parametry opisujące ryzyko, a także efektywność inwestycji. Uwypuklone zostaną różnice między GPW a NC z perspektywy inwestycji w IPO.

Analiza literatury

Literatura przedmiotu w sposób bardzo różnorodny omawia problematykę IPO oraz ryzyka ponoszonego przez inwestorów. Można tutaj wyróżnić kilka kierunków badań nad IPO, między innymi analizę „przeżywalności” firmy po debiucie na rynku alternatywnym [Audretsch i in. 2005; Bradley i in. 2006; Carpentier i in. 2006; Cox 1972; Cox i Oakes 1984; Demers i Joss 2006; Hensler i in. 1997; Jani i Kini 2000; Kooli i Meknassi 2007], analizę cyklu życia firmy po IPO [Jani i Kini 1999; Jain i Martin 2005], czy analizę niedoszacowania wartości przedsiębiorstwa podczas IPO [Goergen i in. 2008]. W związku z tym skoncentrowano się jedynie na zagadnieniach najbardziej odpowiadających tematyce podejmowanej w artykule.

A. Gregory i pozostali [Gregory i in. 2009] opisują rozkład stóp zwrotu na rynku londyńskim AIM z IPO w długim okresie czasu. Szczególnie interesują ich odstające wartości stóp zwrotu, bardzo niskie bądź bardzo wysokie. Starają się znaleźć odpowiedź na pytanie, co jest przyczyną ich występowania. Wnioski wynikające z badania wskazują, że najlepiej na rynku publicznym po IPO radzą sobie średnie i duże firmy, a najgorzej firmy technologiczne.

A. Colombelli [2009] w swoim artykule zastanawia się, co jest przyczyną szybkiego wzrostu małych firm po IPO. Dochodzi do wniosku, że czynniki wpływające na przedsiębiorstwo są zróżnicowane.

Środowisko gospodarcze rynków alternatywnych opisuje kanadyjska badaczka S. Rousseau [2007], która w bardzo ciekawy sposób porównuje wpływ

² Zob.: *IPO zarób więcej niż na lokacie*, <http://investorsi.pl>, dostęp: maj 2012; *Inwestycje w pierwsze oferty publiczne spółek – sposób na pewny zysk?* <http://www.ekssoonline.uni.lodz.pl>, maj 2012.

londyńskiego AIM na kanadyjskie przedsiębiorstwa szukające kapitału finansującego innowacyjne projekty. Autorka dochodzi do wniosku, że warunki oferowane przez AIM są na tyle konkurencyjne, że firmy z Kanady są skłonne do rezygnacji z usług rodzimych pośredników finansowych, aby skorzystać z głębszego i mniej wymagającego rynku AIM.

Bardzo ciekawy jest artykuł autorstwa S. Espenalauba i in. [2008]. Autorzy analizują spółki notowane na AIM w Londynie pod kątem przeżycia. Okres objęty badaniami dotyczy pięciu lat po IPO. Bezpośrednim motywem pracy jest stwierdzenie SEC, że AIM przypomina kasyno jeśli chodzi o inwestycje, a spółki są dopuszczane na parkiet zupełnie bez kontroli. Badania wskazują, że stopień przeżycia wzrasta wraz z wiekiem spółki oraz wielkością w momencie IPO. Spółki z Wielkiej Brytanii mają większe szanse przeżycia. Najgorsze wyniki w tym zakresie odnotowują spółki technologiczne.

Kolejną ciekawą publikacją jest artykuł B. Mikołajczyk i A. Kurczewskiej. Autorki w swojej pracy zwracają uwagę na uwarunkowania rozwoju rynków alternatywnych, którym muszą towarzyszyć specyficzne warunki makroekonomiczne. Inwestorzy w 2. połowie pierwszej dekady XXI wieku coraz powszechniej akceptują wysokie ryzyko inwestycyjne, domagając się szybkich efektów finansowych. Sprzyja to rozwojowi rynków alternatywnych. Rynki alternatywne stały się mocno konkurencyjne wobec rynków giełdowych. W artykule są porównywane dwa rynki: polski NC i angielski AIM. Sama możliwość odniesienia do siebie tych dwóch organizacji wydaje się świadczyć o dużym sukcesie NC i jego ogromnych perspektywach [Mikołajczyk, Kurczewska 2010].

