

Wpływ zmiany rynku notowań na cenę akcji polskich spółek giełdowych

Roman Asyngier*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest analiza zmiany rynku notowań akcji z alternatywnego systemu obrotu NewConnect na rynek regulowany Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Metodologia badania – Metodologia badawcza wykorzystująca ponadprzeciętne skumulowane stopy zwrotu (*cumulated abnormal return*, CAR) ma określić siłę relatywną notowanych akcji w stosunku do indeksów giełdowych, przed i po zmianie rynku notowań giełdowych.

Wynik – Przeprowadzone analizy wskazują na występowanie anormalnych dodatnich stóp zwrotu z akcji przed zmianą rynku notowań oraz wyraźnie ujemnych po przeniesieniu notowań na rynek regulowany.

Oryginalność – Badania nie były dotychczas prowadzone dla polskiego rynku kapitałowego.

Słowa kluczowe: NewConnect, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, rynek kapitałowy, ponadprzeciętne stopy zwrotu

Wprowadzenie

Rynek NewConnect został stworzony z myślą o spółkach małych, nowo powstających, innowacyjnych, działających w branżach dynamicznie rozwijających się, opartych na aktywach niematerialnych (branże nowoczesnych technologii). Spółki niespełniające wymogów rynku regulowanego mogą dzięki rynkowi alternatywnego systemu obrotu pozyskiwać środki finansowe na rozwój, badania i inwestycje. Docelowo, poprzez konsekwentny rozwój i wzrost wartości firmy, wielu emitentów miało w latach późniejszych przenieść notowania na rynek regulowany GPW w Warszawie. Rzeczywistość okazała się jednak inna i przez blisko siedem lat istnienie rynku NewConnect na zmianę rynku notowań zdecydowało się dotychczas tylko 31 spółek.

Celem artykułu jest analiza wpływu zmiany rynku notowań akcji z alternatywnego systemu obrotu NewConnect na rynek regulowany Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Metodologia badawcza wykorzystująca ponadprzeciętne skumulowane stopy zwrotu (*cumulated abnormal return*, CAR) ma określić siłę relatywną notowanych akcji w stosunku do indeksów giełdowych, przed i po zmianie rynku notowań giełdowych. Wyniki analiz mają pomóc inwestorom w podjęciu właściwej decyzji o zakupie lub sprzedaży akcji. Problematyka podjęta w niniejszej pracy jest częścią większych badań dotyczących funkcjonowania polskiego rynku akcji.

* dr Roman Asyngier, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, e-mail: roman.asyngier@poczta.umcs.lublin.pl

1. Badania wpływu zmiany rynku notowań w literaturze

Badania nad wpływem zmiany rynku notowań na notowania akcji prowadzone na świecie skupiają się w głównej mierze na rynku amerykańskim. Dotyczą najczęściej przenosin notowań spółek z rynku NASDAQ na giełdę nowojorską. W kontekście niniejszych badań jest to o tyle ważne, że NASDAQ był pierwowzorem dla powstających w Europie rynków ASO. Europejskie ASO, w tym przede wszystkim londyński AIM, w zamyśle miał stanowić przeciwwagę dla dynamicznie rozwijającego się pozagiełdowego rynku amerykańskiego, stworzonego dla spółek nowoczesnych technologii.

