

Rafał Morawczyński
Katedra Przedsiębiorczości i Innowacji

Ujawnianie ryzyka przez spółki debiutujące na rynku NewConnect. Badanie empiryczne

1. Wprowadzenie

Rynek NewConnect (NC) został otwarty w 2007 r. przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie jako Alternatywny System Obrotu (ASO). Rozwiązanie to jest implementacją idei, której szkic powstał w 2005 r. wraz z wejściem w życie Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (UoOb, Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1538). Spółki notowane na takim rynku nie muszą spełniać wielu wymagań, przed jakimi stoją podmioty starające się o dopuszczenie do obrotu na głównym parkiecie. Zasady dopuszczenia są tak liberalne, że o wejście na ten parkiet mogą się starać nawet firmy bardzo małe, będące raczej pomysłami przedsiębiorczymi niż realnymi podmiotami o ugruntowanej pozycji rynkowej. Dlatego idea rynku NC znajduje się na styku zagadnień rozważanych w teorii finansów i przedsiębiorczości. Spółki wchodzące na rynek NC nie muszą przygotowywać prospektu emisyjnego, ale znacznie uproszczony dokument ofertowy kierowany do inwestorów obejmujących akcje w plasowaniu prywatnym oraz dokument informacyjny przekazywany do ASO i zatwierdzany nie przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF), ale przez autoryzowanego doradcę. W początkach funkcjonowania rynku wysuwano wiele obaw o zasadność tworzenia nowej platformy obrotu, wskazując na małe bezpieczeństwo inwestorów oraz trudną do przezwyciężenia asymetrię informacji między nimi a właścicielami spółek (z założenia często będącymi założycielami-przedsiębiorcami).

W artykule starano się odpowiedzieć na pytania:

- czy dokumenty informacyjne mające być ekwiwalentem prospektów emisyjnych dostarczają inwestorom cennej informacji w zakresie ryzyka inwestycyjnego?
- czy istnieje związek między tą informacją a profilem zyskowności z akcji oraz wielkością ryzyka rynkowego?

Zbadano próbkę spółek, które rozpoczęły notowania w pierwszej połowie 2010 r. Badanie poprzedzono rozważaniami teoretycznymi na temat zjawiska nadzwyczajnie wysokich stóp zwrotu po pierwszym dniu notowań, natury ryzyka (w teorii finansów i teorii przedsiębiorczości) oraz wartości informacyjnej dokumentu dopuszczeniowego.

2. Uzasadnienie teoretyczne

Zdecydowana większość spółek wchodzących na rynek NC nie dokonuje publicznej emisji akcji. Korzystają one z drugiej ścieżki przewidzianej w UoOb, a mianowicie emisji prywatnej. Dlatego powstaje pytanie, na ile można do tych spółek odnosić fenomen IPO (*Initial Public Offering*). Wydaje się, że w znacznej mierze jest to uzasadnione. Zgodnie z polskim prawem różnica między ofertą prywatną a ofertą publiczną w zasadzie dotyczy ograniczenia kręgu osób, którym składana jest propozycja objęcia akcji. W emisji prywatnej krąg osób, do których kierowana jest oferta objęcia akcji, nie może przekraczać 99 osób.

IPO jest uważane za punkt przełomowy w życiu spółek. Z chwilą rozpoczęcia notowań na rynku akcyjnym firma zamyka pierwszy, pionierski etap w swojej dotychczasowej historii. Ten pierwszy etap często nazywany jest przedsiębiorczym [Certo i in. 2001]. Tak wygląda to na ogół w przypadku spółek notowanych na głównych rynkach giełdowych w większości krajów, w tym w Polsce. Wydaje się jednak, że w przypadku spółek notowanych na NC etap przedsiębiorczy w większości przypadków nie jest jednak jeszcze zamknięty. Świadczy o tym wiele cech przedsiębiorstw wchodzących na ten parkiet, a mianowicie: ich wiek, wielkość (mierzona zarówno liczbą pracowników, jak i zmiennymi finansowymi – w tym głównie wartością aktywów lub sprzedaży), rozwój struktury, poziom zyskowności, udział w rynku. Wydaje się, że większość powodów, dla których dojrzałe spółki wchodzi na rynek akcji, dotyczy również przedsiębiorstw rozpoczynających notowania na NC. Rynek akcji jest przede wszystkim miejscem pozyskiwania kapitału. Większość spółek wchodzących na NC dokonuje przydziału akcji, a wartość pozyskanego kapitału waha się od kilku do kilkunastu milionów złotych. Są to jednak wartości znacznie odbiegające od tych, które obserwuje się na głównym parkiecie GPW. Młode spółki wchodzi na NC również dlatego, aby wraz ze statusem spółki publicznej uzyskać legitymizację, która pozwala im na łatwiejsze pozyskiwanie zasobów i wchodzenie w relacje z różnymi podmiotami.

Głównym przedmiotem analizy w tym opracowaniu jest ryzyko ujawniane przez spółki wchodzące na NC. Ryzyko jest pojęciem kluczowym, zarówno w teorii finansów, jak i w teorii przedsiębiorczości. Dwoista natura ryzyka polega na tym, że można je rozumieć negatywnie albo neutralnie. W pierwszym przypadku traktuje się go jedynie jako zagrożenie, dostrzega się możliwość poniesienia pewnej szkody, straty albo niezrealizowania się określonego celu działania. W neutralnej koncepcji ryzyka dostrzega się, że ryzyko łączyć można nie tylko z możliwością poniesienia straty, ale też odniesienia korzyści. To drugie spojrzenie na ryzyko pojawia się częściej w opisie życia gospodarczego, którego immanentną cechą jest działanie w celu osiągnięcia korzyści w świadomości, że ostateczny efekt działań może być negatywny [*Zarządzanie ryzykiem...* 2007]. Takie rozumienie jest też bliskie koncepcji ryzyka przyjmowanej w teorii przedsiębiorczości. Szczególnie widać to w pismach F. Knighta [1921], który rolę przedsiębiorcy utożsamiał z braniem przez niego na siebie ryzyka. D. Miller [1983], tworząc pojęcie orientacji przedsiębiorczej (*entrepreneurial orientation*), wskazywał z kolei na podejmowanie ryzyka jako jedną z trzech składowych zachowań przedsiębiorczych, obserwowanych głównie na poziomie organizacyjnym (obok proaktywności i innowacyjności).

