

## CENA EMISYJNA W PIERWSZEJ OFERCIE PUBLICZNEJ A PRZYCZYNY WYKLUCZENIA SPÓŁKI Z NEWCONNECT

Sylwia Frydrych\*



<https://doi.org/10.18778/2391-6478.4.36.02>

### THE ISSUE PRICE IN THE INITIAL PUBLIC OFFERING AND THE REASONS FOR EXCLUDING THE COMPANY FROM NEWCONNECT

#### Abstract

**The purpose of the article.** The subject of this article is the analysis of the change in the share price on the day of the company's debut on the NewConnect market due to the reasons for its exclusion from trading. The analysis was carried out for all companies debuting on NewConnect in 2007–2020. The results are presented depending on the share issue price. The paper hypothesized that companies whose share issue price was incorrectly estimated, which means overvalued or undervalued IPO, are more often withdrawn from the NewConnect market. **Methodology.** The research was carried out using the analysis of source data. In the research process, the author used, in addition to the analysis of the literature, the method of observation. **Results of the research.** As a result of the research, it was found that 39.84% of companies that debuted on the NewConnect market in 2007–2020 were excluded from trading. 56.28% of the withdrawn companies were forcibly excluded. On the other hand, 108 companies were withdrawn from trading voluntarily, and the prevailing premise in this group of entities was the transfer of the company to the WSE Main Market. Voluntary reasons prevail among entities withdrawn from trading, whose shares had an issue price of PLN 5 and higher. On the other hand, in the group of "penny" companies, the main reason for delisting is the safety of trading and liquidation bankruptcy. An increase in the share price on the debut day was recorded in 69.64% of entities withdrawn from NewConnect. The adopted hypothesis was positively verified. Companies whose share issue price was not properly estimated were withdrawn from the NewConnect market more often than entities whose securities price did not change on the day of their debut. The level of withdrawn companies whose IPO was overvalued and undervalued is similar. The conducted research proves that among overvalued initial public offerings, the share of voluntary reasons for withdrawal prevails, while among undervalued ones there is a higher share of forcibly excluded entities. However, the amount of the issue price according to the ranges adopted in the study does not constitute a premise for the withdrawal of companies from the NewConnect market.

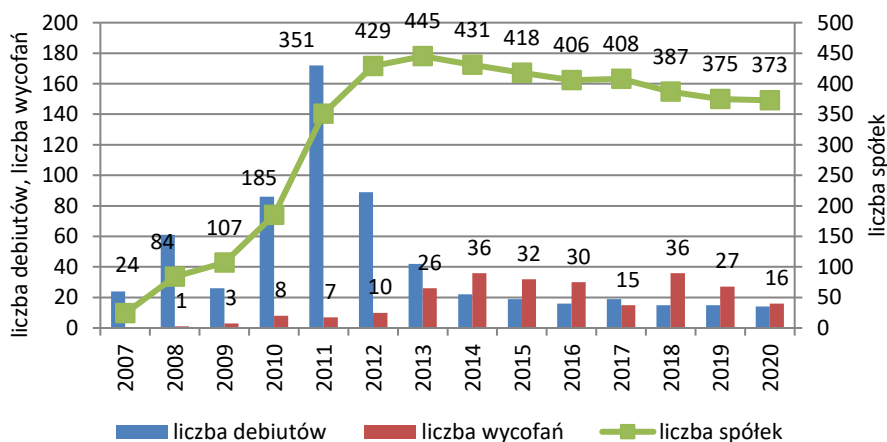
**Keywords:** NewConnect, initial public offering, Alternative Trading System, delisting, issue price.

**JEL Class:** G14, G23, G40.

\* Doktor, Kolegium Zarządzania i Finansów, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, e-mail: [sylwia.frydrych@sgh.waw.pl](mailto:sylwia.frydrych@sgh.waw.pl), <https://orcid.org/0000-0002-1215-49500>

## WSTĘP

W 2020 r. na NewConnect, zorganizowanym rynku akcji prowadzonym przez GPW poza rynkiem regulowanym w formie alternatywnego systemu obrotu (ASO), notowane były akcje 373 spółek. Rok wcześniej w obrocie znajdowało się 375 podmiotów. Najwięcej, tj. 172 debiutów, odnotowano w 2011 r. Począwszy od 2013 r. obserwowany jest spadek liczby notowanych spółek na NewConnect. Natomiast od 2014 r. (oprócz 2017 r.) można zaobserwować, iż wycofania spółek z obrotu na rynku NewConnect przewyższają debiuty (wykres 1).



Wykres 1. Liczba spółek, liczba debiutów oraz wycofań spółek z NewConnect (w szt.)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników Giełdowych (www1).

Wzrost wycofywanych spółek z obrotu w połączeniu ze spadkiem liczby pierwszych ofert publicznych przyczynia się do analizy przyczyn wykluczeń spółek z giełdy.