Analizę zmiany rynku notowań i jego wpływ na notowania oraz płynność akcji podejmowano w literaturze przedmiotu wielokrotnie (McConnell, Sanger 1984; Grammatikos, Papaioannou 1986; Baker, Edelman 1992a; Kadlec, McConnell 1994; Clyde i in. 1997; Tse, Devos 2004). Choć przyjęte przez autorów okresy badawcze były różne, wyniki są w wielu aspektach zbieżne. Wspólny wniosek dla większości z tych badań jest taki, że cena akcji rośnie bezpośrednio przed zmianą rynku notowań, a następnie spada po tym zdarzeniu. Po przejściu na rynek główny występuje poprawa płynności notowań, przy czym skala tego zjawiska jest z dużym stopniem zależna od poziomu płynności przed zmianą notowań. Badania analizujące w głównej mierze efekt płynności pozwoliły stwierdzić, że przejście na rynek główny zmniejsza zmienność notowań oraz zapewnia inwestorom niższe koszty wykonania transakcji (Huang, Stoll 1996; LaPlante, Muscarella 1997; Bessembinder, Kaufman 1998; Bessembinder 1999; Jones, Lipson 1999; Bennet, Wei 2005; Weaver 2006). Ponadto przyczynia się do zwężenia spreadów transakcyjnych (Baker, Edelman 1992b; Sapp, Yan 2003). Długoterminowo przejście emitenta na rynek główny oznacza wyższe zainteresowanie akcjami ze strony inwestorów instytucjonalnych oraz analityków, co wynika z większej ilości wycen i rekomendacji (Merton 1987). Nie brakuje również opracowań, w których zawarte wnioski są w pewnej opozycji do powszechnie obserwowanych prawidłowości (zob. Pankaj, Jang-Chul 2006).

Badania dotyczące bezpośrednio wpływu zmiany notowań akcji z ASO na europejskie rynki regulowane są bardzo ograniczone. Obszerne badania dla rynku brytyjskiego przeprowadzili Jenkinson i Ramadorai (2008), przy czym badali zarówno efekt przeniesienia notowań z rynku AIM na rynek główny, jak i kierunek odwrotny. Co ciekawe, próba badacza obejmująca przejścia firm z LSE na rynek alternatywnego obrotu była blisko czterokrotnie większa (218 przypadków przy 56 opisujących przejście na LSE). W wyniku przeprowadzonych badań stwierdzili występowanie pozytywnego efektu ogłoszenia zamiaru przejścia z rynku ASO na rynek główny. Średnia dodatnia stopa zwrotu wyniosła około 5%. Po debiucie na LSE efekt przejścia okazał się neutralny, choć w niektórych przypadkach obserwowano lekko ujemne anormalne stopy zwrotu. Wyniki analiz dla zmiany notowań z rynku głównego LSE na rynek AIM wykazały efekt odwrotny. Ogłoszenie przeniesienia notowań na ASO spotkało się z podobną reakcją rynku, przy czym kierunek zmian był odwrotny (średnia anormalna stopa zwrotu wyniosła -5%). Autorzy odkryli jednak bardzo silny efekt cenowy w roku po przeniesieniu notowań. Wykazali, że dodatni CAR zbliża się

do aż 25%. Dodatkowym, długoterminowym skutkiem przejścia na rynek o mniejszych wymogach regulacyjnych była obserwowana w ciągu dwóch lat po zmianie rynku notowań poprawa wyników operacyjnych emitentów.

Badacze analizujący wpływ zmiany notowań z rynku Alternext na NYSE-Euronext odkryli niejednolite zależności rynkowe (Cissea, Fontainea 2011). Dla rynku francuskiego testy wykazały znaczące dodatnie stopy zwrotu w całym okresie przed datą zmiany rynku i jednocześnie negatywne stopy zwrotu po tym zdarzeniu. Szczególnie silne spadki cen akcji zaobserwowano w okresie pierwszych 10–12 dni po zmianie rynku notowań. Jednakże dla akcji firm o niskiej płynności anormalne stopy zwrotu po transferze notowań nadal pozostawały dodatnie. Dodatkowo stwierdzono, że akcje tych firm wykazywały silniejszy efekt poprawy płynności.

Autor mimo wnikliwych poszukiwań nie znalazł żadnego opracowania dotyczącego pozostałych rynków europejskich, w tym polskiego, odpowiadającego tematyce badawczej niniejszego artykułu.

2. Regulacje prawne i wymogi dopuszczeniowe polskiego ASO i rynku regulowanego

Rynek NewConnect (NC) został utworzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie w sierpniu 2007 roku. Wzorowany na brytyjskim rynku AIM, miał ułatwić małym i średnim przedsiębiorstwom niespełniającym wymogów rynku regulowanego w zakresie wielkości spółki, okresu funkcjonowania, sytuacji finansowej i przewidywanej wartości rynkowej pozyskanie kapitału z rynku finansowego.