Z tradycyjnej teorii finansów wynika, że między wielkością ryzyka a stopą zwrotu istnieje dodatnia zależność [Markowitz 1952]. To właśnie ryzyko może być głównym powodem niedoszacowania wartości akcji obejmowanych przez inwestorów przed pierwszym notowaniem [Ibbotson, Sindelar i Ritter 1988]. Tego typu związek jest wywodzony z teorii wyceny aktywów kapitałowych (CAPM) [Sharpe 1964], dlatego można oczekiwać związku między poziomem niepewności, wyrażanym również w postaci możliwych czynników ryzyka, a dodatnią stopą zwrotu w pierwszym dniu notowań [Rock 1986]. Taki związek wykazali empirycznie np. R.P. Beatty i J.R. Ritter [1986]. Jeśli ryzyko ujawniane w prospekcie emisyjnym (dokumencie informacyjnym) jest związane z rzeczywistym profilem ryzyka spółki, to można się również spodziewać, że znajdzie to odzwierciedlenie w zmienności stóp zwrotu po rozpoczęciu notowań [Beatty i Zajac 1994]. Należy oczekiwać pozytywnej relacji między liczbą ujawnianych czynników ryzyka a odchyleniem standardowym dziennych stóp zwrotu po wejściu na giełdę. Ostatnio problematyka związku ryzyka i stóp zwrotu jest coraz częściej badana w kontekście spółek młodych, przedsiębiorczych [Jain, Jayaraman i Kini 2008]. W Polsce zaś badania na ten temat prowadzone były głównie w odniesieniu do spółek z rynku głównego GPW [Siwek 2005, Sukacz 2005].

Ujawniane ryzyko może być rozpatrywane również w kategoriach sygnału [Leland i Pyle 1977]. Według teorii sygnalizacji, w celu redukcji asymetrii informacji emitent musi wysłać do uczestników rynku sygnał, który będzie obserwowalny i znany drugiej stronie. Asymetria informacji co do jakości oferty [Akerlof 1970] powoduje, że inwestorzy obejmujący akcje w ofercie prywatnej

żądadą niższej ceny jako wynagrodzenia za ponoszone przez siebie ryzyko. W związku z tym poziom niedowartościowania ceny emisyjnej w stosunku do ceny rynkowej jest niższy, ale jedynie pod warunkiem, że wysyłany sygnał jest wiarygodny i rozpoznawalny. Na możliwość istnienia odwrotnej relacji między ryzykiem ujawnianym przez spółkę a stopą zwrotu po pierwszym dniu notowań zwracają uwagę J. Murugesu i A.S. Santhapparaj [2010].

Zgodnie z badaniami prowadzonymi nad prospektami emisyjnymi prospekt sam w sobie może stanowić cenny sygnał. Niektórzy uważają prospekt emisyjny nawet za najważniejszy z możliwych do stosowania mechanizmów sygnalizacji [Daily, Certo i Dalton 2005]. Wydaje się jednak, że wartość informacyjna dokumentu ofertowego (dokumentu informacyjnego) jako sygnału jest ograniczona, szczególnie jeśli porówna się go z prospektem emisyjnym. Wyjątkowy charakter prospektu emisyjnego polega na tym, że jest on zatwierdzany przez nadzorcę rynku, którym w Polsce jest obecnie KNF. W przeciwieństwie do prospektu dokument informacyjny jest zatwierdzany jedynie przez autoryzowanego doradcę. W przypadku większości spółek wchodzących na rynek NC, emisja przeprowadzana jest w trybie prywatnym. Inwestorom udostępniany jest dokument ofertowy, którego zawartość teoretycznie może się różnić od dokumentu informacyjnego. W praktyce jednak zawartość informacyjna obu dokumentów jest zbliżona, a często prawie identyczna. Uzasadnione jest więc założenie, że dokument informacyjny zgłaszany do ASO może stanowić podstawę oceny relacji między ujawnianym ryzykiem a decyzjami inwestorów i późniejszym zachowaniem akcji na giełdzie. To założenie jest niezbędne dla empirycznej części tego opracowania, dokument ofertowy jest bowiem udostępniany jedynie inwestorom obejmującym akcje przed pierwszym notowaniem. Publicznie dostępny dokument informacyjny jest jednak na ogół bardzo zbliżony z dokumentem ofertowym w zakresie prezentowanych informacji.

Trzeba również zwrócić uwagę, że nie tylko dokument informacyjny (ofertowy) z natury ma w Polsce wiarygodność niższą niż prospekt emisyjny, także wartość prospektu (zgodnego z UoOb) może być teoretycznie niższa w naszym kraju niż np. w USA. W tym ostatnim przypadku kwestionowana jakość informacji zawartej w prospekcie jest dosyć często podstawą wytaczania sponsorowi emisji procesów przez inwestorów, którzy ponieśli straty w pierwszym dniu notowań [Beatty i Welch 1996]. Dlatego w interesie sponsora emisji leży jak najwyższa jakość informacji prezentowanej w prospekcie. Podsumowując, z samej natury dokumentu informacyjnego (ofertowego) wynika, że informacje w nim zawarte, w tym również dotyczące ryzyka, mogą mieć mniejszą moc jako sygnał i przez to ich znaczenie w procesie wyceny może być również niższe.