Na podstawie § 12 pkt. 1 Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu (Uchwała Nr 147/2007 Zarządu Giełdy z dnia 1 marca 2007 r. z późn. zm.) Giełda Papierów Wartościowych SA (GPW), będąc organizatorem rynku NewConnect, może wykluczyć instrumenty finansowe z obrotu. W szczególności jest to konieczne ze względu na bezpieczeństwo obrotu; jeżeli emitent narusza przepisy ASO; z powodu otwarcia likwidacji emitenta; na skutek fuzji jak również na podstawie wniosku emitenta (także w sytuacji, gdy wykluczenie papierów wartościowych z obrotu jest spowodowane wprowadzeniem ich do obrotu na Główny Rynek GPW). Przy czym Art. 91 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej

i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych precyzuje, iż wykluczenie akcji na wniosek emitenta stanowi ich wycofanie z obrotu w alternatywnym systemie obrotu.

Cena emisyjna akcji to cena sprzedawanych papierów wartościowych przez emitenta podczas pierwszej oferty publicznej (Initial Public Offerings, IPO). Gdy cena na koniec pierwszego dnia notowania jest wyższa od ceny emisyjnej akcji to papiery wartościowe debiutującej spółki są niedowartościowane (IPO Underpricing). Przewartościowanie ma miejsce, gdy cena na koniec dnia debiutu jest niższa niż cena emisyjna. Wysokość ceny emisyjnej jest istotna w obliczu wzrostu liczby wycofanych spółek z rynku NewConnect.

Przedstawione rozważania prowadzą do określenia problemu badawczego jakim jest pytanie, czy przewartościowanie pierwszej oferty publicznej może stanowić o przyczynie wykluczenia spółki z obrotu na rynku NewConnect.

Celem niniejszego artykułu jest analiza ceny akcji w dniu debiutu spółki na rynku NewConnect wobec przyczyn jej wykluczenia z obrotu. Badanie przeprowadzono dla wszystkich podmiotów debiutujących na rynku NewConnect w latach 2007–2020. Zakres przedmiotowy artykułu obejmuje przyczyny wykluczenia przewartościowanych, jak również niedowartościowanych pierwszych ofert publicznych. Wyniki zaprezentowano w zależności od wysokości ceny emisyjnej. Ponadto w pracy postawiono hipotezę, iż spółki, których cena emisyjna akcji była niewłaściwie oszacowana, co oznacza przewartościowanie lub niedowartościowanie IPO, częściej są wycofywane z rynku NewConnect.

W pierwszej części tekstu zostały zaprezentowane przyczyny wycofania spółki z NewConnect, które znajdują się w regulacjach dotyczących funkcjonowania rynku zorganizowanego przez GPW w formule alternatywnego systemu obrotu. Następnie dokonano przeglądu badań dotyczących przyczyn wycofania spółek z obrotu giełdowego. W części empirycznej przeprowadzono analizę przyczyn wykluczenia spółek, które zostały wprowadzone do obrotu na rynku NewConnect w latach 2007–2020 w zależności od kształtowania się ceny akcji na koniec pierwszego dnia notowań. Podsumowanie artykułu stanowią wnioski dotyczące przeprowadzonych badań.

## **1. DETERMINANTY WYCOFANIA SPÓŁKI Z OBROTU GIEŁDOWEGO**

Delisting (wycofanie, wykluczenie) spółki z obrotu giełdowego, który jest procesem odwrotnym do jej wprowadzenia na giełdę, stanowił przedmiot licznych badań międzynarodowych (Sanger i Peterson 1990: 261–272; Clyde et al., 1997: 2103–2112; You et al., 2012: 200–216).

W literaturze zaproponowano rozróżnienie przyczyn wycofania spółki z obrotu na giełdzie na przymusowe oraz dobrowolne w zależności od tego, czy inicjatorem wykluczenia jest giełda, czy spółka (Macey et al., 2008: 683–713). W pierwszym przypadku władze giełdy dokonują wykluczenia spółki z obrotu, podczas gdy w drugim wycofanie następuje na skutek decyzji podjętej przez władze spółki.

Wykluczenie przymusowe dotyczy sytuacji, gdy podmiot zostaje wycofany z obrotu z powodu naruszenia obowiązujących przepisów. Ponadto przyczynę obligatoryjnego usunięcia z giełdy spółki stanowi jej upadłość oraz likwidacja. Natomiast dobrowolne wycofanie, wskutek decyzji podjętej przez władze spółki, spowodowane jest najczęściej przeniesieniem na rynek regulowany. Proces przymusowego wykluczenia z obrotu jest zainicjowany przez władze giełdy w konsekwencji naruszenia przez emitentów regulacji dotyczących obrotu. Innymi słowy, usunięcie spółki z notowań jest konsekwencją naruszenia zasad dotyczących obrotu, które obowiązują podmioty notowane na giełdzie (Pour i Lasfer, 2013: 4850–4860). Natomiast przymusowy delisting spółki, która nie wypełnia wymogów wynikających z regulaminu obrotu, wynika z rzetelności egzekwowania zasad obrotu przez władze giełdy (Martinez i Serve, 2016: 733–770). Kolejną przyczyną wymaganego przepisami wycofania spółki z obrotu jest upadłość lub likwidacja. Zatem w tej sytuacji wykluczenie z obrotu nie jest spowodowane decyzją władz spółki, mimo iż może być spowodowane pośrednio wynikiem podejmowanych przez nią działań. Przykładem jest wykluczenie spółki, która celowo złożyła wnioski o upadłość.