W myśl Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi¹ przez alternatywny system obrotu rozumie się „organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany, poza rynkiem regulowanym, wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami”. Definicja jest zbieżna w wymowie z Dyrektywą Parlamentu Europejskiego² określającą organizację i obrót wielostronnych platform obrotu MTF (Multilateral Trading Facilities).

Rynek NewConnect, działający jako rynek nieregulowany, nie podlega bezpośredniemu nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Zasady funkcjonowania i obrotu określa Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu³, ustanowiony przez organizatora rynku. Liberalne regulacje prawne skracają proces emisji papierów wartościowych oraz zmniejszają koszty oferty i uczestnictwa w ASO.

¹ Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005, nr 183, poz. 1538 z późn. zm.

² Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG, DzU L 145, 30/04/2004.

³ Ujednolicony tekst Regulaminu ASO wraz z załącznikami jest dostępny na stronie: www.newconnect.pl/index.php?page=regulacje_prawne (4.09.2014).

Emitent ubiegający się o dopuszczenie akcji do obrotu akcji na ASO jest zobowiązany do sporządzenia dokumentu rejestrowego, którym może być dokument informacyjny⁴. Dokument zatwierdza Autoryzowany Doradca oraz organizator rynku. Emitent zobowiązany jest do współpracy z Autoryzowanym Doradcą w czasie IPO oraz trzy lata po wprowadzeniu akcji do obrotu na ASO⁵. Zakres informacji ujmowanych w sprawozdaniach finansowych⁶, mimo znaczących zmian wprowadzonych przez Giełdę w 2013 roku, jest zdecydowanie mniejszy w porównaniu z raportami sporządzanymi przez spółki notowane na rynku głównym.

NewConnect i GPW w Warszawie to dwa rynki o różnych poziomach regulacji, które korzystają z identycznej technologii handlu. Przeniesienie notowań z ASO na rynek główny jest możliwe po spełnieniu przez emitentów wymogów dopuszczeniowych rynku regulowanego. W szczególności tyczy się to konieczności sporządzenia prospektu emisyjnego, bez względu na to, czy firma emituje nowe akcje, czy wprowadza do obrotu jedynie akcje wcześniej dopuszczone do handlu na ASO, oraz kryterium kapitalizacji i płynności. Minimalna kapitalizacja spółki na rynku głównym to 15 mln euro, jednak dla spółek notowanych wcześniej na ASO jest to 12 mln euro. Free float⁷ musi wynosić co najmniej 15% wszystkich akcji objętych wnioskiem o dopuszczenie do obrotu giełdowego, których wartość według ostatniej ceny sprzedaży lub ceny emisyjnej wynosi przynajmniej 1 mln euro⁸.

3. Segment NC Lead – potencjalne spółki rynku regulowanego

Segment NC Lead został po raz pierwszy określony 31 marca 2010 roku. Powołanie do życia przez organizatora rynku tego segmentu miało na celu wyróżnienie największych i najbardziej płynnych spółek NewConect, które mogą w przyszłości spełnić wymogi dopuszczeniowe stawiane spółkom rynku regulowanego. Kwalifikacja do segmentu nie przynosi emitentom żadnych wymiernych korzyści poza prestiżem. Emitenci włączeni w skład segmentu są w sposób szczególny oznaczeni w serwisach informacyjnych giełdy i mają odrębną prezentację ich notowań w wynikach sesji.

Spółka może trafić do segmentu NC Lead, jeżeli w okresie ostatnich sześciu miesięcy spełnia następujące kryteria rynkowe:⁹

- średnia wartość kapitalizacji emitenta przekracza równowartość w złotych 5 mln euro, a free float w dniu kwalifikacji wynosi co najmniej 10%;

⁴ Szczegółowe zasady sporządzania dokumentu informacyjnego określa załącznik 1 Regulaminu ASO.

⁵ Obowiązki Autoryzowanego Doradcy opisuje Załącznik nr 5 Regulaminu ASO.

⁶ Zob. Załącznik nr 3 Regulaminu ASO.