Tradycyjnie w teorii wyceny papierów wartościowych kładzie się główny nacisk na zastosowanie w modelach danych ilościowych, w tym przede wszystkim finansowych. Ostatnio jednak wyraźnie zwraca się uwagę na to, że coraz większą

rolę w procesie wyceny na rynku kapitałowym odgrywają też inne niż finansowe (liczbowe) typy informacji. Na przykład V. Beattie [1999, za: Bukh i in. 2005] w odniesieniu do sprawozdań finansowych ocenił, że ich użytkownicy uznają ujawnienia dotyczące czynników ryzyka i jakości zarządzania za niesatysfakcjonujące. W większości prac liczba czynników ryzyka wymienionych w prospekcie jest traktowana jako zmienna niezależna w modelach regresji szacujących wielkość niedoszacowania akcji jako zmienną zależną. Zakłada się przy tym na ogół, że większa liczba ujawnianych czynników ryzyka koreluje dodatnio z wielkością niedoszacowania.

Na szczególną rolę liczby czynników ryzyka ujawnianych w IPO zwrócili uwagę A. Khaled i M.F. Dicle [2007], którzy badali to zagadnienie na grupie debiutantów z branży nowoczesnych technologii na giełdzie NASDAQ. Wyróżnili oni 32 różne rodzaje czynników ryzyka zgłaszane przez emitentów. Podzielili je w celach klasyfikacyjnych na następujące grupy: zagadnienia menedżerskie, zagadnienie związane z handlem międzynarodowym, kwestie technologiczne, kwestie operacyjne, kwestie finansowe, kwestie rynkowe, ekonomiczne i regulacyjne. Wykazali oni, że w procesie wyceny nie wszystkie czynniki ryzyka są uważane przez inwestorów za istotne.

Na podstawie rozważań teoretycznych sformułowano następujące hipotezy:

– hipoteza 1: czynniki ryzyka prezentowane w dokumentach informacyjnych zależą od rodzaju spółek, przy czym spółki z branż wysokich technologii w porównaniu ze spółkami z branż tradycyjnych prezentują częściej ryzyko dające się wiązać z przedsiębiorczością i innowacyjnością,

– hipoteza 2: liczba czynników ryzyka prezentowanych w dokumentach informacyjnych jest pozytywnie związana ze stopą zwrotu na koniec pierwszego dnia notowań w odniesieniu do ceny emisyjnej,

– hipoteza 3: liczba czynników ryzyka prezentowanych w dokumentach informacyjnych jest pozytywnie związana z ryzykiem inwestowania w akcje mierzonym odchyleniem standardowym trzy miesiące po rozpoczęciu notowań.

3. Badanie empiryczne

3.1. Metoda badania i dane

W celu zbadania czynników ryzyka zgromadzono dane na temat spółek, które weszły na rynek NC w pierwszej połowie 2010 r. Wykluczono z badania podmioty, dla których nie można było uzyskać niektórych danych wykorzystywanych w dalszych analizach. Dało to łącznie próbę o wielkości 29 podmiotów. Ze strony internetowej NC pobrano informacje na temat dat debiutu oraz dokumenty informacyjne. Dokumenty informacyjne zostały wykorzystane jako źródło danych na

temat wymienianych przez spółki czynników ryzyka, roku założenia, przedmiotu działalności. Informacje na temat notowań spółek pobrano ze strony internetowej Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska SA. Dane pochodzące z tych kilku źródeł skompilowano do jednej bazy danych MS Access, a wyniki liczone za pomocą arkusza kalkulacyjnego MS Excel.

Średni wiek spółek w chwili wejścia na NC wyniósł 9,1 roku. Wiek dwóch najmłodszych spółek wynosił 0 lat, to znaczy, że weszły na giełdę w tym samym roku, w którym były założone. Kolejne 5 spółek miało 1 rok, tyle samo miało 2 lata. 4 spółki były założone na 4 lata przed debiutem. W przypadku 10 spółek ich wiek to 11 lat lub więcej, przy czym najstarsza miała 60 lat.

Badane firmy należą do wielu branż. Stosunkowo więcej jest firm, które można zaklasyfikować jako technologiczne (producenci oprogramowania, firmy wdrażające specjalistyczne technologie, podmioty działające w e-biznesie, spółki *venture capital*, które inwestują w inne przedsięwzięcia). Z tradycyjnych branż pochodzą producenci artykułów budowlanych, deweloper i agencja ochrony.

3.2. Wyniki

3.2.1. Charakterystyka ryzyka

Razem w 29 dokumentach informacyjnych zaprezentowano 669 czynników ryzyka, co daje średnią 23,0 na jeden dokument. Analiza jakościowa czynników ryzyka wymagała sporządzenia listy wszystkich ujawnianych *explicite* czynników. Większość spółek prezentuje je w podziale na trzy części: dotyczące spółki, otoczenia i rynku obrotu. Czasem ten podział był przez nie zmieniany, np. łączono czynniki dotyczące spółki i otoczenia w jedną część. Ten ostatni zabieg świadczy o tym, że trudno jest ustalić wymierne granice między spółką a jej otoczeniem.

Dla celów analitycznych przeprowadzono własny podział. Subiektywnie postanowiono podzielić prezentowane czynniki na cztery grupy: 1) dotyczące samej spółki (wewnętrzne), 2) dotyczące otoczenia bliższego i branży (branża), 3) dotyczące otoczenia dalszego (makrootoczenie), 4) związane z rynkiem NC (platforma).

Ryzyko wewnętrzne

Ryzyko dotyczące samej spółki to najliczniejsza grupa agregująca czynniki ryzyka. Jest to równocześnie grupa najbardziej niejednorodna i sprawiająca problemy klasyfikacyjne. Wynika to przede wszystkim z faktu, że spółki reprezentują różne branże i w związku z tym działają często w zupełnie innych warunkach. Na potrzeby tego opracowania podzielono tę grupę czynników na następujące podgrupy: 1) ryzyko operacyjne, 2) ryzyko prawne, 3) czynniki finansowe, 4) ład korporacyjny, 5) zasoby ludzkie, 6) czynniki związane z przedsiębiorczością,

7) strategia, 8) technologia, 9) czynniki związane z grupą kapitałową, 10) ryzyko spółek portfelowych (tabela 1).

