

ADRIAN WOŁOSZYN¹

Uniwersytet Szczeciński

**WPLYW REPUTACJI AUTORYZOWANEGO DORADCY
NA NIEDOWARTOŚCIOWANIE SPÓŁEK
ZACHODNIEJ CZĘŚCI POLSKI
DEBIUTUJĄCYCH NA RYNKU NEW CONNECT**

Streszczenie

W artykule opisano, na czym polega efekt niedowartościowania IPO oraz czym są „pieniądze pozostawione na stole”. Przedstawiono średni efekt niedowartościowania w różnych państwach świata, teorię Rocka, a także koncepcje oparte na reputacji, które próbują wyjaśnić przyczyny powstania efektu niedowartościowania IPO. W artykule scharakteryzowano rynek New Connect w zachodniej części Polski. Zmierzone również efekt niedowartościowania dla spółek wprowadzonych przez poszczególnych autoryzowanych doradców. Na rynku New Connect efekt ten jest wyższy w przypadku spółek wprowadzonych przez autoryzowanych doradców o wyższym prestiżu.

Słowa kluczowe: efekt niedowartościowania, akcje, pierwsza oferta publiczna, rynek pierwotny, rynek kapitałowy, New Connect

1. Niedowartościowanie i pieniądze pozostawione na stole

Z roku na rok w Polsce coraz więcej firm wchodzi na giełdę, oferując swoje akcje w ofercie publicznej. W roku 2009 grupa PGE SA zadebiutowała na Giełdzie

¹ Autor artykułu jest stypendystą w ramach Poddziałania 8.2.2 „Regionalne Strategie Innowacji”, Działania 8.2 „Transfer wiedzy”, Priorytetu VIII „Regionalne Kadry Gospodarki” Programu Operacyjnego Kapitał Ludzki, współfinansowanego ze środków Unii Europejskiej w ramach Europejskiego Funduszu Społecznego oraz z budżetu państwa i Województwa Lubuskiego.

Papierów Wartościowych w Warszawie, pozyskując 1,4 mld euro, był to największy debiut w Europie pod względem pozyskanych środków. W 2009 roku giełda w Polsce była również liderem pod względem liczby debiutów, aż 38 spółek zdecydowało się na pozyskanie środków poprzez debiut na giełdzie. Liczba spółek debiutujących w Polsce stanowiła 30% spółek debiutujących w całej Europie, a pozyskany kapitał na kwotę 1,6 mld euro stanowił 22,5% kapitału, jaki pozyskały spółki debiutujące na europejskich parkietach. W roku 2010 oferta sprzedaży akcji PZU SA za kwotę blisko 2 mld euro stanowiła drugą największą ofertę w Europie. Większe pieniądze na rozwój działalności pozyskała jedynie włoska firma Enel Green Power, około 2,2 mld euro. W tym roku na giełdzie w Polsce zadebiutowało 112 spółek, z czego aż 86 na rynku New Connect. Debiuty w Polsce stanowiły 29,5% wszystkich debiutów w Europie. Pozyskany kapitał w wysokości 3,8 mld euro stanowił blisko 15% kapitału, jaki pozyskały spółki debiutujące na europejskich parkietach².

Zarówno w przypadku PGE SA, jak i PZU SA cena emisyjna była niższa niż cena, jaką akcje spółki osiągnęły na zamknięciu sesji w pierwszym dniu ich notowań. W przypadku PZU SA cena na zamknięciu sesji była 15,2% wyższa od ceny emisyjnej, a w przypadku PGE SA 13%. W obu przypadkach wystąpił efekt niedowartościowania IPO. Efekt ten ma miejsce, kiedy cena emisyjna debiutującej spółki jest niższa od ceny jej debiutu mierzonej w pierwszym dniu na zamknięciu sesji³. Niedowartościowanie występuje na większości rynków na świecie. Efekt niedowartościowania w zależności od kraju został przedstawiony w tabeli 1.

Tabela 1

Średni efekt niedowartościowania na światowych giełdach

Kraj	Średnie niedowartościowanie (%)	Lata
1	2	3
Argentyna	4,40	1991–1994
Australia	19,80	1976–2006
Austria	6,30	1984–2002
Belgia	14,60	1984–1999
Brazylia	48,70	1979–2006
Chiny	164,50	1990–2005
Dania	5,40	1984–1998

² PWC. *IPO Watch Europe Review of 2010*, PWC 2010.