Serię publikacji poświęconą zagadnieniom ryzyka na rynku giełdowym oraz zasadom doboru portfela, szczególnie na rynku alternatywnym, opublikował R. Pastusiak [2010]. Publikacje te w oparciu o badania empiryczne syntezyzują możliwości i ograniczenia inwestycji na rynku alternatywnym. Analizowane są efektywność inwestycji, ryzyko czy procedury doboru portfela inwestycyjnego.

Przytoczona literatura wskazuje na różnorodność problemów związanych z debiutem na rynku publicznym, ryzykiem z tym związanym oraz zasadami inwestycyjnymi, jakimi powinni kierować się inwestorzy przy doborze swojego portfela. Starając się rozwiązać problem postawiony w pracy, posłużono się danymi na temat przeprowadzonych w latach 2009–2011 IPO na GPW oraz NC. Podstawą do analizy będzie stopa zwrotu z inwestycji uzyskiwana przez inwestorów, począwszy od pierwszego dnia debiutu na koniec kolejnych lat. Uzyskane dane będą podstawą do wyciągnięcia wniosków co do efektywności oraz ryzyka inwestycji na rynku NewConnect.

Analiza ilościowa

Analizując zbiorowości stóp zwrotu uzyskane jako efektywność inwestycji w IPO w kolejnych latach na GPW oraz rynku NC, wykorzystano typowe metody statystyczne opisujące próbę. Istotną informacją jest również sposób uzyskania stóp zwrotu, które zostały wyliczone od momentu debiutu spółki na GPW lub NC na koniec danego roku (2009, 2010, 2011). Tak więc w 2011 roku zostały ujęte rentowności spółek, które miały w tym roku IPO oraz przedsiębiorstw z dwóch lat wcześniejszych. Przez to zbiór danych uległ niejako pewnemu uśrednieniu, przy założeniu, że stopy zwrotu z pierwszego, drugiego i trzeciego roku nie są takie same statystycznie. Kalkulacja poszczególnych stóp zwrotu miała miejsce według formuł:

$$R_{09} = (C_0 - C_{09}) / C_0 \cdot 100\% \quad R_{10} = (C_0 - C_{10}) / C_0 \cdot 100\% \quad R_{11} = (C_0 - C_{11}) / C_0 \cdot 100\%$$

gdzie:

R_{09}, R_{10}, R_{11} – stopa zwrotu z akcji notowanej na NC w lata 2009, 2010 lub 2011,

C_{09}, C_{10}, C_{11} – cena akcji notowanej na NC na koniec roku 2009, 2010 lub 2011,

C_0 – cena otwarcia dla akcji podczas pierwszego notowania na NC.

Przeprowadzone analizy wskazują, że stopy zwrotu z IPO osiągnęte przez spółki z NC oraz GPW bardzo różnią się między sobą, ale wynika to z niewielkiej grupy odstających obserwacji na rynku NewConnect. Szczegółowe dane wskazują na występowanie bardzo wysokich stóp zwrotu, szczególnie w pierwszym roku po IPO na NC. Mediany poszczególnych rynków nie różnią się znacząco od siebie, oczywiście jeśli odstępstwo na poziomie 30% przyjmiemy za mało znaczące. Zdecydowanie na obu rynkach wyróżnia się 2011 rok, kiedy to niepewność w zakresie sytuacji międzynarodowej nie sprzyjała tworzeniu właściwego klimatu inwestycyjnego (tab. 2).

Analizując dane z tabeli 3 widać, że dziesiąte percentyle są zbliżone, aczkolwiek przesunięte w kierunku większych strat [Kot i in. 2011]. W przypadku 90. percentyla wyniki osiągnęte przez IPO na NC są wyższe, poza rokiem 2011, kiedy to występuje mała różnica. Znaczące rozbieżności widoczne są w przypadku średniej arytmetycznej, podobnie w przypadku odchylenia standardowego. Wynika to z niewielkiej grupy obserwacji o super wysokich stopach zwrotu występujących na NC.

Tabela 2
Miary statystyczne charakteryzujące zbiorowość

Wyszczególnienie	N ważnych zmiennych	Średnia [%]	Mediana [%]	Minimum [%]	Maksimum [%]	Dolny kwartył [%]	Górny kwartył [%]
GPW ₀₉	13	-5	-4	-57	27	-6	6
GPW ₁₀	46	18	-5	-66	241	-14	25
GPW ₁₁	82	-17	-33	-92	266	-55	-3
NC ₀₉	22	88	-25	-67	2237	-53	19
NC ₁₀	95	57	-3	-92	1913	-42	44
NC ₁₁	258	-25	-45	-96	1358	-70	-9