Przymusowy delisting oznacza koniec obrotu dla wykluczonych podmiotów. Natomiast dobrowolne wycofanie spółki z obrotu może zostać sklasyfikowane na podstawie tego czy spółka kontynuuje działalność poprzez zmianę rynku notowań, czy zaprzestaje funkcjonowania jako spółka publiczna. W związku z powyższym można wyróżnić dobrowolne wycofanie spółki z giełdy bez późniejszego obrotu, jak również z obrotem po zmianie parkietu notowań. Wycofanie spółki z obrotu z własnej woli, bez późniejszego wprowadzenia do notowań na innym rynku, jest związane z transakcją pomiędzy spółką wycofującą się z giełdy a jej udziałowcami. Proces ten może być konsekwencją fuzji. Ten rodzaj delistingu następuje po połączeniu spółki z innym podmiotem. Wówczas staje się ona własnością także inwestorów, którzy nie są zainteresowani publicznym obrotem akcjami spółki (Leuz et al., 2008: 181–208). Ponieważ decyzję podejmuje spółka a nie władze giełdy, które są inicjatorami obligatoryjnego usunięcia z obrotu, stąd ten typ wykluczenia spółki z giełdy jest postrzegany w literaturze jako działanie dobrowolne (DeAngelo et al., 1984: 367–401). Natomiast delisting na skutek zmiany parkietu notowań oznacza, iż spółka może zostać usunięta z alternatywnego systemu obrotu w ramach przeniesienia na główny parkiet, na którym będzie nadal

notowana. Ten typ delistingu stanowi transfer spółki na rynek regulowany i świadczy o jej rozwoju.

W literaturze znajdują się badania dotyczące zarówno dobrowolnego wycofania spółki z notowań (Bessler et al., 2012: 1024–1053), jak również opracowania, które nie różnicują wykluczenia spółki z obrotu według wymienionych przyczyn (Beaver et al., 2007: 341–368; Dewenter et al., 2010: 456–468; Bakke et al., 2012: 183–193).

Wycofanie spółki z giełdy z własnej woli, bez zmiany parkietu notowań, nasuwa pytanie o przesłanki, którymi kierują się podmioty rezygnując z funkcjonowania jako podmiot publiczny. Decyzja o wycofaniu z giełdy jest podejmowana przez zarządzających spółkami w sytuacji, gdy koszty związane z wprowadzeniem do notowań przewyższają korzyści, które wynikają z funkcjonowania jako spółka publiczna (Bharath i Dittmar, 2010: 1771–1818). Po raz pierwszy problem ten został zbadany na próbie włoskich spółek, których kierownictwo jako powód przeprowadzenia oferty publicznej wskazało, porównując z kredytem, obniżenie kosztu pozyskanego finansowania (Pagano et al., 1998: 27–64). Badania dotyczące determinant wprowadzenia akcji przez emitentów na giełdę prowadzili także Bancel i Mittoo (2009: 844–884), którzy dostrzegli, iż do najważniejszych korzyści, których spółki oczekują z notowania należą możliwość pozabankowego pozyskiwania kapitału, wzrost reputacji spółki. Natomiast motywy przyczyniające się wprowadzenia papierów wartościowych do notowań na giełdzie to m.in. finansowanie inwestycji oraz transfer kapitału od nowych akcjonariuszy do dotychczasowych udziałowców (Kim i Weinsbach, 2008: 281–307). Jednakże funkcjonowanie spółki na rynku publicznym determinuje także wzrost kosztów. Oprócz kosztów związanych z przeprowadzeniem IPO, notowane podmioty ponoszą także bieżące opłaty, które wynikają z obecności giełdzie. W konsekwencji jednym z powodów, dla którego spółka ponownie zamierza stać się podmiotem prywatnym jest wyeliminowanie kosztów, których ponoszenie jest niezbędne będąc notowaną na giełdzie (Bessler, 2022). W szczególności, gdy nie jest wymagane dalsze finansowanie (Engelen i in., 2020: 188–217).

Informacje pojawiające się podczas pierwszej oferty publicznej, które mogą przyczyniać się do wycofania spółki z obrotu były przedmiotem analiz m.in. Bhambra i Pettway (2003: 369–397). Dotyczyły one rozmiarów emisji w stosunku do rozmiarów spółki. Wyższa wartość pierwszej oferty publicznej wskazuje, że wskutek napływu kapitału zwiększyła się wartość spółki. Ponadto można znaleźć w literaturze opracowania, które zwracają uwagę na ponadprzeciętny wzrost zysku ze sprzedaży w stosunku do poprzednich lat funkcjonowania spółki przeprowadzającej IPO (Teoh et al., 1998: 1935–1974).

Ball i Shivakumar (2008: 324–349) zauważyli, że zjawiska, które przyczyniają się do możliwości wycofania spółki przeprowadzającej IPO dotyczą: asymetrii informacji, kosztów agencji oraz zjawiska market timing. Bharath i Dittmar

(2010: 1771–1818) zaobserwowali dodatni związek pomiędzy prawdopodobieństwem wycofania podmiotu z giełdy a stopniem asymetrii informacji między emitentami a inwestorami. W obliczu silnej asymetrii informacji, obawy inwestorów, że zainwestowali w akcje niewłaściwego emitenta mogą spowodować niedowartościowanie cen akcji, a w dalszej konsekwencji dobrowolne wycofanie spółki z notowań, jako sposób na zmniejszenie asymetrii informacji.