Tabela 1. Występowanie wewnętrznych czynników ryzyka w badanych dokumentach

Nazwa czynnika	Liczba spółek prezentujących/ przypadki występowania
Ryzyko operacyjne	25/103
Ryzyko prawne	18/33
Czynniki finansowe	26/59
Ład korporacyjny	19/27
Zasoby ludzkie	27/36
Czynniki związane z przedsiębiorczością	16/21
Strategia	16/17
Technologia	5/10
Czynniki związane z grupą kapitałową	9/16
Ryzyko spółek portfelowych	2/10

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania dokumentów informacyjnych spółek.

Najliczniejszą podgrupę stanowi ryzyko operacyjne, a w grupie ryzyka wewnętrznego jest również najbardziej zróżnicowaną podgrupą. Przykładami pozycji typowych dla tego typu ryzyka są: działalność produkcyjna, skutki awarii maszyn i urządzeń, wahania cen oferowanych towarów, wystąpienie zdarzeń nieprzewidywalnych, awarie łączy telekomunikacyjnych i sprzętu, niekorzystne warunki atmosferyczne, możliwość niepozyskania nowych gruntów, utrata zaufania odbiorców, sezonowość sprzedaży, budowa i eksploatacja elektrowni wodnej, skala działania, ryzyko związane z odbiorcami i dostawcami.

Ryzyko prawne to: wystąpienie efektów ubocznych produktów, ponoszenie odpowiedzialności za jakość sprzedawanych produktów, ryzyko sprostowania błędnych zapisów w statucie spółki, kary umowne, naprawy gwarancyjne, wady prawne nieruchomości, dostęp do informacji poufnych klientów, umowy o zachowaniu poufności, ochrona środowiska.

Czynniki finansowe to m.in.: możliwość utraty płynności finansowej, niewykonanie prognoz, zmienność wyników finansowych, możliwość niepozyskania dodatkowego kapitału, nieuzyskanie dotacji i kredytów preferencyjnych, nieużytkowanie gwarancji bankowych, niska wartość kapitału własnego i zakładowego, możliwość braku finansowania z funduszy europejskich.

Z ryzykiem w zakresie ładu korporacyjnego wiąże się np.: wpływ większościowego akcjonariusza na spółkę, struktura akcjonariatu, wzajemne powiązania pomiędzy osobami nadzorującymi oraz zarządzającym, kontrola działalności

spółki, jednoosobowy zarząd, powiązania rodzinne pomiędzy członkami zarządu a członkami rady nadzorczej.

Ryzyko zasobów ludzkich zawiera: możliwość utraty kluczowych i wykwalifikowanych pracowników, uzależnienie od osób zajmujących kluczowe stanowiska, trudności w pozyskaniu nowych pracowników, wzrost kosztów pracowniczych.

Czynniki związane z przedsiębiorczością to: początkowy etap działalności emitenta, możliwość spóźnienia wprowadzenia produktów na rynek, krótka historia działalności, budowanie marki, powiększanie sieci oddziałów, ograniczona liczba projektów inwestycyjnych, początkowe stadium rozwoju, brak zatrudnienia i pozyskiwania partnerów, tworzenie nowych usług i produktów, niska dywersyfikacja produktów przedsiębiorstwa.

Wśród strategicznych czynników ryzyka można wymienić: realizację celów strategicznych, ekspansję na rynki zagraniczne.

Czynniki technologiczne to m.in.: przyjęta koncepcji prowadzenia działalności, nabywanie i udostępnianie licencji, brak dostępności do platformy internetowej.

Czynniki związane z grupą kapitałową zawierają: czynności prawne dokonywane w ramach grupy kapitałowej, możliwy konflikt interesów akcjonariuszy spółek zależnych, zdolność do obsługi zadłużenia przez spółki celowe, utrata kontroli nad spółką celową, wydłużenie procesu integracji przejmowanych spółek w ramach grupy.

Ryzyko spółek portfelowych to: spółki, w które inwestuje emitent, wyjście z inwestycji, płynność portfela inwestycyjnego, rozwój spółek portfelowych, wycena portfela.

Ryzyko otoczenia bliższego

W tej grupie zebrano czynniki ryzyka, które spółki prezentowały na ogół razem z ryzykiem pochodzącym z samej spółki. Ponieważ jednak otoczenie bliższe ma szczególny status w badaniach przedsiębiorczości i jego wpływ jest bardzo istotny dla najmłodszych podmiotów, na potrzeby opracowania została wyodrębniona osobna grupa. Ryzyko otoczenia bliższego podzielono na trzy podgrupy: 1) branża, 2) konkurencja, 3) inne (tabela 2).

Tabela 2. Występowanie czynników ryzyka w otoczeniu bliższym w badanych dokumentach

Nazwa czynnika	Liczba spółek prezentujących/ przypadki występowania
Branża	10/12
Konkurencja	27/29
Inne	11/21

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania dokumentów informacyjnych spółek.

Do przykładów ryzyka pochodzącego z branży zaliczono np.: spadek dynamiki rozwoju branży, koniunkturę w branży, rozwój rynku usług szkoleniowych, rozwój branży nowych technologii w Polsce, koniunkturę na rynku nieruchomości, rozwój sieci internetowej w Polsce, możliwość przeinwestowania na rynku energii odnawialnej.

Przykładami ryzyka pochodzącego od konkurencji są: nasilenie walki konkurencyjnej, wzrost konkurencji, konkurencja zagraniczna.

W ostatniej podgrupie zebrano pozostałe czynniki, np.: utratę głównych odbiorców paliw alternatywnych, utratę głównych dostawców odpadów, niewyłączalność odbiorców, kondycję finansową dystrybutora energii elektrycznej.

Otoczenie makroekonomiczne

Czynniki otoczenia dalszego dotyczą głównie makroekonomii, polityki, prawa i podatków. Czynniki związane z otoczeniem makroekonomicznym to: sytuacja makroekonomiczna Polski, koniunktura na rynku kapitałowym, cykle koniunkturalne (tabela 3).