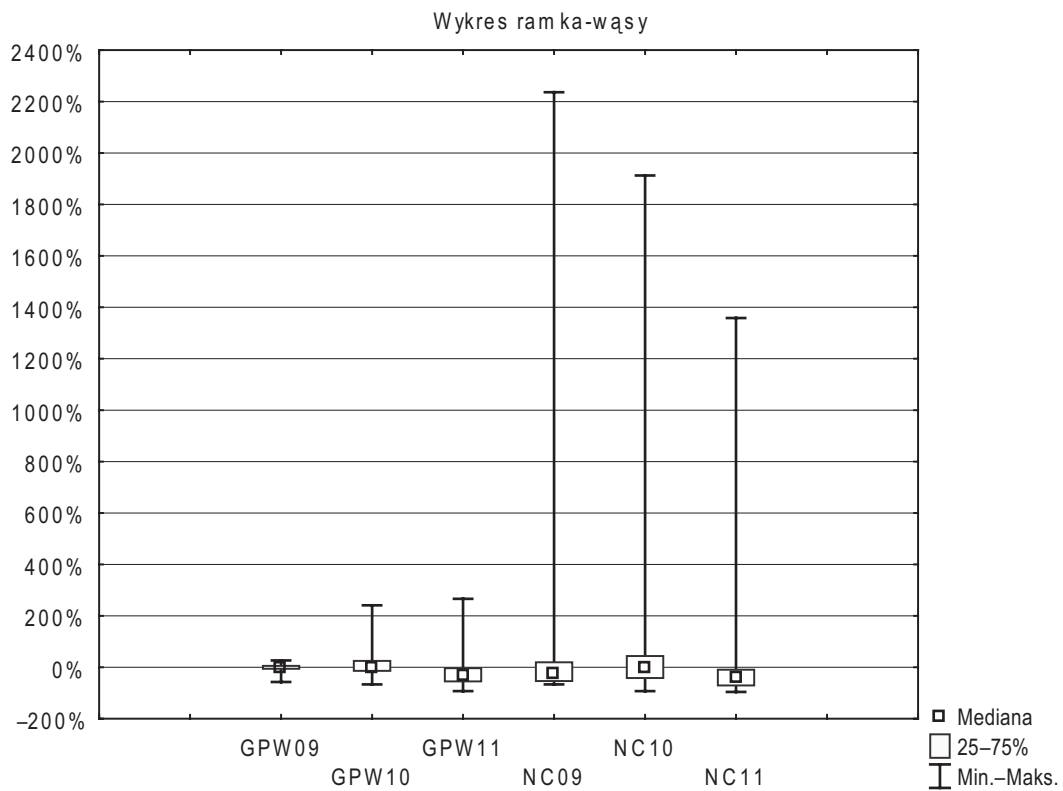
Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 3
Miary statystyczne charakteryzujące zbiorowość

Wyszczególnienie	N ważnych zmiennych	10. percentyl [%]	90. percentyl [%]	Rozstęp [%]	Odchyl. Standard. [%]	Skośność	Kurtoza
GPW ₀₉	13	-38%	19	83	22	-1,20	1,99
GPW ₁₀	46	-22%	126	307	62	1,97	3,88
GPW ₁₁	82	-64%	28	359	60	2,45	7,47
NC ₀₉	22	-59%	93	2303	482	4,61	21,48
NC ₁₀	95	-62%	152	2005	256	5,31	33,01
NC ₁₁	258	-84%	31	1454	112	8,95	100,80