W literaturze zidentyfikowano gorące okresy aktywności IPO, w których ma miejsce duża liczba IPO oraz zimne, które charakteryzuje niska liczba pierwszych ofert publicznych (Algebaly et al., 2014: 171–190). Spółki posiadające słabe wyniki przeprowadzają IPO w gorących okresach, aby skorzystać z nadmiernego optymizmu inwestorów (Ritter, 1991: 1–27; Loughrana i Ritter, 1995: 23–51). W związku z tym podmioty, które emitują papiery wartościowe w gorących okresach cechuje wyższe prawdopodobieństwo wycofania się z giełdy (Kooli i Meknassi, 2007: 105–119; Yung i in., 2008: 192–208).

Wiele opracowań dotyczy analizy zjawiska niewłaściwego oszacowania ceny emisyjnej podczas pierwszej oferty publicznej emitentów z rynków regulowanych. Autorzy wskazują, że zazwyczaj podczas IPO akcje są niedowartościowane (Baron, 1982: 955–976; Levis, 1990: 76–89; Ritter, 1987: 269–282).

Na polskim rynku także przeważają badania dotyczące niewłaściwego oszacowania emisyjnej akcji na rynku regulowanym. Briston i Jelic (2003: 457–484) wykazali niedowartościowanie (*Underpricing*) na poziomie 27,4% dla IPO z okresu 1991–1999. Obserwacje dla kolejnych lat wskazują niższy poziom niedoszacowania. Średnie niedowartościowanie dla pierwszych ofert publicznych przeprowadzonych w latach 2005–2009 zostało oszacowane na poziomie 15,7% (Cornanic i Novak, 2013: 307–335).

Zjawisko IPO *Underpricing* na rynku NewConnect zostało potwierdzone w badaniach m.in. Frydrych (2022: 77–92), Fijałkowskiej i in. (2013: 267–276) oraz Zasepy (2013: 285–293). Natomiast w literaturze dotyczącej wykluczenia spółek z rynku NewConnect badania były prowadzone m.in. przez Buszko i Kołosowską (2013: 492–502) oraz Zygmantowskiego (2015: 109–126), którzy wnioskują, iż zmiana rynku notowań korzystnie wpływa na wzrost płynności akcji. Przy czym maksymalizacja wartości i utrzymanie płynności są głównymi celami funkcjonowania przedsiębiorstwa (Bolek i in., 2021: 7–24).

Wykluczenie z obrotu, obok zawieszenia, upomnienia oraz kary finansowej stanowi sankcję, którą otrzymywały spółki od za nieprzestrzeganie przepisów Regulaminu ASO (Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu, §12). Średnia liczba dni od nałożenia kary finansowej przez organizatora ASO do wykluczenia spółki z obrotu na rynku NewConnect wynosiła 259 dni (Frydrych, 2021: 456–469).

Frydrych (2021: 161–178) podkreśla, iż dominuje udział wykluczonych spółek, których debiuty zostały odnotowane w pierwszych pięciu latach funkcyjono-

wania rynku NewConnect. Wśród przyczyn delistingu spółek z rynku NewConnect wymienia bezpieczeństwo obrotu, przeniesienie na Główny Rynek GPW oraz upadłość likwidacyjną. Przy czym, ponad 80% spółek, które zmieniły parkiet notowań nie została wykluczona w kolejnych latach z obrotu na Głównym Rynku GPW. Według Mosionek-Szwedy (2013: 148–149) debiut spółki w ASO należy postrzegać jako korzyść, gdyż przyczynia się do transferu spółki z NewConnect na rynek regulowany, jednak jest także związany z kosztami dotyczącymi debiutu oraz obecności spółki na Głównym Rynku GPW. Chociaż w przeprowadzonym badaniu ankietowym przez Sliwińskiego i Woźniak (2021: 151–167) większość spółek ocenia już koszty funkcjonowania na rynku NewConnect za zbyt wysokie.

## **2. MATERIAŁ I METODYKA BADAŃ**

Autor dokonał analizy liczby debiutów oraz wykluczeń spółek z NewConnect w latach 2007–2020. Ponadto sprawdzono przyczyny wykluczenia podmiotów, w zależności od kształtowania się ceny emisyjnej w porównaniu z ceną w dniu debiutu.

