

Karolina Czekaj

CDM Pekao SA

DŁUGOTERMINOWA EFEKTYWNOŚĆ INWESTYCJI W AKCJE SPÓŁEK DEBIUTUJĄCYCH NA GPW

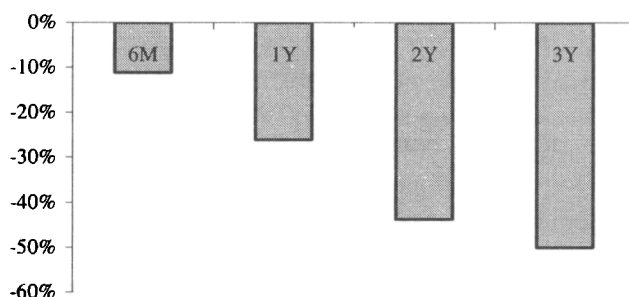
1. Wstęp

Oferty przeprowadzane na rynku pierwotnym w większości przypadków umożliwiają inwestorom uzyskanie wysokich stóp zwrotu w pierwszym dniu notowania akcji spółki. Liczne badania dowodzą z kolei, że zakup akcji spółek w pierwszym dniu notowań na giełdzie oraz ich utrzymywanie w długim okresie (od 3 do 5 lat) nie jest efektywną strategią inwestycyjną. Ponieważ zjawisko to zostało zaobserwowane na rynkach zagranicznych i udokumentowane w szeregu prac z zakresu pierwszych ofert publicznych, jego analiza w warunkach polskiego rynku kapitałowego wydaje się być zasadna. Można zatem postawić pytanie: czy zakup akcji w pierwszym dniu notowania na GPW w Warszawie i utrzymywanie ich w portfelu w długim okresie jest mniej efektywne niż stosowanie innych strategii inwestycyjnych oraz jakie mogą być tego przyczyny.

2. Długoterminowe stopy zwrotu z akcji spółek debiutujących na GPW

Długoterminowe stopy zwrotu z papierów wartościowych debiutujących na GPW w Warszawie obliczono przy założeniu, iż akcje zostały zakupione po cenie zamknięcia z pierwszego dnia notowania i sprzedane po 3 latach. W badaniach empirycznych długoterminowe stopy zwrotu są definiowane jako stopy zwrotu w okresie od 3 do 5 lat. Ponieważ polska giełda papierów wartościowych ma bardzo krótką historię, w celu analizy jak największej liczby spółek przyjęto właśnie okres 3-letni. W związku z tym badaniem objęto 125 spółek, których akcje wprowadzono do obrotu giełdowego w latach 1996-2002 i które były notowane przynajmniej

przez 3 lata. Dla porównania obliczono także stopy zwrotu dla okresów utrzymywania inwestycji przez 6 miesięcy oraz przez rok, 2 i 3 lata. Jak wynika z rys. 1, stopy zwrotu z akcji zdecydowanie obniżały się w miarę wydłużania okresu utrzymywania akcji w portfelu.



Rys. 1. Mediana stóp zwrotu osiąganych w okresach 6 miesięcy oraz 1 roku, 2 i 3 lat
Źródło: opracowanie własne.

Średnia 3-letnia stopa zwrotu 125 akcji zakupionych w trakcie pierwszych notowań na GPW kształtowała się na poziomie -14,5%, mediana zaś na poziomie -51,3% (tab. 1). Istotne jest, iż w 82% przypadków stopa ta była ujemna.

Otrzymane wyniki charakteryzowały się wysokim zróżnicowaniem (odchylenie standardowe na poziomie 137%). Poziom mediany stóp zwrotu uzależniony był od roku, w którym została przeprowadzona emisja. Tak więc najniższe 3-letnie stopy zwrotu wystąpiły w przypadku spółek, których pierwsze oferty publiczne miały miejsce w latach 1999-2000, natomiast najwyższe w latach 2001-2002.