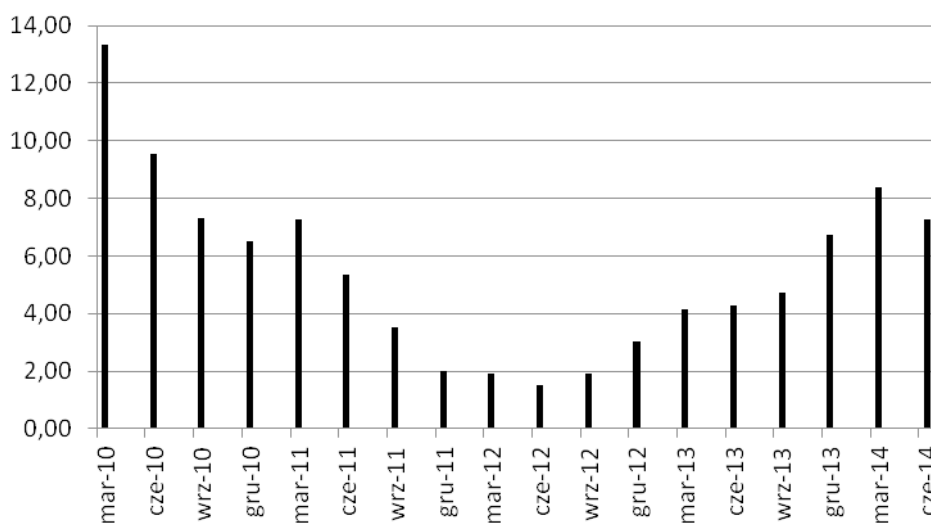
⁷ Akcje znajdujące się w posiadaniu akcjonariuszy, z których każdy jest uprawniony do wykonywania mniej niż 5% głosów na walnym zgromadzeniu emitenta.

⁸ Szczegółowe warunki dopuszczenia do obrotu giełdowego akcji określa Rozporządzenie Ministra Finansów z 12 maja 2010 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku (DzU 2010, nr 84, poz. 547) oraz § 3 Regulaminu Giełdy.

⁹ Na podstawie informacji zawartych na stronie NewConnect: www.newconnect.pl/index.php?page=segmenty_ryнку_newconnect (4.09.2014).

- średnia liczba transakcji akcjami emitenta przekraczała pięć transakcji na sesję lub średnia wartość obrotów przekraczała 5000 zł na dzień obrotu;
- w okresie ostatnich sześciu miesięcy kalendarzowych (z uwzględnieniem miesiąca, w którym dokonywana jest okresowa weryfikacja) transakcje akcjami emitenta były zawierane przynajmniej w połowie dni obrotu tymi akcjami;
- średnia jednostkowa cena akcji emitenta przekraczała 50 groszy, przy średniej zmienności nie przekraczającej 15%;
- akcje emitenta były notowane na rynku NewConnect od co najmniej dwunastu miesięcy kalendarzowych.

Ponadto Zarząd Giełdy, kwalifikując akcje emitenta do segmentu NC Lead, bierze pod uwagę czynniki jakościowe. Dokonuje analizy polegającej na ocenie przestrzegania przez emitenta zasad i przepisów obowiązujących na rynku NewConnect, w szczególności obowiązków informacyjnych określonych w Regulaminie ASO oraz weryfikacji, czy emitent stosuje zasady ładu korporacyjnego wyszczególnione w dokumencie „Dobre praktyki spółek notowanych na NewConnect”.



Rysunek 1. Wskaźnik spółek kwalifikowanych do segmentu NC Lead w latach 2010–2014

Źródło: opracowanie własne.

Weryfikacja listy spółek w segmencie NC Lead jest przeprowadzana w ujęciu kwartalnym, z cyklu: marzec, czerwiec, wrzesień i grudzień. Na trzy dni sesyjne przed końcem każdego kwartału Zarząd Giełdy stosownym komunikatem ogłasza listę zakwalifikowanych do segmentu spółek.