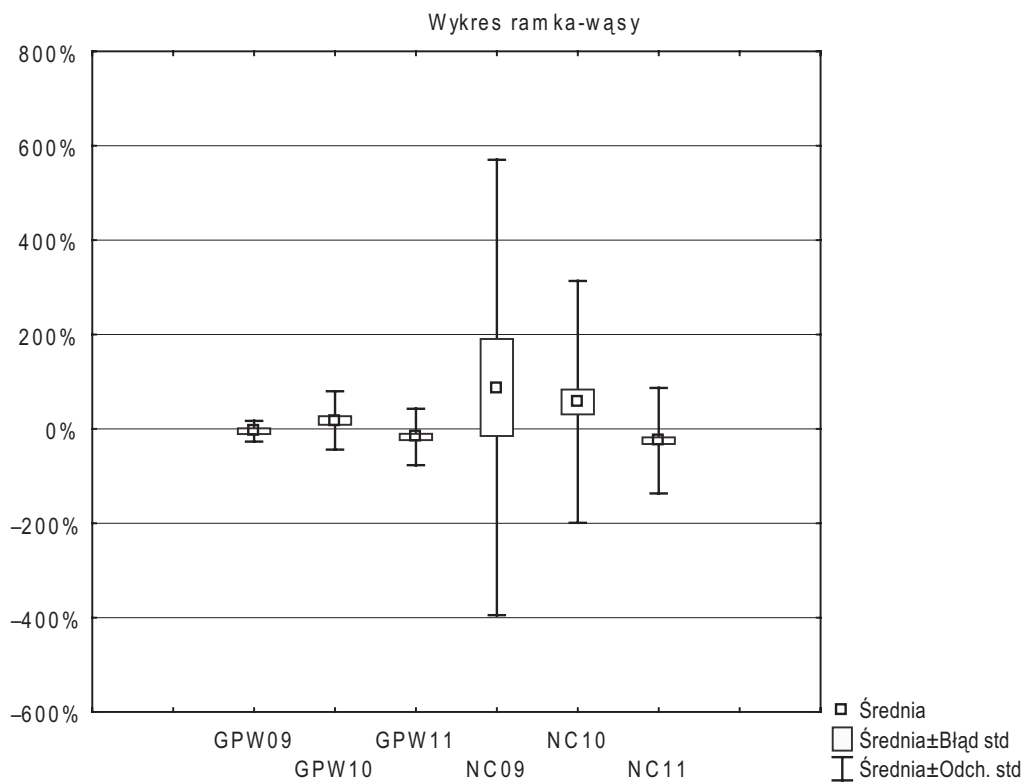
Źródło: Opracowanie własne.

Dużą rozpiętość stóp zwrotu na NC bardzo dobrze obrazują rysunki 1 oraz 2. Szczególnie wykres 1 ukazuje różnicowanie mediany między rynkiem New-Connect oraz GPW. Dla debiutów są to zupełnie inne stopy zwrotu, rynek NC charakteryzuje się grupą bardzo wysoko rentownych IPO, które w analizowanych latach mocno zawiły średnie wyniki.



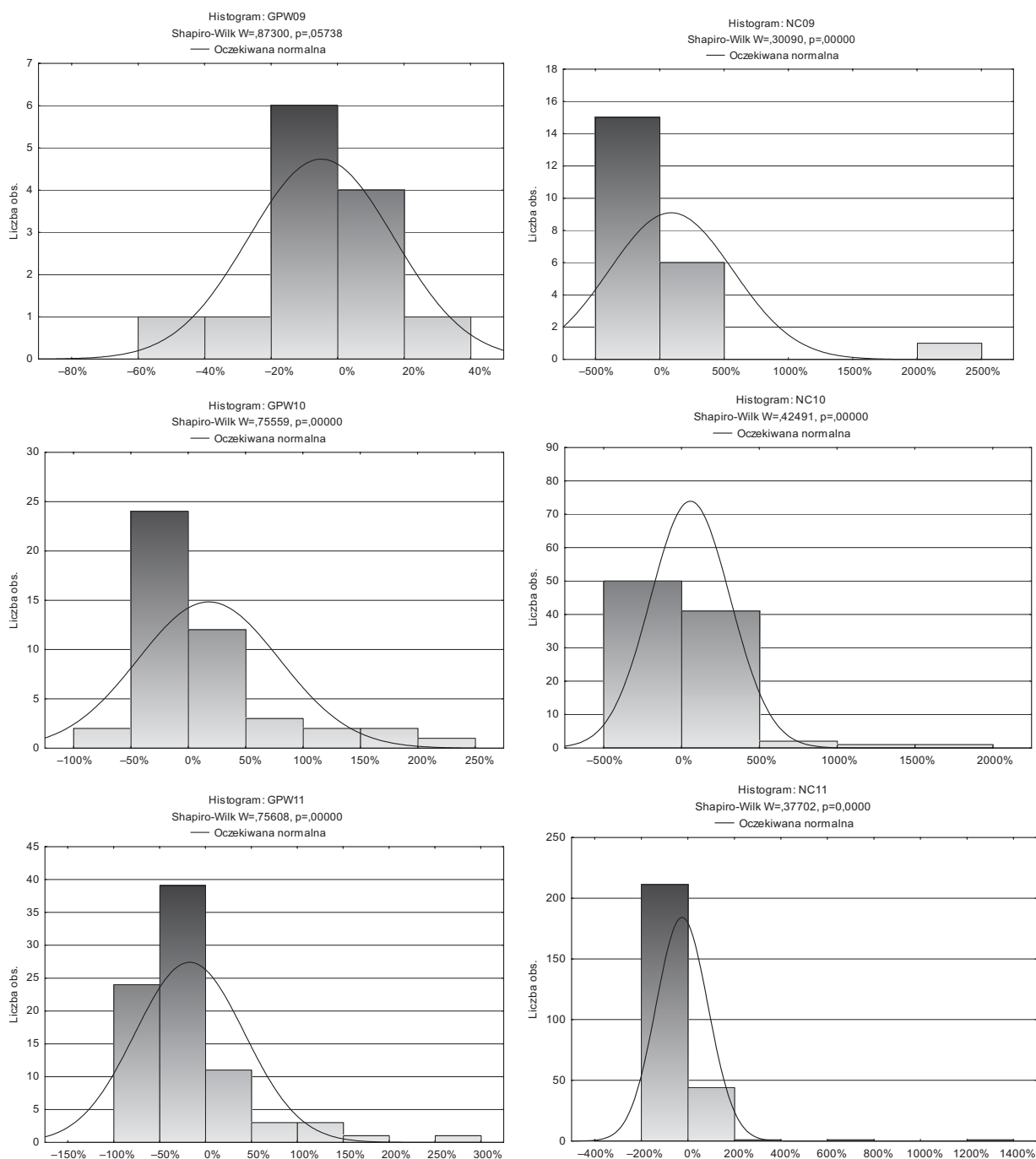
Rysunek 1
Wykres pudełka i odstający wąs maksimum