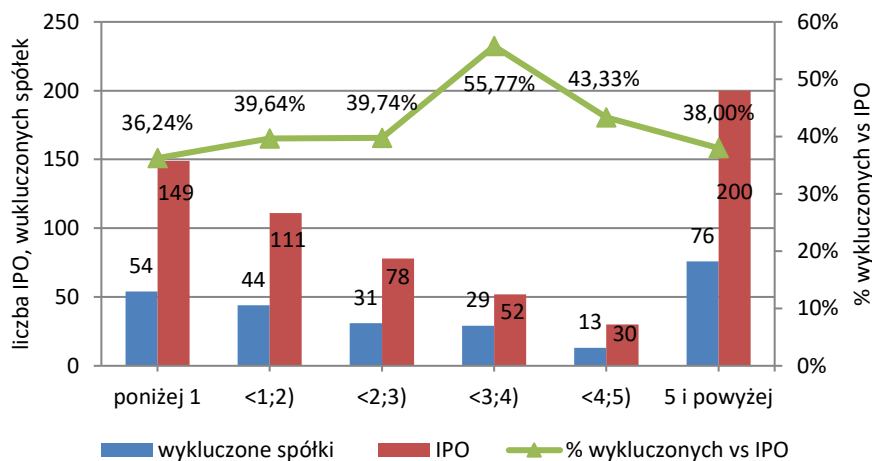
Mając na uwadze powyższe, zbadano przyczyny wykluczenia spółek z NewConnect, których pierwsza oferta publiczna była przewartościowana, jak również niedowartościowana. Analizę przeprowadzono według przyjętego przez Autora kryterium tj. ceny emisyjnej akcji. Ponadto zastosowano przedziały co 1 zł, zwracając uwagę na tzw. spółki „groszowe”, tj. o cenie emisyjnej akcji poniżej 1 zł, jak również na podmioty, których papiery wartościowe debiutowały z ceną 5 zł i powyżej (tj. spółki, których cena emisyjna akcji była zbliżona do równowartości 1 EUR). W badaniu wykorzystano dane pochodzące z roczników giełdowych GPW oraz dane dotyczące statystyk z rynku NewConnect. W procesie badawczym autor wykorzystał, oprócz analizy literatury i aktów prawnych, metodę obserwacji, analizę danych źródłowych oraz metodę dedukcji.

## **3. WYNIKI BADAŃ**

W latach 2007–2020 z obrotu na NewConnect wycofano 247 spółki, co stanowi to 38,83% spółek, których papiery wartościowe zostały wprowadzone na ten rynek.

Udział wykluczonych podmiotów z obrotu na rynku zorganizowanym przez GPW w formule ASO został zaprezentowany na wykresie 2. Największy odsetek, tj. 55,77%, wycofanych spółek, w odniesieniu do liczby przeprowadzonych IPO, posiadało cenę emisyjną papierów wartościowych z przedziału <3;4), podczas gdy najniższy tj. 36,24% tzw. spółki groszowe. Biorąc pod uwagę cenę emisyjną akcji 5zł i powyżej, gdzie odnotowano największą liczbę pierwszych ofert publicznych, należy stwierdzić, iż co trzecia spółka została wykluczona z NewConnect.



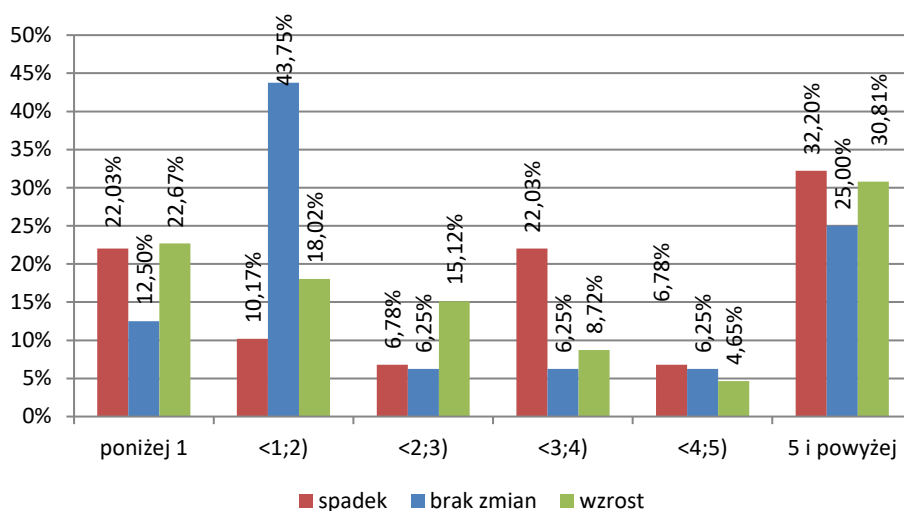


Wykres 2. Liczba IPO, wykluczonych spółek z NewConnect (w szt., w zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników Giełdowych (www1).

Wyniki badań dotyczące zmiany ceny akcji podczas IPO według wysokości ceny emisyjnej zostały przedstawione na wykresie 3. Spośród wykluczonych 59 podmiotów, których cena emisyjna podczas pierwszej oferty publicznej była wyższa niż na koniec dnia debiutu, największy udział stanowią spółki z ceną emisyjną akcji 5 zł i powyżej. Natomiast wśród 172 wykluczonych spółek, które odnotowały wzrost ceny akcji na koniec dnia debiutu porównując z ceną emisyjną, również przeważają podmioty, których cena emisyjna papierów wartościowych wynosiła co najmniej 5 zł. Spośród emitentów, których cena papierów wartościowych nie uległa zmianie na koniec dnia debiutu przeważają spółki, których cena emisyjna akcji wynosiła co najmniej 1 zł, lecz poniżej 2 zł. Natomiast wśród akcji, które cechują się najmniejszą zmianą ceny emisyjnej w stosunku do notowań na koniec dnia debiutu, należy wymienić dla przewartościowanych IPO instrumenty finansowe posiadające cenę emisyjną z przedziału <2;3) oraz <4;5). Natomiast dla IPO niedowartościowanego papiery wartościowe, które posiadały cenę emisyjną wynoszącą co najmniej 4 zł, ale poniżej 5 zł. Zatem poziom wycofanych spółek z obrotu, według ceny emisyjnej ich akcji, jest zbliżony dla IPO niedowartościowanego, jak również przewartościowanego.