Tabela 3. Występowanie makroekonomicznych czynników ryzyka w badanych dokumentach

Nazwa czynnika	Liczba spółek prezentujących/ przypadki występowania
Czynniki związane z otoczeniem makroekonomicznym	24/33
Kurs walutowy	14/14
Stopy procentowe	5/5
System podatkowy	15/18
System prawny	24/30
Sytuacja polityczna	2/2
Procedury administracyjne	9/9

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania dokumentów informacyjnych spółek.

Kurs walutowy i stopy procentowe w Polsce wykazywane są albo osobno, albo razem. System podatkowy w Polsce jest często przedstawiany jako czynnik ryzyka i dotyczy: interpretacji przepisów podatkowych, niestabilności systemu podatkowego, możliwości negatywnych zmian systemu, zmiany stawek podatku VAT. Ryzyko związane z systemem prawnym zawiera: zmianę przepisów prawnych, interpretację przepisów, zmianę przepisów międzynarodowych, zmianę przepisów branżowych, zmianę wysokości opłat administracyjnych. Ryzyko polityczne obejmuje: zmianę polityki gospodarczej, ryzyko sytuacji społecznej i politycznej.

Procedury administracyjne znajdują się właściwie na granicy otoczenia bliższego i ogólnego; zalicza się do nich np.: wymóg posiadania ważnych zezwoleń, kontrolę ze strony organów administracji publicznej, postępowanie administracyjne, przyłączanie elektrowni do sieci operatora, nieuzyskanie zgody Prezesa UOKiK na dokonanie kolejnych akwizycji, zablokowanie wykonywanych projektów ze względu na protesty organizacji proekologicznych.

Ryzyko związane z platformą obrotu

Najbardziej jednolita i właściwie niewnosząca wielu informacji o ryzyku jest grupa czynników związanych z rynkiem NC. W tej grupie spółki prezentują pięć rodzajów ryzyka: 1) związane ze statusem spółki publicznej, 2) związane z możliwością nakładania kar ze strony nadzorca (KNF, np. ryzyko związane z możliwością nałożenia kar administracyjnych), 3) związane z animatorem rynku (ryzyko rozwiązania umowy z animatorem rynku lub wykluczenia go z działania w ASO), 4) dotyczące ograniczonej płynności i wahan kursu akcji (kształtowanie się przyszłego kursu akcji i płynności obrotu) 5) związane z prawami z akcji (ryzyko inwestycji na NC, ryzyko związane z kolejnymi emisjami, ryzyko zawieszenia obrotu akcjami, ryzyko związane z notowaniem praw do akcji, niedojście do skutku emisji, odstąpienie od emisji lub odwołanie emisji, emisja warrantów subskrypcyjnych) (tabela 4).

Tabela 4. Występowanie czynników ryzyka związanych z rynkiem giełdowym w badanych spółkach

Nazwa czynnika	Liczba spółek prezentujących/ przypadki występowania
Możliwość nałożenia kary przez KNF	11/11
Ryzyko spółki publicznej	54/29
Ryzyko związane z animatorem rynku	2/2
Ryzyko związane z akcjami emitenta	64/29
Ryzyko związane z wysokością kursu i płynnością obrotu	30/28

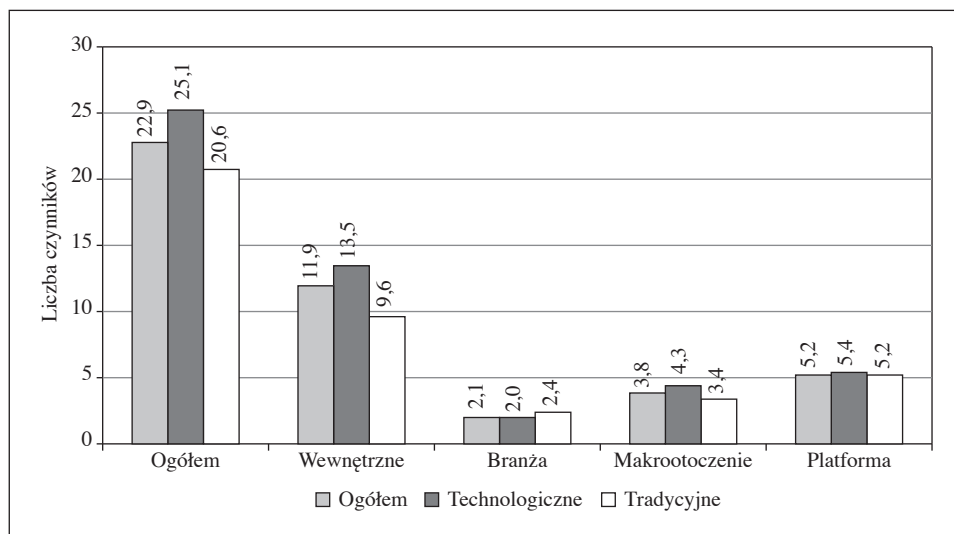
Źródło: opracowanie własne na podstawie badania dokumentów informacyjnych spółek.

3.2.2. Profile ryzyka w podziale na spółki technologiczne i tradycyjne

Z wielu możliwych podziałów spółek notowanych na NC szczególnie ważny wydaje się podział dotyczący podmiotów zajmujących się działalnością technologiczną albo tradycyjną. Rynek NC był tworzony z myślą o wspieraniu szczególnie firm działających w branżach nowoczesnej technologii. Funkcjonowanie w takich

branżach wiąże się na ogół z większą niepewnością, a więc można się spodziewać, że znajdzie to odzwierciedlenie w zakresie ujawnianych czynników ryzyka.

Z tej analizy wykluczono jeden przypadek, gdyż prezentowana była zbyt mała liczba czynników (11), co znacznie odbiega od standardu obserwowanego w innych dokumentach. W celu zweryfikowania hipotezy, że liczba prezentowanych czynników zależy od branży, w której działa spółka, podzielono próbę na dwie grupy. W pierwszej zebrano spółki, które umownie nazwano „technologiczne”. Umieszczono w niej przede wszystkim firmy z branży wysokich technologii, zajmujące się taką działalnością, jak: produkcja oprogramowania, produkcja energii ze źródeł alternatywnych, e-biznes (w tym reklama internetowa, dostarczanie danych). Do tej samej grupy włączono również firmy inwestycyjne typu *venture capital*, ponieważ mają one na ogół dużą ekspozycję na sektor wysokich technologii poprzez swoje spółki portfelowe (razem 16 podmiotów). Do drugiej grupy włączono firmy z branż tradycyjnych, a więc zajmujące się działalnością, taką jak: budownictwo, usługi deweloperskie, produkcja materiałów budowlanych, handel (razem 12 podmiotów).