³ J. Ritter, *The „Hot Issue” Market of 1980*, „The Journal of Business” 1984, IV, Vol. 57, No. 2, s. 215–240.

1	2	3
Egipt	8,40	1990–2000
Finlandia	9,60	1983–1992
Finlandia	10,10	1984–1997
Francja	4,20	1983–1992
Francja	11,60	1983–2000
Grecja	48,50	1987–1991
Grecja	49,00	1987–2002
Hiszpania	35,00	1985–1990
Hiszpania	10,70	1986–1998
Holandia	7,20	1982–1991
Holandia	10,20	1979–1999
Hong Kong	15,90	1980–2006
Indie	92,70	1990–2007
Iran	22,40	1991–2004
Japonia	40,10	1970–2008
Malezja	69,9	1980–2006
Niemcy	11,10	1978–1992
Niemcy	27,70	1978–1999
Nigeria	12,70	1989–2006
Norwegia	12,50	1984–1996
Polska	27,40	1991–1998
Portugalia	54,40	1986–1987
Portugalia	10,60	1992–1998
Rosja	4,20	1999–2006
RPA	18,00	1980–2007
Stany Zjednoczone	16,90	1960–2008
Szwajcaria	35,80	1983–1989
Szwajcaria	34,90	1983–2000
Szwecja	39,00	1970–1991
Szwecja	30,50	1980–1998
Turcja	10,60	1990–2008
Wielka Brytania	12,00	1959–1990

Źródło: T. Loughran, J. Ritter, K. Rydqvist, *Initial Public Offerings: International Insights*. „Pacific-Basin Finance Journal” 1994, Vol. 2, s. 165–199.

Badania przeprowadzone w USA obejmują 12028 debiutujących spółek. Średnie niedowartościowanie w USA wynosi 16,9%. Średnie niedowartościowanie w Polsce mierzone w latach 1991–1998 wyniosło aż 27,4%.

Różnica w wycenie między ceną debiutu a ceną emisyjną akcji pomnożona przez liczbę sprzedawanych akcji jest nazywana pieniędzmi pozostawianymi

na stole – *Money left on the table*⁴. Pieniądze te są klasyfikowane jako utracone korzyści spółki. W USA spółka za sprzedaż swoich akcji mogłaby otrzymać średnio o 16,9% więcej pieniędzy na rozwój działalności, gdyby akcje były sprzedawane po cenie zamknięcia z pierwszego dnia debiutu, a nie po cenie emisyjnej. Pieniądze te przez niektórych naukowców są nazywane również kosztem pośrednim wejścia na giełdę⁵. W przypadku dwóch największych debiutów w Polsce pośredni koszt wejścia na giełdę dla PZU SA wyniósł 1,226 mld zł, a dla PGE SA 0,775 mld zł.

2. Czynniki reputacji a wielkość niedowartościowania

Rozwiązanie problemu niedowartościowania pozwoliłoby spółkom pozyskiwać więcej pieniędzy za tę samą liczbę emitowanych akcji, wówczas proces wejścia na giełdę byłby dla spółek efektywniejszy. Można zauważyć, że wraz z rozwojem rynku spada średnie niedowartościowanie, pomiar niedowartościowania debiutujących spółek w późniejszych latach jest na ogół niższy. Również rozwinięte rynki w Europie oraz USA cechują się niższym niedowartościowaniem niż rozwijające się rynki Chin, Indii czy Malezji. Naukowcy próbowali wyjaśnić przyczyny powstania efektu niedowartościowania. Pojawiło się wiele koncepcji wyjaśnienia przyczyn, które mogą mieć wpływ na wielkość niedowartościowania. Najbardziej znaną teorią jest teoria „przekleństwa zwycięzcy” (*The winner's curse*)⁶. Zakłada istnienie dwóch grup inwestorów: poinformowanych oraz niepoinformowanych. Każdy inwestor zainwestuje w akcje, gdy cena będzie niższa od wartości spółki. Natomiast w przypadku, gdy cena będzie wyższa od wartości spółki, zainwestują tylko inwestorzy niepoinformowani, a to oznacza, że akcje takiej spółki powinny zadebiutować z ujemną stopą zwrotu w pierwszym dniu. Według teorii Rocka niepoinformowani inwestorzy wiedzą o takiej zależności i dlatego zakupią akcje tylko wtedy, gdy oczekiwany zwrot z akcji nie będzie ujemny, czyli kiedy przeciętnie emitenci będą zaniżać cenę emitowanych akcji. Teoria Rocka należy do grupy wyjaśnień przyczyn efektu niedowartościowania opierającej się na asymetrii informacji, gdzie zakłada się istnienie dwóch stron

⁴ Tamże.