Wykres 3. Zmiana ceny akcji w dniu debiutu według wysokości ceny emisyjnej (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników Giełdowych (www1).

W tabeli 1 zamieszczono determinanty wykluczenia spółek w zależności od zmian ceny emisyjnej akcji w stosunku do jej ceny na koniec pierwszego dnia notowań.

Tabela 1. Przyczyny wykluczenia spółek z NewConnect w latach 2007–2020 (w szt.) według zmiany ceny akcji w dniu debiutu

Przyczyna wykluczenia	Zmiana ceny akcji w dniu debiutu		
	spadek	brak zmian	wzrost
Przeniesienie na Główny Rynek GPW	22	5	44
Bezpieczeństwo obrotu	12	6	47
Upadłość likwidacyjna	11	1	43
Zniesienie dematerializacji akcji	5	1	18
Nieprzestrzeganie zasad obrotu	2	2	6
Fuzja	4	0	4
Decyzja KNF	1	1	7
Na wniosek emitenta	2	0	3

Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników Giełdowych (www1).

Spółki, które dotyczy zjawisko niedowartościowania pierwszej oferty publicznej, stanowią 69,64% w podmiotach wycofanych z obrotu na NewConnect. Natomiast akcje 23,89% wycofanych podmiotów w latach 2007–2020 były przewartościowane. Najczęściej przyczyną wykluczenia spółek z NewConnect jest przeniesienie na Główny Rynek GPW, bezpieczeństwo obrotu oraz upadłość likwidacyjna. W przypadku każdej przyczyny wykluczenia, oprócz fuzji, dominują spółki, których pierwsza oferta publiczna była niedowartościowana.

W tabeli 2 zaprezentowano udział notowanych oraz wycofanych spółek z obrotu według podziału przyczyn, który został zaproponowany przez Macey et al. (2008: 683–713). Wyniki przedstawiono według zmiany ceny zamknięcia w pierwszym dniu notowań akcji w odniesieniu do ceny emisyjnej.

Tabela 2. Notowane oraz wycofane spółki z NewConnect według zmiany ceny akcji w dniu debiutu (w %)

Zmiana ceny akcji w dniu debiutu spółki na NewConnect	Notowana	Wycofana	
		dobrowolnie	przymusowo
Spadek	59,86	22,45	17,69
Brak zmian	69,81	11,32	18,87
Wzrost	59,05	16,43	24,52

Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników Giełdowych (www1).

Spośród podmiotów, których pierwsza oferta publiczna była właściwie wyceniona, najwyższy, tj. 69,81%, jest udział spółek, które nie zostały wycofane z obrotu. Natomiast udział notowanych spółek, których cena emisyjna na koniec dnia debiutu była niższa oraz podmiotów, których akcje były niedowartościowane jest zbliżony i wynosi odpowiednio 59,86% oraz 59,05%. Ponadto analizując przewartościowane IPO, to w tej grupie emitentów dobrowolne przyczyny wycofania stanowią udział 22,45%. Natomiast wśród niedowartościowanych IPO przeważa udział przymusowo wykluczonych podmiotów, który wynosi 24,52%. Warto zaznaczyć, że zarówno dla spółek niedowartościowanych i przewartościowanych łączny udział wykluczeń dobrowolnych i przymusowych jest zbliżony.

Następnie zweryfikowano liczbę spółek, w podziale na przyczyny wykluczenia dobrowolne i przymusowe, wykluczonych z NewConnect według zmiany ceny akcji w dnia debiutu. Analiza została przeprowadzona według ceny emisyjnej (tabela 3).

Tabela 3. Przyczyny wykluczenia spółek z NewConnect według zmiany ceny akcji w dniu debiutu a cena ich emisyjna (w szt.)

Cena emisyjna	Przyczyny wykluczenia spółki z NewConnect					
	dobrowolne			przymusowe		
	spadek	brak zmian	wzrost	spadek	brak zmian	wzrost
Poniżej 1	6	.	10	7	2	29
<1;2)	2	4	10	4	3	21
<2;3)	2	.	14	2	1	12
<3;4)	7	.	3	6	1	12
<4;5)	4	.	2	.	1	6
5 i powyżej	12	2	30	7	2	23

Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników Giełdowych (www1).

Biorąc pod uwagę przyczyny usunięcia spółek z rynku NewConnect to 56,28% podmiotów zostało wykluczonych przymusowo przez organizatora ASO. Wśród spółek wycofanych dobrowolnie z rynku NewConnect w latach 2007–2020 przeważały podmioty, których akcje były niedowartościowane w dniu debiutu. Przy czym, w tej grupie 43,47% papierów wartościowych posiadało cenę emisyjną wynoszącą 5 zł i więcej.

Rozważając przymusowe przyczyny wykluczenia spółki z rynku NewConnect przeważają podmioty, których papiery wartościowe posiadały cenę emisyjną poniżej 1 zł – 27,33%. Wśród spółek „groszowych” główny powód delistingu to przymusowe wykluczenie z NewConnect, wynikające m.in. z naruszenia zasad bezpieczeństwa obrotu oraz upadłość likwidacyjna. Udział spółek przymusowo wykluczonych z obrotu, które wyemitowały akcje o cenie emisyjnej 5 zł i powyżej jest zbliżony, tj. 23,02%. Warto podkreślić, iż w przypadku spółek obligatoryjnie wykluczonych z NewConnect, dla każdego przedziału ceny emisyjnej, dominują podmioty, których papiery wartościowe były niedowartościowane w dniu debiutu.