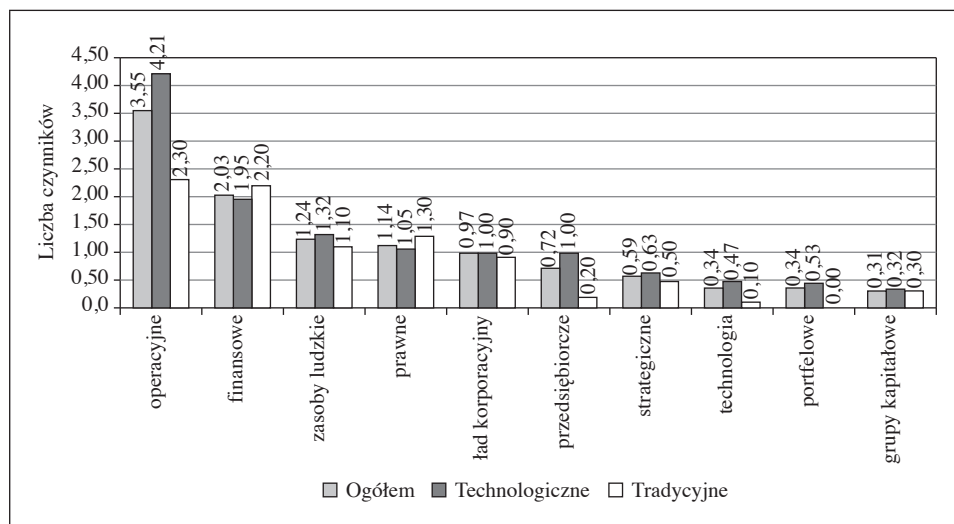
Rys. 1. Charakterystyka ryzyka w podziale na branże technologiczne i tradycyjne

Źródło: opracowanie własne.

Ogólna średnia liczba prezentowanych czynników wyniosła w całej badanej grupie 22,9, przy czym firmy technologiczne ujawniały średnio 25,1 czynnika, a tradycyjne 20,6 (rys. 1). Firmy z branż technologicznych różnią się od przedsiębiorstw z branż tradycyjnych przede wszystkim w zakresie liczby czynników

ryzyka przyporządkowanych do grupy czynników wewnętrznych. Średnia liczba tych czynników, najbliższej oddających istotę działalności i model biznesu, wyniosła w przypadku firm technologicznych 13,5, a dla tradycyjnych 9,6. W przypadku pozostałych trzech głównych czynników ryzyka wyniki są znacznie bardziej zbliżone, choć trzeba odnotować, że czynniki makroekonomiczne częściej ujawniały znowu spółki technologiczne (średnia: 4,3) niż tradycyjne (średnia: 3,4).

Blizsza analiza najbardziej interesującej grupy czynników (wewnętrznych) zawarta jest na rys. 2.



Rys. 2. Charakterystyka ryzyka wewnętrznego w podziale na spółki z branż technologicznych i tradycyjnych

Źródło: opracowanie własne.

Największe różnice bezwzględne w liczbie prezentowanych czynników ryzyka występują w przypadku ryzyka operacyjnego, ponieważ dla firm technologicznych średnia wynosi 4,21, a dla tradycyjnych 2,30. Znacząca różnica występuje również w przypadku czynnika „ryzyko przedsiębiorcze”, spółki technologiczne bowiem ujawniają średnio 1 taki czynnik w dokumencie informacyjnym, a spółki tradycyjne średnio 0,20. O podobnej względnej różnicy można mówić również w przypadku czynnika ryzyka technologicznego, choć w wymiarze względnym jest to mniej: firmy technologiczne ujawniają to ryzyko w średnio co drugim dokumencie informacyjnym, a podmioty z branż technologicznych w co dziesiątym. Tylko nieznaczna różnica dotyczy czynnika „zasoby ludzkie”, co uznać trzeba za zaskoczenie, bo można się było spodziewać, że spółki z branż nowoczesnych technologii znacznie częściej niż w sektorach tradycyjnych swoją przewagę

konkurencyjną opierają na kapitale ludzkim. W pozostałych przypadkach liczba ujawnianych czynników w dwóch branżach jest w zasadzie podobna, z wyjątkiem ryzyka portfelowego, które jest typowe dla firm *venture capital*.

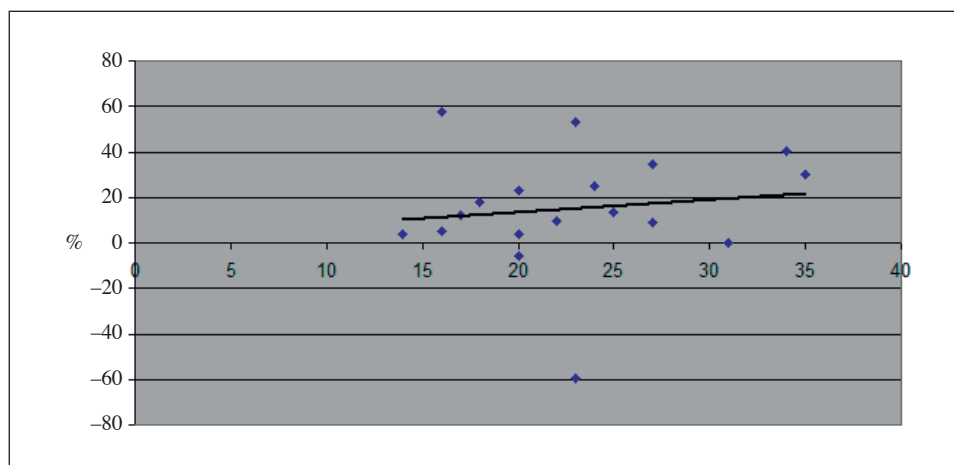
Zróznicowanie w grupie czynników wewnętrznych pozwala uznać hipotezę 1 za pozytywnie zweryfikowaną.