Tylko raz od chwili utworzenia NC Lead liczebność segmentu przekroczyła 10% wszystkich spółek notowanych na rynku ASO (rysunek 1). Szczególnie dramatycznie wyglądają statystyki, począwszy od grudnia 2011 roku. W wyniku kolejnych czterech kwartalnych weryfikacji liczba spółek uwzględnionych w segmencie nie przekroczyła ośmiu, co nie stanowiło nawet 2% wszystkich notowanych w danym okresie spółek na NewConnect. W tym samym czasie około 50% wszystkich notowanych na tym rynku spółek miało cenę jednostkową akcji poniżej 1 zł. Dane te dobitnie wskazywały na nieprawidłowości funkcjonowania rynku NC (Asyngier 2012). Rozrost ilościowy rynku w żadnej mierze nie korespondował z jakością podmiotów, których akcje dopuszczano do obrotu na ASO. Pocięszający jest jednak wyraźny wzrost wskaźnika spółek kwalifikowanych na segmencie, obserwowany od 2013 roku. Jego wysokość nadal jednak nie może być dla władz Giełdy zadowalająca.

4. Zmiany rynku notowań na polskiej giełdzie

W ciągu siedmiu lat funkcjonowania rynku NewConnect na zmianę rynku notowań na rynek główny zdecydowało się 31 emitentów. Poza spółką Centrum Klima, która w 2012 roku po ogłoszeniu upadłości została wykluczona z obrotu publicznego, wszystkie pozostałe są nadal notowane na GPW w Warszawie. Średni okres notowań spółek przed przenosinami na rynek regulowany wyniósł około 2,5 roku. W przypadku dziewięciu emitentów czas notowań na NewConnect przekroczył 1000 dni kalendarzowy, a w przypadku spółki Invista nawet 2000 dni. Rekordowo szybko notowania przeniosła jedyna z całego zestawienia upadła spółka – Centrum Klima.

Tabela 1

Spółki zmieniające ASO na rynek regulowany GPW w Warszawie

Lp.	Spółka	Data debiutu na NC	Liczba dni notowań na rynku NC	Data debiutu na GPW	Zmiana ceny w dniu debiutu na GPW	Zmiana ceny w okresie pół roku przed zmianą	Zmiana ceny w okresie pół roku po zmianie
1	2	3	4	5	6	7	8
1	MWTrade	28.09.2007	447	19.12.2008	-5,71	-42,80	-28,90
2	Centklima	28.05.2008	222	6.01.2009	54,93	-32,38	76,06
3	Fastfin	6.05.2008	692	30.03.2010	-5,36	120,00	-19,64
4	Pragmaink	14.04.2008	759	14.05.2010	-17,20	6,59	27,38
5	Indygo (LSTCapita)	13.08.2008	650	26.05.2010	-7,19	11,94	-26,80
6	Tesgas	8.07.2009	377	21.07.2010	0,96	7,12	1,85
7	KREC	14.02.2008	984	26.10.2010	-3,25	-10,23	-7,00
8	Transpol	12.09.2008	803	25.11.2010	3,57	-32,85	-7,48

1	2	3	4	5	6	7	8
9	PTI	18.05.2009	561	1.12.2010	-4,90	5,37	-27,03
10	Ekoexport	16.07.2009	529	28.12.2010	-2,94	115,03	-11,29
11	Wadex	3.06.2008	952	12.01.2011	-0,58	-9,51	-8,72
12	Euimplant	18.03.2008	1105	29.03.2011	7,39	-12,70	-62,98
13	Quercus	11.09.2008	929	30.03.2011	-0,60	12,06	-44,77
14	SMT (ADV Grupa)	9.10.2007	1281	13.04.2011	0,77	72,07	-42,23
15	DMWDM	30.08.2007	1418	19.07.2011	0,00	-10,14	-33,33
16	IQP	4.12.2007	1406	11.10.2011	-2,70	-28,29	-29,82
17	Mobruk	29.06.2010	665	25.04.2012	0,00	-10,81	-45,45
18	Voxel	11.10.2011	378	24.10.2012	-4,32	13,16	12,96
19	Baltona	30.06.2011	564	15.01.2013	5,32	-1,50	-14,35
20	Mabion	10.08.2010	986	23.04.2013	-0,99	13,63	72,94
21	Sco-Pak	28.03.2011	809	17.06.2013	-4,55	-48,84	-40,91
22	PPG	13.10.2009	1350	25.06.2013	-30,77	-13,33	-46,15
23	Invista	24.01.2008	2050	5.09.2013	-11,54	-10,53	-28,85
24	E-Kancelaria	6.04.2011	903	26.09.2013	17,06	13,33	-39,41
25	Elemental	12.07.2012	523	18.12.2013	-4,44	27,27	-8,15
26	Medicalgorithmics	9.11.2011	814	3.02.2014	6,96	230,21	-15,70
27	Comperia	5.12.2011	837	24.03.2014	0,00	13,33	-1,67
28	DTP	29.12.2011	817	26.03.2014	2,92	-12,29	-2,60
29	Cube ITG	16.09.2009	1657	1.04.2014	-4,29	19,30	-40,00
30	BRIJU	10.08.2011	1022	29.05.2014	1,91	-25,06	-8,63
31	Tele-Polska	2.12.2009	1675	7.07.2014	0,00	-6,93	6,51
	Średnia		909		-0,31	12,01	-14,33
	Mediana		817		-0,60	-1,50	-15,70