Tabela 1. Podstawowe statystyki opisujące 3-letnie stopy zwrotu oraz wskaźnik *RR3*

Wyszczególnienie	3 letnie stopy zwrotu	<i>RR3</i>
Liczba spółek	125	125
Średnia	-14,5%	-24,6%
Mediana	-51,3%	-55,0%
Kwartył 1	-69,3%	-78,3%
Kwartył 3	-18,9%	-22,7%
Odchylenie standardowe	137,1%	131,1%
Skośność	4,90	4,94
Kurtoza	28,59	29,18
Współczynnik zmienności	-947%	-532%
Przedział ufności - 0,95%	-39%	-48%
Przedział ufności + 0,95%	10%	-2%

Źródło: opracowanie własne.

Dodatkowo w celu odniesienia wyników osiąganych przy stosowaniu strategii „kup i trzymaj” do sytuacji rynkowej obliczono wskaźnik 3-letnich relatywnych stóp zwrotu, na podstawie wzoru:

$$RR3 = R_{IPOt} - R_{WIGt},$$

gdzie: R_{IPOt} – stopa zwrotu z akcji zakupionych po cenie zamknięcia z pierwszego dnia notowania na giełdzie i utrzymywanych w portfelu przez 3 lata (okres t);

R_{WIGt} – stopa zwrotu z indeksu WIG w okresie t .

Podsumowanie podstawowych statystyk opisujących wskaźnik relatywnych stóp zwrotu zawiera tab. 1. Jak wskazuje wstępna analiza, przy zastosowaniu strategii inwestycyjnej „kup i trzymaj” można było średnio otrzymać zysk o 24,6% niższy niż z inwestycji w portfel rynkowy (mediana -55%). W 83% przypadków zysk z inwestycji w akcje debiutantów był niższy niż możliwy do uzyskania wynik z inwestycji w akcje wchodzące w skład indeksu WIG. Przeciętne względne różnicowanie utrzymywało się na bardzo wysokim poziomie -532%.

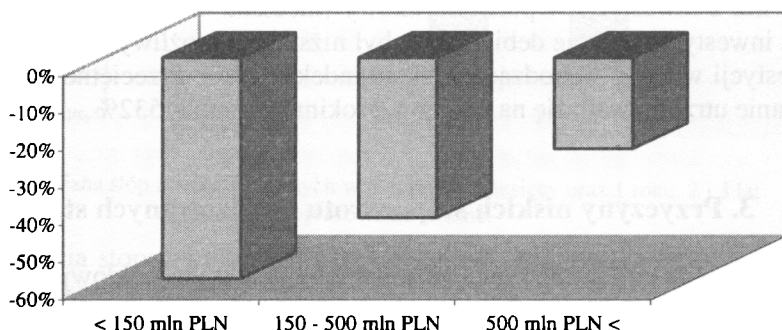
3. Przyczyny niskich stóp zwrotu analizowanych strategii

Przyczyny niższych niż rynkowe (mierzone indeksem giełdowym), a niejednokrotnie ujemnych stóp zwrotu, uzyskiwanych w dłuższym okresie z akcji zakupionych w trakcie pierwszych notowań giełdowych, były przedmiotem licznych analiz w literaturze światowej. Jak dotąd brak jednak teorii, które wyjaśniałyby to zjawisko w sposób nie budzący wątpliwości. Można natomiast wymienić kilka hipotez, które upatrują przyczyn tego zjawiska w rozmaitych czynnikach.

Jedną z tych hipotez jest **hipoteza różnorodności opinii** (*the divergence of opinion hypothesis*). Według tego ujęcia informacje na temat wprowadzanej spółki są niewystarczające do oceny jej wartości fundamentalnej (np. nieznaną zarząd). W związku z tym na zakup akcji w ofercie publicznej decydują się inwestorzy optymistycznie oceniający emitenta. Z upływem czasu, gdy spółka staje się bardziej znana na rynku, a inwestorzy dostrzegają ryzyko z nią związane, różnica pomiędzy oceną optymistów i pesymistów zmniejsza się i jest ona wyceniana na niższym poziomie [7]. Taka argumentacja jest szczególnie trafna w sytuacji, gdy oferta jest niewielka, a sprzedaż akcji jest przeprowadzana w nielicznym gronie inwestorów, których można przekonać o dobrych perspektywach spółki. Jednocześnie im spółka jest mniejsza, tym mniej jest znana na rynku, czyli mniej informacji na jej temat było dostępnych przed emisją.