⁵ T. Loughran, J.R. Ritter, *Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?*, „The Review of Financial Studies” 2002, No. 15 (2).

⁶ K. Rock, *Why new issues are underpriced*, Unpublished Ph.D. dissertation, University of Chicago, Chicago 1982.

lepiej poinformowanej – agenta oraz gorzej poinformowanej – pryncypała. Wśród teorii wyjaśniających niedowartościowanie można wyodrębnić grupy teorii związanych z asymetrią informacji, własnością i kontrolą, wyjaśnieniami instytucjonalnymi, finansami behawioralnymi, reputacją oraz pozostałe teorie.

Reputacja instytucji wprowadzających spółkę na giełdę, ma wpływ na zjawisko niedowartościowania⁷. Debiutujące spółki poprzez wybór gwarantów o wysokim prestiżu dają gwarancję inwestorom, że proces sprzedaży akcji zostanie przeprowadzony poprawnie, a cena za akcje będzie bliska wartości godziwej firmy. Również reputacja audytora ma wpływ na niedowartościowanie debiutującej spółki. W roku 1982 Dopuch oraz Simunic stwierdzili, że to właśnie zadaniem audytorów jest sygnalizowanie uczciwości zarządu oraz niwelowanie asymetrii informacji pomiędzy inwestorami a zarządem spółki, który jest skłonny ukryć informacje źle wpływające na wartość spółki postrzeganą przez przyszłych akcjonariuszy⁸. Audytorzy i gwaranci emisji o wysokim prestiżu nie będą zainteresowani podjęciem emisji ryzykownej firmy, ponieważ ewentualne niepowodzenie naruszyłoby ich prestiż. Gwaranci o wysokiej reputacji wolą wprowadzać duże firmy o niższym ryzyku i ustalić cenę, która będzie odpowiadała godziwej wartości firmy. Natomiast od spółek ryzykownych mogą żądać wysokiej premii za wprowadzenie ich na giełdę. W związku z tym małe ryzykowne firmy będą bardziej skłonne wybierać gwarantów i audytorów o niższej reputacji. W myśl takich założeń im wyższa reputacja audytora oraz gwaranta, tym mniejsze ryzyko wprowadzanych spółek i tym niższe ich niedowartościowanie. W 1986 roku rozwinęto hipotezę certyfikacji, która zakłada, że gwaranci odgrywają ogromną rolę w redukowaniu przyszłej niepewności związanej z emitentem, a wszystkie negatywne informacje są odzwierciedlone w cenie spółki. Gwaranci, kładąc na szalę swoją reputację, dają znak inwestorom, że cena wprowadzanej przez nich firmy nie jest przewartościowana⁹. W 1989 roku przeprowadzono badania wspierające hipotezę, że jeżeli audyt został przeprowadzony przez firmę o wysokiej reputacji, to efekt niedowartościowania będzie niższy niż w przypadku przeprowadzenia audytu przez audytora o niskiej reputacji. Do określenia reputacji audytora została

⁷ D. Louge, *On the Pricing of Unseasoned Equity Issues 1965–1969*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1973, No. 8.

⁸ O.S. Persons, *Explanations for voluntary auditor changes among qualified – opinion firms*, „The Southern Business and Economic Journal” 1993.

⁹ J.R. Booth, R.L. Smith, *Capital raising, underwriting and the certification hypothesis*, „Journal of Financial Economics” 1986, Vol. 15.

użyta jego wielkość¹⁰. Dwa lata później Taylor sklasyfikował prestiż asekurantów w zależności od trzech cech. Instytucja cieszy się wysokim prestiżem, jeżeli jest w większości własnością banku, jest firmą krajową, jest jedną z sześciu największych firm pod względem udziału w rynku¹¹.

3. Rynek New Connect w zachodniej części Polski

W 2007 roku w Polsce powstał rynek New Connect – przeznaczony dla małych, innowacyjnych spółek o dużym ryzyku, dla których pozyskanie kapitału z Giełdy Papierów Wartościowych byłoby zbyt kosztowne. W przypadku debiutu na rynku New Connect spółki pozyskują najczęściej do 20 mln zł. Duża liczba debiutów na tym rynku uplasowała polską giełdę w czołówce giełd europejskich pod względem liczby debiutujących spółek. Na rynku New Connect sprzedaż akcji spółki odbywa się głównie poprzez emisję prywatną skierowaną do mniej niż 100 osób. Jednak takie emisje są również traktowane przez firmy zajmujące się rynkiem pierwotnym jako IPO¹².