Źródło: opracowanie własne

Nominalne średnie zmiany cen akcji w okresie pół roku przed zmianą rynku notowań wskazują na pozytywny wpływ tego zdarzenia na notowania. Warto jednak zauważyć, że tylko 15 spółek zakończyło w tym okresie notowania zwyżką kursów, co oznacza, że mediana stóp zwrotu była ujemna. Pozytywnie wyróżniły się spółki Fasfin i Ekoexport drożące o ponad 100%, a przede wszystkim Invista, której cena wzrosła aż 230%. Na drugim biegunie znalazły się spółki MW Trade i Sco-Pak, taniejące odpowiednio o 42,8% i 48,8%. W dniu debiutu na rynku regulowanym cena akcji większość spółek zniżkowała (17 przypadków), co przełożyło się na ujemną medianę i średnią stóp zwrotu. Największy spadek dotknął notowania spółki PPG (-30,8%). Znaczne spadki przekraczające 10% zanotowały także Pragmaink oraz Invista. Z drugiej strony Centrum Klima odnotowało wzrost o prawie 55%. Ta sama spółka miała najwyższą z całej grupy badanych spółek stopę zwrotu w okresie pół roku po zmianie rynku notowań. Jednak łącznie tylko sześć spółek odnotowało

w tym okresie wzrosły. W pozostałych przypadkach spółki zniżkowały, przy czym w aż czternastu przypadkach o ponad 20%. Silnie ujemne odczyty średniej i mediany stóp zwrotu jednoznacznie wskazują na negatywny efekt zmiany rynku notowań.

5. Grupa i metodologia badawcza

Badaniami objęto akcje 31 spółek, które do 31 sierpnia 2014 roku zmieniły rynek notowań z alternatywnego systemu obrotu NewConnect na rynek regulowany giełdy warszawskiej. Grupa badawcza została po analizie cen i wolumenu obrotu akcjami ograniczona do 29 spółek, z uwagi na skrajnie niską płynność akcji spółek Mobruk oraz Sco-Pak¹⁰. Analizę objęto w przybliżeniu rok notowań każdej ze spółek, co odpowiada 250 sesjom giełdowym, tj. 125 przed i 125 sesjom po resplicie.