Aby ocenić związek pomiędzy wielkością spółki a stopami zwrotu z utrzymywania jej akcji w portfelu w długim terminie, dokonano podziału badanej grupy według kryterium wielkości przychodów ze sprzedaży. Wybór poziomu przychodów ze sprzedaży jako kryterium oceny wielkości przedsiębiorstwa przede wszystkim wynikał z tego, iż badane spółki pochodziły z różnych sektorów działalności, co utrudniało wybór innej wspólnej miary. Jednocześnie wielkość sprzedaży z reguły jest bezpośrednio powiązana ze znajomością spółki. Ogół badanych spółek

podzielono na trzy grupy. Do grupy pierwszej zakwalifikowano spółki, których przychody ze sprzedaży w roku emisji nie przekraczały 150 mln zł; do grupy drugiej spółki, których sprzedaż mieściła się w granicach od 150 mln zł do 500 mln zł; w grupie trzeciej znalazły się spółki o wartości sprzedaży powyżej 500 mln zł. Mediana 3-letnich relatywnych stóp zwrotu liczonych w stosunku do indeksu WIG w pierwszej grupie okazała się być najniższa (-59%), natomiast najwyższa mediana (choć również ujemna) charakteryzowała grupę trzecią skupiającą spółki największe (-24%). Niższe stopy zwrotu, uzyskane z akcji spółek małych, potwierdzają słuszność omawianej hipotezy na GPW.

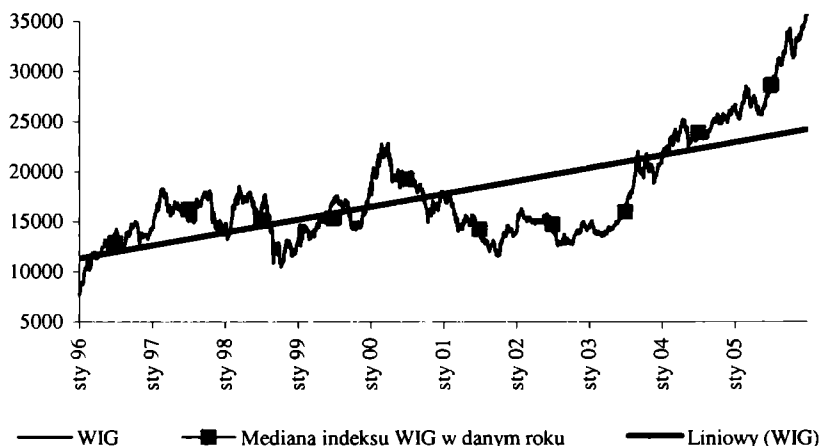


Rys. 2. Mediana 3-letnich relatywnych stóp zwrotu z akcji spółek różnej wielkości
Źródło: opracowanie własne.

Drugą hipotezą jest **hipoteza wycucia rynku** (*the windows of opportunity hypothesis*). Jej twórcy zauważają, że najczęściej spółek przeprowadza swoje oferty publiczne w okresach dobrej koniunktury giełdowej, kiedy są w stanie sprzedać oferowane akcje po korzystnych cenach. Ponieważ jedną z cech charakterystycznych rynku giełdowego jest jego cykliczność, po okresie hossy przychodzi czas spadku cen notowanych walorów. Dlatego też spółki, które przeprowadzają oferty, gdy rynek jest silny, po kilku latach napotykać na okres dekonunktury giełdowej, a ceny ich akcji spadają. Akcje spółek debiutujących na giełdzie w okresie dobrej koniunktury po pewnym czasie, w miarę spadku ogólnego poziomu cen, również zaczynają spadać. Istnienie takiego efektu potwierdzono w badaniach, które przeprowadzili m.in. M.P. Baker i J. Wurgler [1] oraz T. Loughran i J.R. Ritter [5].