Debiut na rynku New Connect nie wymaga sporządzenia prospektu emisyjnego, a jedynie memorandum informacyjnego. Dodatkowo za pomoc w dostosowaniu spółki do wymogów stawianych przez rynek jest odpowiedzialny autoryzowany doradca New Connect. Jest odpowiedzialny również za przygotowanie harmonogramu przeprowadzenia oferty, określenie struktury oferty, nadzór nad procesem emisji akcji, prezentację spółki inwestorom, koordynację całości procesu wypełnianie przez spółkę obowiązków informacyjnych, przestrzeganie regulacji giełdowych, jak również tworzenie i utrzymywanie odpowiednich relacji inwestorskich. Jak można zauważyć, każdy udany debiut spółki jest również sukcesem autoryzowanego doradcy i zwiększa jego reputację. Emitenci mogą korzystać z dowolnie wybranego autoryzowanego doradcy¹³.

Autoryzowany doradca na rynku New Connect, tak samo jak gwarant i audytor na GPW, jest współodpowiedzialny za debiut spółki. W związku z tym reputacja

¹⁰ R.P. Beatty, *Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings*, „The Accounting Review” 1989, Vol. 64, No. 4.

¹¹ P. Lee, D.S., *The Association between Audit Quality, Accounting Disclosures and Firm-Specific Risk: Evidence from the Australian IPO Market*, Working Papers 1999.

¹² PWC. *IPO Watch Europe Review of 2010...*

¹³ A. Solecka, *Jaka jest rola autoryzowanego doradcy?*, www.money.pl (25.03.2012).

audytora może być czynnikiem decydującym o stopie zwrotu z debiutującej spółki w pierwszym dniu, przy czym im wyższa reputacja danego audytora, tym niższa powinna być stopa zwrotu w pierwszym dniu notowań z akcji debiutującej spółki.

W Polsce pod koniec roku 2011 przeprowadzono ranking autoryzowanych doradców, a o pozycji autoryzowanego doradcy decydowała jakość wprowadzonych spółek. Mierząc jakość wprowadzonych spółek oparto się na: zyskach/stratach inwestorów na debiucie; co dzieje się z notowaniami po sześciu miesiącach od pojawienia się spółki na rynku; czy doszło do gwałtownego załamania kursu; czy rosły przychody, zysk operacyjny; czy spółki osiągnęły zysk netto w ostatnich czterech kwartałach¹⁴. W rankingu maksymalnie można było osiągnąć 70 punktów. Wśród dwunastu sklasyfikowanych autoryzowanych doradców sześciu osiągnęło wynik powyżej 35 punktów, z czego InvestCon Group, Capital One Adviser, Corvus Corporate Finance i Bank DnB Nord brały udział w emisjach spółek z zachodniej części Polski.

Wśród województw z zachodniej części Polski rynek New Connect najbardziej rozwinięty jest w województwie dolnośląskim, charakterystykę wybranych województw w świetle rynku New Connect przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2

Charakterystyka wybranych województw w świetle rynku New Connect

Wyszczególnienie	Lubuskie	Zachodniopomorskie	Dolnośląskie
Liczba zarejestrowanych autoryzowanych doradców z danego województwa	0	1	13
Liczba aktywnych autoryzowanych doradców wprowadzających spółki z danego województwa	4	2	14
Liczba spółek, które zadebiutowały na New Connect	4	6	47
Efekt niedowartościowania (średnia)*	-3,72%	7,24%	30,93%
Efekt niedowartościowania (mediana)	2,10%	-2,59%	22,65%
Odchylenie standardowe	16,75 pkt proc.	28,45 pkt proc.	43,59 pkt proc.

* Licząc niedowartościowanie na rynku New Connect, z badań wykluczono spółki, które sprzedawały akcje w różnych cenach dla inwestorów indywidualnych oraz inwestorów instytucjonalnych lub w zależności od serii akcji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.newconnect.pl.

¹⁴ T. Józwik, *Najlepsi doradcy z rynku NewConnect*, www.forbes.pl (18.10.2011).

W latach 2007–2011 na rynku New Connect zadebiutowało 369 spółek, z czego 47 w województwie dolnośląskim, 6 w zachodniopomorskim i 4 w lubuskim. Zarówno średnie, jak i przeciętne niedowartościowanie debiutujących spółek było najwyższe w województwie dolnośląskim.