## PODSUMOWANIE

Celem opracowania była analiza ceny emisyjnej w stosunku do ceny akcji na koniec pierwszego dnia notowania wobec przyczyn wykluczenia spółek z rynku NewConnect w latach 2007–2020. W wyniku przeprowadzonych badań stwierdzono, że 39,84% spółek, które zadebiutowały na rynku NewConnect w latach 2007–2020, zostało wykluczonych z obrotu. Ponadto 69,64% spółek, które zostały wykluczone z obrotu na NewConnect, w dniu debiutu odnotowało wzrost

ceny akcji w stosunku do ich ceny emisyjnej. Dotyczy to zarówno przewartościowania, jak i niedowartościowania IPO. Badania prowadzone przez Frydrych (2022: 77–92), Fijałkowską i in. (2013: 267–276) oraz Zasępe (2013: 285–293) także potwierdzają zjawisko niedowartościowania pierwszej oferty publicznej na rynku NewConnect.

Na podstawie otrzymanych wyników zweryfikowano pozytywnie przyjętą hipotezę. Spółki, których cena emisyjna akcji nie została właściwie oszacowana, były częściej wycofywane z NewConnect w stosunku do podmiotów, których cena papierów wartościowych w dniu debiutu nie uległa zmianie. Jednakże poziom wycofanych spółek, których pierwsza oferta publiczna była przewartościowana oraz niedowartościowana, jest zbliżony.

Badanie dowodzi, że wśród przewartościowanych IPO przeważa udział dobrowolnych przyczyn wycofania, podczas gdy wśród niedowartościowanych jest wyższy udział przymusowo wykluczonych podmiotów. Natomiast wysokość ceny emisyjnej, według przyjętych w badaniu przedziałów, nie stanowi przesłanki wycofania spółek z rynku NewConnect.

W literaturze przedmiotu rzadko można znaleźć opracowania dotyczące relacji pomiędzy rynkową wyceną w dniu debiutu spółki a jej przesłankami wycofania z notowań w alternatywnym systemie obrotu. Relacja ceny zamknięcia pierwszego dnia notowań akcji do ceny emisyjnej nie może zostać uznana za rozstrzygający wyznacznik analizy przyczyn wykluczenia spółek z obrotu. Jednakże podobne badania powinny zostać prowadzone także dla rynku regulowanego, jak również dla innych przedziałów ceny emisyjnej.

## BIBLIOGRAFIA

- Algebaly, E.-A. M., Ibrahim, Y. and Ahmad-Zaluki, N.A. (2014). The determinants of involuntary delisting rate in the Egyptian stock market. *Review of Accounting and Finance*, 13(2). <https://doi.org/10.1108/RAF-04-2012-0035>.
- Bakke, T.-E., Jens, C. and Whited, T. (2012). The real effects of delisting: Evidence from a regression discontinuity design. *Finance Research Letters*, 9(4). <https://doi.org/10.1016/j.frl.2012.08.002>.
- Ball, R. and Shivakumar, L. (2008). Earnings quality at initial public offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2–3). <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.12.001>.
- Bancel, F. and Mittoo, U.R. (2009). Why do European firms go public? *European Financial Management*, 15. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2009.00501.x>.
- Baron, D.P. (1982). A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution, Services for New Issues. *Journal of Finance*, 37. <https://doi.org/10.2307/2327760>.
- Beaver, W., McNichols, M. and Price, R. (2007). Delisting returns and their effect on accounting based market anomalies. *Journal of Accounting and Economics*, 43(2). <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2412547>.