Analizę weryfikującą prawdziwość tezy wycucia rynku w warunkach polskich rozpoczęto od obserwacji trendów występujących na GPW. Na podstawie rys. 3 można stwierdzić, iż rynek giełdowy podlega cyklicznym zmianom. Analizując trendy rynkowe, można przypuszczać, iż 3-letnie stopy zwrotu będą najwyższe dla emisji przeprowadzonych w okresie bessy, czyli w latach 2001 oraz 2002, natomiast najniższe podczas hossy (rok 2000). Graficzna prezentacja sugeruje, iż w latach wcześniejszych (przed rokiem 2000) zmiany koniunktury giełdowej były krótsze. Dlatego też w przypadku 2-letnich stóp zwrotu z akcji nowych spółek ich najniższe poziomy powinny występować w spółkach debiutujących w latach 1997, 1999 oraz

2000, natomiast najwyższe dla lat 1996, 1998, 2001 oraz 2003. Tabela 2 przedstawiająca 2 i 3-letnie stopy zwrotu z akcji debiutantów potwierdza powyżej wysunięte przypuszczenia.



Rys. 3. Notowania indeksu WIG

Źródło: opracowanie własne.

Należy odpowiedzieć na pytanie, czy najwięcej ofert zostało przeprowadzanych w okresach hossy giełdowej, czyli w latach 1997, 1998, a najmniej w latach 2001 oraz 2002. Zawarte w tab. 2 informacje dotyczące liczby ofert IPO w poszczególnych latach potwierdzają, iż najwyższa liczba ofert publicznych została przeprowadzona w okresach hossy giełdowej, a najniższa w czasie bessy.

Powyższa analiza pozwala wstępnie potwierdzić prawdziwość hipotezy wycucia rynku w warunkach polskiej giełdy papierów wartościowych. Uogólniając, można stwierdzić, iż największa liczba ofert publicznych była przeprowadzana w okresach hossy rynkowej. Po okresie ok. 3 lat spółki te napotkały na czas bessy, w związku z czym ich ceny silnie spadały. Dlatego też duża część inwestycji w akcje debiutantów na okres 3 lat przynosiła straty.

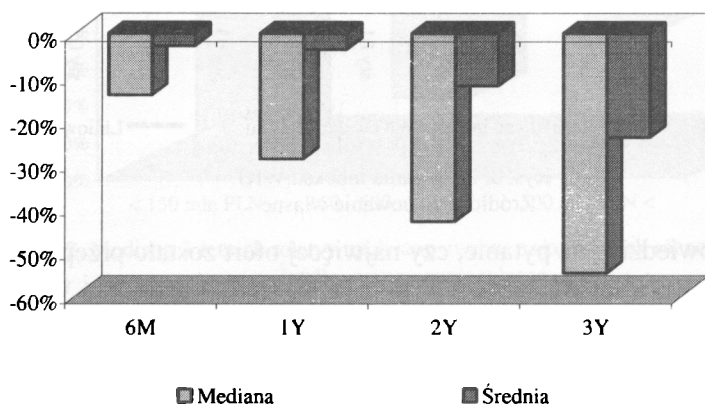
Tabela 2. Stopy zwrotu z akcji spółek debiutujących na GPW w latach 1996-2002

Rok debiutu	2-letnie stopy zwrotu	3-letnie stopy zwrotu	Liczba
1996	19%	-9%	16
1997	-42%	-31%	43
1998	25%	-15%	55
1999	-25%	-47%	19
2000	-63%	-63%	7
2001	65%	152%	6
2002	206%	181%	3

Źródło: opracowanie własne.