3.2.3. Liczba ujawnianych rodzajów ryzyka a stopy zwrotu po pierwszym dniu notowań

Dla sprawdzenia związku między liczbą zgłaszanych czynników ryzyka a stopą zwrotu na zakończenie pierwszego dnia notowań wykonano analizę regresji liniowej między tymi dwoma zmiennymi. Stopa zwrotu po pierwszym dniu jest bardzo zróżnicowana. Najniższa wyniosła $-80,2\%$, najwyższa $1087,5\%$, średnio było to $75,7\%$, a mediana wskazała na $20,4\%$. Dla dalszych analiz usunięto te dwie skrajne obserwacje, a następnie z pozostałego zbioru również te, które przekraczały wartość równą dwu odchyleniom standardowym. Wynik przy użyciu pozostałych 18 przypadków prezentuje rys. 3. Tak wyznaczona linia regresji ma równanie:

$$\text{stopa zwrotu} = 0,0254 + 0,0055 \cdot l \text{ (liczba czynników ryzyka).}$$

Ten wynik jest zgodny z hipotezą 2, choć jednocześnie ze względu na małą liczbę przypadków ma on jedynie charakter orientacyjny.

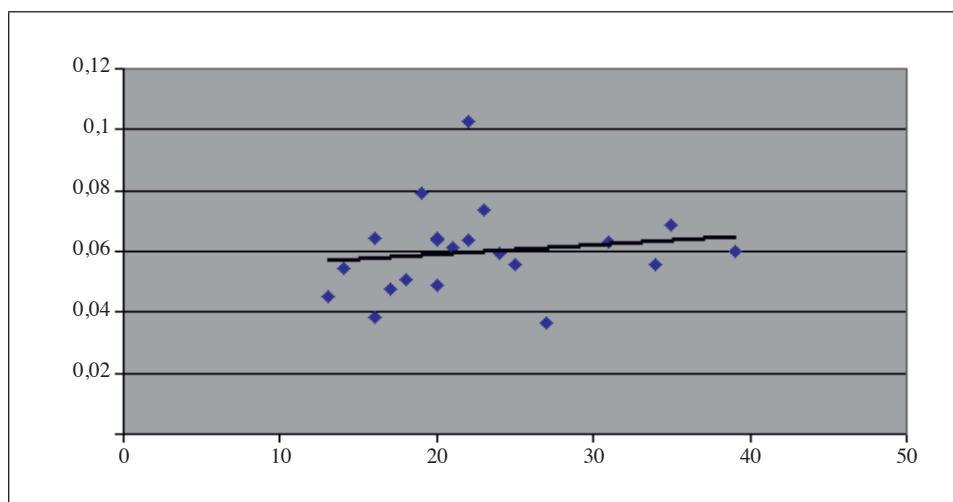


Rys. 3. Linia regresji między liczbą czynników ryzyka wymienianych w dokumencie informacyjnym a stopą zwrotu na zakończenie pierwszego dnia notowań

Źródło: opracowanie własne.

3.2.4. Liczba ujawnianych rodzajów ryzyka a ryzyko rynkowe

W podobny, jak wcześniej, sposób poddano weryfikacji hipotezę o związku między liczbą czynników ryzyka wymienianych w dokumencie informacyjnym a ryzykiem stopy zwrotu. Sprawdzone odchylenie standardowe dziennych stóp zwrotu trzy miesiące po IPO oraz rok po IPO. Uzasadnieniem wybrania tego okresu jest obserwacja poczyniona przez autora w poprzednim badaniu, w którym okazało się, że trzeci miesiąc po rozpoczęciu notowań przynosi stabilizację notowań spółek [Morawczyński 2011]. W celu policzenia linii regresji wyeliminowano przypadki odstające. Związek między liczbą czynników ryzyka a odchyleniem standardowym dziennych stóp zwrotu prezentuje rys. 4.



Rys. 4. Linia regresji między liczbą czynników ryzyka wymienianych w dokumencie informacyjnym a odchyleniem standardowym dziennej stopy zwrotu trzy miesiące po IPO

Źródło: opracowanie własne.

Linia regresji ma równanie:

$$\begin{aligned} \text{odchylenie standardowe dziennych stóp zwrotu} = \\ = 0,053 + 0,0003 \cdot (\text{liczba czynników ryzyka}). \end{aligned}$$

Wynik jest zgodny z oczekiwaniem stawianym w hipotezie 3, ale jednak statystycznie bardzo słaby.

4. Podsumowanie

Spółki debiutujące na rynku NC ujawniają różną liczbę czynników ryzyka. Charakterystyka tych czynników różni się m.in. w zależności od tego, czy podmioty te działają w branży technologicznej, czy też w sektorach tradycyjnych. Spółki zajmujące się działalnością znacznie bliższą innowacjom ujawniają nieco większą liczbę czynników ryzyka związanych z przedsiębiorczością, technologią i strategią. Zakres ryzyka związanego z otoczeniem bliższym, dalszym i z notowaniem na platformie obrotu jest podobny dla spółek technologicznych i tradycyjnych. Wynik ten jest zgodny z oczekiwaniami.

Potwierdził się również oczekiwany związek między liczbą ujawnianych czynników a stopą zwrotu i ryzykiem rynkowym. Istnieje bowiem słaby, ale pozytywny związek między zakresem ryzyka ujawnianym w dokumencie informacyjnym przygotowywanym przez spółki debiutujące na ryku NC a stopą zwrotu na zakończenie pierwszego dnia notowań. Jest to zgodne z tradycyjną teorią finansów i świadczy o tym, że emitentom nie udaje się w ten sposób przełamać asymetrii informacji między nimi a inwestorami, co postuluje teoria sygnalizacji. Podobnie wykazano, że akcje spółek, które wskazują na większą liczbę czynników ryzyka związanych z inwestowaniem w nie, cechują się również podwyższonym ryzykiem mierzonym odchyleniem standardowym dziennych stóp zwrotu.