- Bessler, W., Kaen, F., Kurmann, P. and Zimmermann, J. (2012). The listing and delisting of German firms on NYSE and NASDAQ: Were there any benefits? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 22(4). <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2012.01.001>.
- Bessler, W., Beyenbach, J., Rapp, M.S. and Vondrasco, M. (2022). Why do firms down-list or exit from securities markets? *Review of Managerial Science*, Working paper. <https://doi.org/10.1007/s11846-022-00554-4>.
- Bharath, S.T., Dittmar, A.K. (2010). Why do firms use private equity to opt out of public markets? *Review of Financial Studies*, 23. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq016>.
- Bhabra, H. and Pettway, R. (2003). IPO prospectus information and subsequent performance. *Financial Review*, 38(3). <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00051>.
- Bolek, M., Pluskota, A. and Wolski, R. (2021). Liquidity – Profitability Trade-Off on the Example of Companies Listed on Main and Alternative New Connect Markets on Warsaw Stock Exchange. *Finanse i Prawo Finansowe*, 4(28). <https://doi.org/10.18778/2391-6478.4.28.02>.
- Briston, R. and Jelic, R. (2003). Privatisation Initial Public Offerings: The Polish Experience. *European Financial Management*, 9(4). <https://doi.org/10.1111/1468-036X.00232>.
- Buszko, M. and Kołowska, B. (2013). Przechodzenie spółek z alternatywnego systemu obrotu NewConnect na rynek regulowany GPW – cele, uwarunkowania, efekty. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Ekonomiczne Problemy Usług*, 102.
- Clyde, P., Schultz, P. and Zaman, M. (1997). Trading Costs and Exchange Delisting: The Case of Firms That Voluntarily Move from the American Stock Exchange to the Nasdaq. *The Journal of Finance*, 52(5). <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02753.x>.
- Cornanic, A. and Novak, J. (2015). Signaling by Underpricing the Initial Public Offerings of Primary Listings in an Emerging Market. *Czech Journal of Economics and Finance*, 65(4).
- DeAngelo, H., DeAngelo, A. and Rice, E. (1984). Going private: minority freeze outs and stockholder wealth. *Journal of Law and Economics*, 27.
- Dewenter, K., Kim, C.-S. and Novaes, W. (2010). Anatomy of a regulatory race to the top: Changes in delisting rules at Korea's two stock exchanges, 1999–2002. *Journal of Corporate Finance*, 16(4).
- Engelen, P.-J., Meoli, M., Signori, A. and Vismara, S. (2020). The effects of stricter regulation on the going public decision of small and knowledge-intensive firms. *Journal Business Finance & Accounting*, 47. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12417>.
- Fijałkowska, D., Muszyński, M. and Pauka, M. (2013). Zjawisko undeprecingu na rynku NewConnect. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia*, 766(62).
- Frydrych, S. (2021). Przyczyny wykluczenia spółek z rynku NewConnect. *Studia Prawno-Ekonomiczne*, CXX. <https://doi.org/10.26485/SPE/2021/120/9>.
- Frydrych, S. (2021). Sanctions as a Mechanism Disciplining Issuers on the NewConnect Market. *European Research Studies Journal*, XXIV(3B). <https://doi.org/10.35808/ersj/2475>.

- Frydrych, S. (2022). IPO Underpricing a wysokość ceny emisyjnej na rynku NewConnect. *Studia Prawno-Ekonomiczne*, CXXIII. <https://doi.org/10.26485/SPE/2022/123/5>.
- Kim, W. and Weisbach, M.S. (2008). Motivations for public equity offers: An international perspective. *Journal of Financial Economics*, 87.
- Kooli, M. and Mekkassi, S. (2007). The survival of US IPO issuers: 1985–2005. *Journal of Wealth Management*, 10(2).
- Leuz, C., Triantis, A. and Wang, T.Y. (2008). Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations. *Journal of Accounting & Economics*, 45.
- Levis, M. (1990). The Winner's Curse Problem, Interest Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Economic Journal*, 100.
- Loughran, T. and Ritter, J.R. (1995). The new issues puzzle. *Journal of Finance*, 50(1). <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05166.x>.
- Macey, J., O'Hara, M. and Pompilio, D. (2008). Down and out in the stock market: the law and economics of the delisting proces. *Journal of Law and Economics*, 51(4). <https://dx.doi.org/10.1086/593386>.
- Martinez, I. and Serve, S. (2016). Reasons for delisting and consequences: A literature review and research agenda. *Journal of Economic Surveys*, 31(3). <https://doi.org/10.1111/joes.12170>.
- Mosionek-Schweda, M. (2013). Koszty i korzyści transferu spółki z NewConnect na rynek regulowany GPW SA. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 736.
- Pagano, M., Panetta, F. and Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *Journal of Finance*, 53. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.25448>.
- Pour, E.K. and Lasfer, M. (2013). Why do companies delist voluntarily from the stock market? *Journal of Banking and Finance*, 37(12), <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.08.022>.
- Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu, wraz z załącznikami, w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 147/2007 Zarządu Giełdy z dnia 1 marca 2007 r., z późn. zm.
- Ritter, J.R. (1987). The Costs of Going Public. *Journal of Financial Economics*, 19.
- Ritter, J.R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 46(1). <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x>.
- Sanger, G. and Peterson, J. (1990). An empirical analysis of common stock delistings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(2). <https://doi.org/10.2307/2330828>.
- Śliwiński, P. and Woźniak, S. (2021). Koszty obecności spółki na rynku NewConnect i ich postrzeganie przez emitentów. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 83(4). <https://doi.org/10.14746/rpeis.2021.83.4.11>.
- Teoh, S.H., Welch, I. and Wong, T.J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 53(6). <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00079>.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych Dz.U. 2005, nr 184, poz. 1539.

- You, L., Parhizgari, A. and Srivastava, S. (2012). Cross-listing and subsequent delisting in foreign markets. *Journal of Empirical Finance*, 19(2), <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2011.11.005>.
- Yung, C., Çolak, G. and Wang, W. (2008). Cycles in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 89(1). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.972429>.
- Zasępa, P. (2013). Wpływ ceny nominalnej akcji na niedowartościowanie pierwszej oferty publicznej na rynku NewConnect. *Prace Naukowe Akademii im. Jana Długosza w Częstochowie. Pragmatates Oikonomias*, 7.
- Zygmantowski, P. (2015). Wpływ zmiany rynku notowań na spółki publiczne w Polsce. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH*, 144. (www1) [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl) [dostęp 02.12.2021].

Zakończenie recenzji/ End of review: 24.10.2022

Przyjęto/Accepted: 13.11.2022

Opublikowano/Published: 23.11.2022.