4. Zależność pomiędzy niedowartościowaniem a wyborem autoryzowanego doradcy wśród spółek debiutujących z zachodniej części Polski

Wśród autoryzowanych doradców aktywnych w zachodniej części Polski do największych pod względem liczby wprowadzonych spółek należą Wrocławski Dom Maklerski (dawniej CEE Capital) oraz InvestCon Group SA, które na dzień 26 marca 2012 wprowadziły po 38 spółek. Natomiast w latach 2007–2011 w zachodniej części Polski Wrocławski Dom Maklerski wprowadził 18, a poznański Invest Consulting 9 spółek. Łącznie oba podmioty były odpowiedzialne za 50% emisji spółek z zachodniej części Polski, a średnia natychmiastowa stopa zwrotu wśród spółek wprowadzonych przez tych doradców wyniosła 30,88% i była o 10 punktów procentowych wyższa od średniej dla spółek wprowadzonych przez pozostałych autoryzowanych doradców. Autoryzowani doradcy z górnej części rankingu przeprowadzonego przez Forbes wprowadzili 15 spółek w latach 2007–2011 w zachodniej części Polski, a średnie niedowartościowanie wyniosło 36,44%. W tabeli 3 przedstawiono średnią natychmiastową stopę zwrotu oraz liczbę spółek wprowadzonych przez poszczególnych autoryzowanych doradców z uwzględnieniem tylko spółek, w których cena emisyjna dla każdej serii akcji była taka sama.

Tabela 3

Liczba wprowadzonych spółek oraz średnia natychmiastowa stopa zwrotu z IPO wśród spółek wprowadzonych przez poszczególnych autoryzowanych doradców rynku New Connect

Autoryzowany doradca	Wprowadzone spółki w Polsce do 26 marca 2012	Wprowadzone spółki w zachodniej części Polski w latach 2007–2011	Średnia natychmiastowa stopa zwrotu dla spółek z zachodniej części Polski (%)
1	2	3	4
Bank DnB NORD S.A.	12	2	25,49
BDM	6	1	28,00
Capital One Adviser sp. z o. o.	19	2	45,87
Corvus Corporate Finance sp. z o.o.	8	2	9,72

1	2	3	4
DFI sp. z o. o.	2	1	-4,67
Dom Maklerski WDM SA (dawniej Cee Capital)	38	18	24,96
Doradztwo Ekonomiczne Dariusz Zarzecki	5	5	10,23
EFICOM SA	6	2	59,94
IDM SA	1	1	117,14
InvestCon Group SA	38	9	42,72
IPO Doradztwo Strategiczne SA	8	1	38,24
NDW Biuro Doradztwa Prawnego i Podatkowego	1	1	2,02
Noble Securities SA	7	1	-7,69
NWAI Dom Maklerski SA	4	1	50,00
O. M. Finance sp. z o. o.	2	1	-28,33
PROFESCAPITAL sp. z o. o.	4	2	5,89
Salwix sp. z o. o.	6	3	2,94
Top Consulting SA	4	1	7,14
Razem	–	54	25,73

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.newconnect.pl.

Na podstawie przeprowadzonych badań na rynku New Connect nie można potwierdzić teorii, że prestiż wpływa negatywnie na wysokość niedowartościowania. Wręcz przeciwnie – można zauważyć, że im większy prestiż autoryzowanego doradcy mierzony liczbą wprowadzonych spółek, jak i jakością wprowadzonych spółek, tym wyższe niedowartościowanie.

Podsumowanie

W ostatnich latach coraz więcej spółek w Polsce pozyskuje kapitał poprzez sprzedaż akcji. Polska giełda każdego roku plasuje się w pierwszej trójce europejskich giełd pod względem liczby debiutujących spółek oraz wartości pozyskanego kapitału. Rynek New Connect, który powstał 30 sierpnia 2007 roku, rozwija się bardzo szybko. Od dnia, kiedy wystartowała platforma New Connect, do końca grudnia 2011 na giełdzie zadebiutowało 521 spółek, z czego 57 z zachodniej części Polski. Z badań nad efektem niedowartościowania zostały wykluczone 3 spółki z Dolnego Śląska o różnej cenie emisyjnej dla poszczególnych serii akcji. W poszczególnych województwach rozwój rynku New Connect jest na różnych poziomach. Najwięcej spółek debiutowało w województwie dolnośląskim i tam

też zostało stwierdzone największe niedowartościowanie. W latach 2007–2011 na rynku New Connect w zachodniej części Polski było 18 aktywnych autoryzowanych doradców. Spółki, które współpracowały z doradcami o najwyższym prestiżu, osiągały wyższe stopy zwrotu w pierwszym dniu, niż spółki, które współpracowały z doradcami o niższym prestiżu. Prestiż był mierzony w ujęciu ilościowym liczbą wprowadzonych spółek przez danego doradcę, a także w ujęciu jakościowym. Wyniki badań nie są zgodne z koncepcją, która zakłada, że im wyższy prestiż instytucji wprowadzającej, tym niższy efekt niedowartościowania¹⁵.