Źródło: Obliczenia własne.



Rysunek 2
Rozpiętości pudełek i wąsów

Źródło: Obliczenia własne.



Rysunek 3

Histogramy rozkładów stóp zwrotu z IPO dla GPW i NC

Źródło: Analizy własne.

Analiza wskazuje, że rozkłady stóp zwrotu nie są normalne, choć dla GPW₀₉ na podstawie testu Shapiro-Wilka nie można odrzucić hipotezy o normalności rozkładu (można przyjąć, że jest normalny).

Rozkład GPW₀₉ charakteryzuje się asymetrią lewostronną (skośność ujemna), pozostałe mają asymetrię prawostronną (skośność dodatnia), czyli występuje

dłuższy prawy ogon rozkładu (właśnie ta grupa odstających wysokich dodatnich stóp zwrotu).

Histogramy załączone na wykresie 3 wskazują na znaczące różnice między rozkładem normalnym a rozkładami stóp zwrotu z IPO w kolejnych latach na obu rynkach. Oznacza to występowanie pewnego czynnika sprzyjającego przesunięciu rozkładu w tym przypadku w lewo.

Wnioski

Przeprowadzona analiza wykazuje, że inwestycja w IPO od momentu debiutu na GPW lub NC do końca lat kalendarzowych statystycznie nie była dobrym pomysłem. Średnia zyskowność z inwestycji wyrażona średnią arytmetyczną była ujemna (poza GPW 2010 oraz NC 2009). Mediana stóp zwrotu w analizowanych okresach była ujemna we wszystkich analizowanych latach, a w 2011 roku na GPW i NC oraz 2009 roku na NC wyniosła poniżej -25% . Można stwierdzić, że rynek giełdowy boleśnie zweryfikował zamierzenia spółek, zakładając korelację między wyceną a wynikami finansowymi. Stopy zwrotu zdecydowanie odstają w 2011 roku, który jest rokiem kryzysu; górny kwartył dla GPW oraz NC jest ujemny, tak więc można założyć, że tylko około 25% przedsiębiorstw z IPO na obu parkietach przyniosło w tym roku zyski inwestorom. Analizując ryzyko za pomocą dostępnych miar dostrzec można, że rynek NC obciążony jest większą zmiennością, przez co miary ryzyka, takie jak odchylenie standardowe czy wariancja, przyjmują większe wartości.

Literatura

- AUDRETSCH D.B., LEHMANN E.E. *The effects of experience, ownership, and knowledge on IPO survival: Empirical evidence from Germany*, Review of Accounting and Finance 4: 2005, 13–33.
- BRADLEY J., COONEY J., DOLVIN S., JORDAN B., *Penny stock IPOs*, Financial Managements, 39: 2006, 5–29.
- CARPENTIER C., SURET J., *The survival and success of penny stock IPOs: Canadian evidence*, Working Paper 2008.
- COX D., *Regression models and life tables*, Journal of Statistics Society 34; 1972, 187–220.
- COX D., OAKES D., *Analysis Of Survival Data*, University Printing House, Cambridge, London 1984.
- COLOMBELLI A., *Entrepreneurial dimensions of the growth of small companies*, University of Turin and BRICK, Working paper no 2/2009.