Trzecia hipoteza tłumacząca występowanie niskich stóp zwrotu z długoterminowych inwestycji w akcje spółek debiutujących to **hipoteza promotora oferty** (*the impresario hypothesis*). Ceny emisyjne akcji są celowo zaniżane przez bankierów inwestycyjnych, aby zwiększyć popyt na akcje i zwrócić uwagę inwestorów na daną ofertę. W ten sposób oferta kreowana jest w oczach inwestorów jako szczególnie interesująca, a popyt na daną emisję akcji wzrasta. Dlatego też ceny akcji silnie wzrastające w krótkim okresie, w długim okresie obniżają się. W praktyce na licznych giełdach światowych wysokie ceny akcji utrzymywały się ok. 6 miesięcy od momentu debiutu spółki.

W przypadku warszawskiej giełdy przeszacowanie nie utrzymywało się nawet w okresie 6 miesięcy. Podsumowanie relatywnych (liczonych w stosunku do indeksu WIG) stóp zwrotu z inwestycji w nowe akcje na GPW w okresach 6 miesięcy oraz 1 roku, 2 i 3 lat prezentuje rys. 4.



Rys. 4. Relatywne stopy zwrotu z akcji w poszczególnych okresach

Źródło: opracowanie własne.

Ostatnia z prezentowanych hipotez dotyczy **słabych wyników finansowych w okresie po przeprowadzeniu emisji** (*the window dressing hypothesis*). B.A. Jain i O. Kini [4], W.H. Mikkelson, M.M. Partch i K. Shah [6], dowodzą, iż niskie długookresowe stopy zwrotu z inwestycji w akcje nowych spółek na giełdzie są pochodną słabszych wyników finansowych w okresie po przeprowadzeniu emisji w stosunku do tych sprzed emisji. Spółki decydują się na przeprowadzenie pierwszej emisji publicznej, gdy są w stanie przedstawić dobre wyniki z ostatniego okresu sprawozdawczego poprzedzającego emisję. Według S.H. Teoh, J. Welch i T.J. Wong [10], spółka wprowadzająca swoje akcje na giełdę chce zaprezentować dobre wyniki, a inwestorzy mają problemy z dostrzeżeniem starannie ukrytych sygnałów ostrzegawczych odnośnie możliwego ryzyka. Niemniej, jak wskazuje J.B. Heaton [3], zarządzający spółkami charakteryzują się dużym optymizmem co do przyszłej działalności. W sytuacji, gdy posiadają oni środki finansowe, dokonują zbyt wysokich, nieekonomicznych inwestycji. To z kolei w długim okresie wpływa

na nieefektywne wykorzystanie środków pozyskanych w ofercie, a co za tym idzie – niższe od spodziewanych wyników spółek.

Na polskim rynku giełdowym wyniki finansowe osiągane przez spółki w roku po wprowadzeniu do obrotu były na poszczególnych poziomach rachunku zysków i strat nieznacznie wyższe niż w roku poprzedzającym ofertę. Mianowicie sprzedaż wzrosła średnio o 37% (mediana 20%), zysk operacyjny spadł o 6% (w przypadku mediany był to wzrost o 4%), zysk netto zaś wzrósł o 4% (mediana 25%). Na tej podstawie nie można zatem stwierdzić, że wyniki spółki w roku, w którym przeprowadzono emisję, były wyższe niż w roku ją poprzedzającym. Należy tu jednak wspomnieć, iż dynamika wzrostu wyników tych spółek mogła być zdecydowanie niższa od wyników podawanych przed emisją, jako prognozowane na następne lata, w związku z czym rynek został negatywnie zaskoczony.