Literatura

- Aminul I., Ruhani A., Zamri A., *Underpricing of IPOs: The Case of Bangladesh*, „Global Economy and Finance Journal” 2010, Vol. 3, No. 1.
- Analiza rynku – Rynek doskonały, cechy rynku doskonałego*, Warszawskie Centrum Ekonomii i Techniki, www.eit-centrum.waw.pl (31.01. 2012).
- Ausseegg W., *Going Public in Poland: Case-by-Case Privatizations, Mass Privatization and Private Sector Initial Public Offerings*, Vienna University of Technology Working Paper No. 292, Vienna 1999.
- Beatty R.P., *Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings*, „The Accounting Review” 1989, Vol. 64, No. 4.
- Booth J.R., Smith R.L., *Capital raising, underwriting and the certification hypothesis*, „Journal of Financial Economics” 1986, Vol. 15.
- Hozer J., *Statystyka. Część II. Wnioskowanie statystyczne. Skrypt dla studentów kierunków ekonomicznych*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 1994.
- Jóźwik T., *Najlepsi doradcy z rynku NewConnect*, www.forbes.pl (18.10.2011).
- Lee P.D.S., *The Association between Audit Quality, Accounting Disclosures and Firm-Specific Risk: Evidence from the Australian IPO Market*, Working Pappers 1999.
- Lee, P., Taylor S., Walter T., *Australian IPO Pricing in the Short and Long Run*, „Journal of Banking and Finance” 1996, Vol. 20.
- Louge D., *On the Pricing of Unseasoned Equity Issues 1965–1969*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1973, No. 8.
- Loughran T., Ritter J., Rydqvist K., *Initial Public Offerings: International Insights*, „Pacific-Basin Finance Journal” 1994, Vol. 2.
- Loughran T., Ritter J.R., *Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?* „The Review of Financial Studies” 2002, No. 15 (2).

¹⁵ D. Louge, *On the Pricing...*

- Mauer D., Senbet L., *The Effect of the Secondary Market on the Pricing of Initial Public Offerings: Theory and Evidence*, „The Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1992, Vol. 27, No. 1.
- Merrett A., Howe M., Newbould G., *Equity Issues and the London Capital Market*, Longman, London 1967.
- Persons O.S., *Explanations for voluntary auditor changes among qualified- opinion firms*, „The Southern Business and Economic Journal” 1993.
- PWC. *2010 US IPO watch Analysis and trends*. PWC 2011.
- PWC. *IPO Watch Europe Review of 2010*. PWC 2010.
- Ritter J., The „Hot Issue” Market of 1980, „The Journal of Business” 1984, IV, Vol. 57, No. 2.
- Rock K., *Why new issues are underpriced*, Unpublished Ph.D. dissertation, University of Chicago, Chicago 1982.
- Securities and Exchange Commission, *Report of special study on security markets*, U.S. Government Printing Office, Washington 1963.
- Solecka A., *Jaka jest rola autoryzowanego doradcy?*, www.money.pl (25.03.2012).

IMPACT OF THE REPUTATION OF THE AUTHORIZED ADVISER ON THE IPO UNDERPRICING IN THE WEST PART OF POLAND THE NEW CONNECT MARKET

Summary

This article describes the initial public offering (IPO) underpricing phenomenon and “money left on the table” in western part of Poland using data from the New Connect (an alternative market for small firms). In the article you can find average IPO underpricing in different countries. It is described the “winners curse” hypothesis and the reputation effect, as an explanation of IPO underpricing. There is also characterization of New Connect market in Lubusz, West Pomerania and Lower Silesian province. On New Connect in 2007–2011 the average IPO underpricing is higher for companies which cooperate with more prestigious authorized adviser than for companies which cooperate with less prestigious authorized adviser.

Keywords: IPO underpricing, shares, Initial public offer, primary market, capital market, New Connect

Translated by Adrian Wołoszyn