- DEMERS E., JOOS P., *IPO failure risk*, Journal of Accounting Research, 45: 2006, 333–371.
- ESPENLAUB S., KHURSHED A., MOHAMMED A., *Is AIM a Casino? A study of the survival of new listing on the UK Alternative Investment Market (AIM)*, Conference proceedings, European Financial Management Symposium 2008, <http://www.efmaefm.org/0EFMSYMPOSIUM/oxford-2008/sympopart.shtml>.
- Giełda Papierów Wartościowych – www.gpw.com.pl.
- GOERGEN M., KHURSHED A., RENNEBOOG L. *Why are the French so different from the Germans? Underpricing of IPOs on the Euro New Markets*, Working paper, University of Manchester 2008.
- GREGORY A., GUERMNAT CH., AL-SHAWAWREH F., *UK IPOs Long run returns, behavioral timing and pseudo timing*, University of Exeter, Center of Finance and Investment, Discussion Paper 08/06.
- HENSLER D., RUTHERFORD R., SPRINGER, T. *The survival of initial public offerings in the aftermarket*, Journal of Financial Research 1997, 93–110.
- JAIN B., KINI O., *Does the presence of venture capitalists improve the survival profile of IPO firms?*, Journal of Business Finance & Accounting, 27: 2000, 1139–1176.
- JAIN B., KINI O., *The life cycle of initial public offerings*, Journal of Business Finance and Accounting, 26: 1999, 1281–1307.
- JAIN B., MARTIN C., *The association between audit quality and post-IPO performance: A survival analysis approach*, Review of Accounting and Finance. 4: 2005, 50–75.
- KOOLI M., MEKNASSI S., *The Survival Profile of U.S. IPO Issuers: 1985–2005*, Journal of Wealth Management, 10: 2007, 105–119.
- KOT S., JAKUBOWSKI J., SOKOŁOWSKI A., *Statystyka*, wydanie II, Difin, Warszawa 2011.
- MIKOŁAJCZYK B., KURCZEWSKA A., *Rynek NewConnect w Polsce na tle innych rynków alternatywnych w Europie*, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse” 2010, vol. 6, nr 3, www.e-finanse.com.
- NewConnect – www.newconnect.pl.
- PASTUSIAK R., *Efektywności inwestycji na rynku NewConnect w świetle wybranych czynników*, [w:] *Skuteczne inwestowanie*, pod red. W. Tarczyńskiego, Zeszyty Naukowe nr 616, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 29, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2010.
- PASTUSIAK R., *Inwestycje na platformie NewConnect – budowa portfela papierów wartościowych*, [w:] *Rynki finansowe i ubezpieczenia. Nowe perspektywy instytucji i instrumentów*. red. W. Przybylska-Kapuścińska, J. Handschke, Zeszyty Naukowe nr 143, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010.
- PASTUSIAK R., *Rynek NewConnect jako platforma dla inwestycji podwyższonego ryzyka*, [w:] *Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, red. D. Zarzecki, Finanse, Rynki Finansowe i Ubezpieczenia nr 25, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2010.
- ROUSSEAU S., *London calling? The Experience of the alternative investment market and the competitiveness of Canadian Stock Exchanges*, Banking and Finance Law Review, vol. 23, No 1/2007.

Investing in IPOs – a Negative-Sum Game?

Abstract

This publication aims to analyze the profitability of investments in IPOs in the long term, and they take the risk of exposing investors who decide to invest in the newly launched company. This will be achieved by comparing the IPO market in the NewConnect and the Stock Exchange during the last three years, from 2009 to 2011. Compared are the parameters that describe the risks and the effectiveness of the investment. Highlighted the differences between the WSE and NC from the perspective of investment in the IPO. The analysis indicates that investment in the IPO since its debut on the WSE or NC by the end of calendar years, resulted in the loss. The average profitability of the investment expressed the arithmetic mean was negative except for two years (WSE 2010 and NC 2009). The median rates of return in the analyzed periods was negative in all analyzed years and in 2011 the Warsaw Stock Exchange and the NC, the NC and 2009 was below 25%. Analyzing the risk of using the available measurements, evidently NC market is burdened with higher volatility, which measures of risk such as standard deviation or variance, shall be the greater value.