Kierunek związków okazał się zgodny z oczekiwaniami. Wyniki trzeba jednak traktować ostrożnie. Badanie to było oparte na niewielkiej próbie firm, co wynikało z konieczności pracochłonnej analizy jakościowej. Wydaje się również, że dokumenty informacyjne zawierają informacje zebrane w innych częściach tych dokumentów, które mogą być użyte do następnych, bardziej dokładnych analiz. Poza tym przyjęto założenie, że zawartość informacyjna dokumentów ofertowych oraz dokumentów informacyjnych jest podobna, co teoretycznie może osłabiać siłę obserwowanych związków.

Literatura

- Akerlof G.A. [1970], *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, „Quarterly Journal of Economics”, vol. 84(3).
- Beattie V. [1999], *Business Reporting: The Inevitable Change*, Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edinburg.
- Beatty R.P., Ritter J.R. [1986], *Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings*, „Journal of Financial Economics”, vol. 15.
- Beatty R.P., Welch I. [1996], *Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings*, „Journal of Law & Economics”, vol. 39.

- Beatty R.P., Zajac E.J. [1994], *Managerial Incentives, Monitoring, and Risk Bearing: a Study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings*, „Administrative Science Quarterly”, vol. 39.
- Bukh P.N. i in. [2005], *Disclosure of Information on Intellectual Capital in Danish IPO Prospectuses*, „Accounting, Auditing & Accountability Journal”, vol. 18, nr 6.
- Certo S.T., Covin J.G., Daily C.M., Dalton D.R. [2001], *Wealth and Effects of Founder Management among IPOstage New Ventures*, „Strategic Management Journal”, vol. 22.
- Daily C.M., Certo T.S., Dalton D.R. [2005], *Investment Bankers and IPO Pricing: Does Prospectus Information Matter?* „Journal of Business Venturing”, vol. 20 iss. 1.
- Ibbotson R.J., Sindelar J., Ritter J. [1988], *Initial Public Offerings*, „Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 1.
- Jain B.A., Jayaraman N., Kini O. [2008], *The Path-to-Profitability of Internet IPO Firms*, „Journal of Business Venturing”, vol. 23(2).
- Khaled A., Dicle M.F. [2007], *Do Risk Factors Matter in the IPO Valuation?* „Journal of Financial Regulation and Compliance”, vol. 15, nr 1.
- Knight F. [1921], *Risk, Uncertainty and Profit*, Harper & Row, New York.
- Leland H., Pyle D. [1977], *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, „Journal of Finance”, vol. 32.
- Markowitz H. [1952], *Portfolio Selection*, „Journal of Finance”, vol. 7, nr 1.
- Miller D. [1983], *The Correlates of Entrepreneurship in Three Types of Firms*, „Management Science”, vol. 29(7).
- Morawczyński R. [2011], *Capital Market and Entrepreneurship – Few Observations from the Polish Alternative Platform NewConnect [w:] Knowledge – Economy – Society. Chalanges of the Contemporary World*, red. R. Oczkowska, B. Mikula, University of Economics, Cracow.
- Murugesu J., Santhapparaj A.S. [2010], *Impact of Risk Disclosure in the Prospectus on Valuation and Initial Returns of Initial Public Offerings in Malaysia*, „The IUP Journal of Applied Finance”, vol. 16, nr 6.
- Rock K. [1986], *Why New Issues Are Undepriced*, „Journal of Financial Economics”, vol. 15.
- Sharpe W. [1964], *Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium under Conditional Risk*, „Journal of Finance”, vol. 19.
- Siwek P. [2005], *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, CeDeWu, Warszawa.
- Sukacz D. [2005], *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*, CeDeWu, Warszawa.
- Zarządzanie ryzykiem* [2007], red. K. Jajuga, PWN, Warszawa.

Streszczenie

Artykuł zawiera wyniki badania czynników ryzyka ujawnianych przez spółki wchodzące na rynek NewConnect. Przeanalizowano dokumenty informacyjne spółek debiutujących na tej platformie w pierwszej połowie 2010 r. Przyjęto założenie, że zakres ryzyka prezentowany w dokumentach informacyjnych jest podobny do tego, jaki określono w dokumentach ofertowych przekazywanych inwestorom obejmującym akcje w ofercie prywatnej przed debiutem. Wykazano słaby związek między liczbą czynników ryzyka a wielkością niedoszacowania wartości akcji po pierwszym dniu notowań oraz ryzykiem

rynkowym mierzonym odchyleniem standardowym dziennych stóp zwrotu po debiucie. Pokazano również, że spółki z branż bardziej innowacyjnych ujawniają więcej czynników, głównie w grupie rodzajów ryzyka związanych z samą spółką, o charakterze przedsiębiorczym, technologicznym i strategicznym.

Słowa kluczowe: NewConnect, IPO, ryzyko pierwszej oferty, stopy zwrotu po pierwszym dniu notowań, przedsiębiorczość.

The Disclosure of Risk Factors by Companies Listed in the NewConnect Market – An Empirical Investigation

The paper presents the results of research on the number of risk factors disclosed in official admissions documents prepared by companies entering the NewConnect market in the first half of 2010. It was assumed that the informational content of admissions documents is similar to offering documents presented to investors who buy stocks in a private offer prior to a listing. A positive relationship between the number of risk factors disclosed in the documents and the amount of mispricing at the end of the first day of trading was found. A similar relationship was documented for market risk measured by standard deviation of returns after listing. It was also shown that companies operating in innovative sectors disclose more risk factors, especially those related to the firm itself and its operations. This may be observed mainly for factors related to entrepreneurship, technology and strategy.

Keywords: NewConnect, IPO, first offering risk, rate of return after the first day of trading, entrepreneurship.