4. Podsumowanie

Analiza giełdy papierów wartościowych w Warszawie potwierdza, iż w długim horyzoncie czasowym stopy zwrotu z akcji spółek wprowadzanych do publicznego obrotu są niższe niż te uzyskiwane z inwestycji w portfel rynkowy (indeks WIG). Dodatkowo stopy zwrotu w przeważającej części były ujemne. Proponowane przez badaczy problemu wyjaśnienia przyczyn osiągania niskich stóp zwrotu z inwestycji w akcje debiutantów w długim terminie są szczególnie kontrowersyjne i trudne do udowodnienia. Są one najczęściej związane z hipotezą efektywności rynku lub z behawioralną teorią finansów. W powyższej pracy udało się wstępnie potwierdzić prawdziwość w warunkach polskiej giełdy najbardziej znanych hipotez, wyjaśniających niskie długoterminowe stopy zwrotu z inwestycji w akcje debiutantów, którymi są: hipoteza różnorodności opinii oraz hipoteza wycucia rynku. Można zatem przyjąć, iż nieefektywną strategią inwestycyjną będzie zakup akcji tuż po debiucie i sprzedaż ich w okresie do 3 lat. Przedstawione badanie nie objęło stóp zwrotu powyżej 3 lat, co jest wynikiem zbyt krótkiego okresu funkcjonowania polskiej giełdy, a co za tym idzie – zbyt małej grupy spółek, która mogłaby zostać poddana takiej analizie. Należy jednak podkreślić, iż z punktu widzenia wyciąganych wniosków interesujące może być wydłużenie okresu analizy.

Podsumowując otrzymane wyniki, można zauważyć, iż przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej należy wziąć pod uwagę koniunkturę giełdową. Decyzja ta powinna zostać podjęta w kontekście okresu, w jakim planowane jest utrzymywanie akcji w portfelu. W badanym okresie lepsze wyniki długookresowe (tzn. 2-, 3-letnie) były możliwe do osiągnięcia w drodze inwestycji w IPO przeprowadzanych podczas bessy niż hossy. Jest to oczywiście pochodną cyklu giełdowego. Spółki, które przeprowadziły oferty, gdy rynek był silny, po kilku latach napotkały okres dekoniunktury giełdowej, a ceny ich akcji obniżyły się. Dodatkowo niższe stopy zwrotu uzyskiwane były z akcji spółek małych, które z reguły są mniej znane

na rynku, czyli przed wprowadzeniem ich akcji na giełdę dostępna jest mniejsza ilość informacji. Daje to zarządowi możliwość wykreowania lepszego wizerunku spółki i perspektyw jej rozwoju, ograniczając jednocześnie efektywną wycenę jej akcji w momencie emisji.

Literatura

- [1] Baker M.P., Wurgler J., *The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns*, „The Journal of Finance” 2000 nr 55.
- [2] Brown E., *Long-Run Performance Analysis of a New Sample of UK IPOs*, University of Edinburgh Working Paper, August 1999.
- [3] Heaton J.B., *Managerial Optimism and Corporate Finance*, „Financial Management” summer 2002.
- [4] Jain B.A., Kini O., *The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms*, „Journal of Finance” 1994 nr 49.
- [5] Loughran T., Ritter J.R., *The New Issues Puzzle*, „Journal of Finance” 1995 nr 50.
- [6] Mikkelson W.H., Partch M.M., Shah K., *Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public*, „Journal of Financial Economics” 1997 nr 44.
- [7] Miller E.M., *Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion*, „Journal of Finance” 1977 nr 32.
- [8] Ritter J.R., *Initial Public Offerings*, „Contemporary Finance Digest” vol. 2, no. 1, Spring 1998.
- [9] Ritter J.R., Welch I., *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*, „The Journal of Finance” Vol. LVII, No.4, August 2002.
- [10] Teoh S.H., Welch I., Wong T.J., *Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings*, „Journal of Finance” 1998 nr 53.

LONG-RUN PERFORMANCE OF IPOs ON WSE

Summary

This article surveys the long-run underperformance of initial public offerings on the Polish stock exchange. Buying new issued stocks on the first day of their quotation and holding them for 3 years turned out to be an unsuccessful investment strategy. The findings are consistent with the research of this phenomenon on other world stock exchanges. This paper seeks for an explanation of this poor long-run performance by reviewing and examining the most important hypotheses of this puzzle: a) The divergence of opinion hypothesis; b) The windows of opportunity hypothesis; c) The impresario hypothesis and d) The window dressing hypothesis.