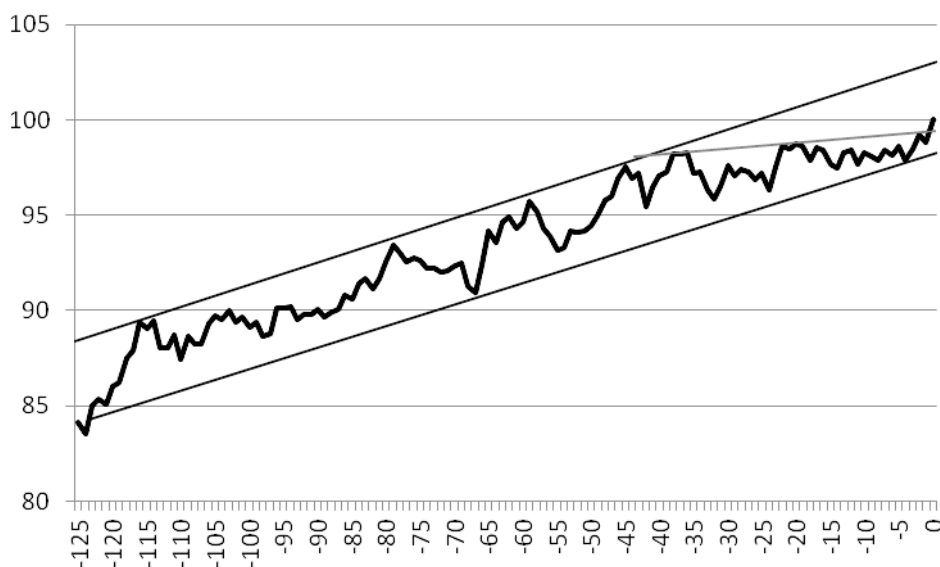
W badaniach uwzględniono powszechnie stosowaną na świecie metodę opartą na skumulowanych anormalnych stopach zwrotu (CAR – *cumulative abnormal return*; zob. Brown, Warner 1985; Harrison 2000). W celu obliczenia nadwyżkowych stóp zwrotu zastosowano model oparty na indeksie rynkowym. Tym samym uwzględniono w analizach siłę relatywnej notowań akcji w stosunku do ogólnego indeksu koniunktury giełdowej w celu wyeliminowania wpływu panujących tendencji rynkowych na notowania akcji analizowanych spółek. Indeksami brany pod uwagę w czasie notowań spółek na rynku ASO był NC Index, natomiast dla okresu notowań na giełdzie warszawskiej – indeks WIG.

Notowania wszystkich walorów sprowadzono do jednego punktu czasowego, przyjmując, że dzień t_0 oznacza ostatni dzień notowań na rynku NewConnect, natomiast dzień t_1 – debiut i pierwszy dzień notowań na GPW w Warszawie. Dla danego dnia t obliczono ponadprzeciętną stopę zwrotu z portfela akcji (CMAR – *cumulative mean abnormal return*), jako średnią z anormalnych stóp zwrotu akcji podlegających analizie (Mamcarz 2012). Dla okresu t_0 wprowadzono umowną wartość indeksu cenowego, nieważonego kapitalizacją ani wolumenem obrotów, na poziomie 100 punktów, która w kolejnych dniach była korygowana o zmianę CMAR. W tak skonstruowanym indeksie każda spółka grupy badawczej miała identyczny udział, a zmiana ceny akcji każdego waloru, z uwzględnieniem zmian odpowiedniego dla danego okresu badawczego indeksu szerokiego rynku, identycznie wpływała na zmianę indeksu cenowego.

¹⁰ Połowa sesji przed i po zmianie rynku notowań odbyła się w przypadku tych emitentów bez obrotu. Pojedyncze transakcje dokonywane walorami mogły wypaczać rzeczywistą wartość akcji i tym samym zniekształcać uzyskane wyniki. Badanie wpływu zmiany rynku notowań na wolumen obrotu akcjami będzie tematem oddzielnej publikacji.

6. Analiza anormalnych stóp zwrotu przed i po zmianie rynku notowań

Dokonane badania pokazują, że w okresie pół roku przed zmianą rynku z ASO na rynek regulowany GPW w Warszawie notowania analizowanych spółek wykazywały wyraźny trend wzrostowy (rysunek 2). Tendencję można było wpisać w kanał trendowy, formację znaną z analizy technicznej. Średni wzrost indeksu cenowego siły relatywnej całej grupy badawczej wyniósł ponad 18%. Warto odnotować, że najwyższy średni poziom notowań spółki osiągały w ostatnim dniu notowań na rynku NewConnect. Siła trendu wzrostowego nie wykazywała znaczących zmian. Jedynie w ostatnich dwóch miesiącach (około 40 sesji) przed zmianą rynku siła trendu wzrostowego wykazuje mniejszy impet, a notowania układają się w formację klina zwężającego¹¹.

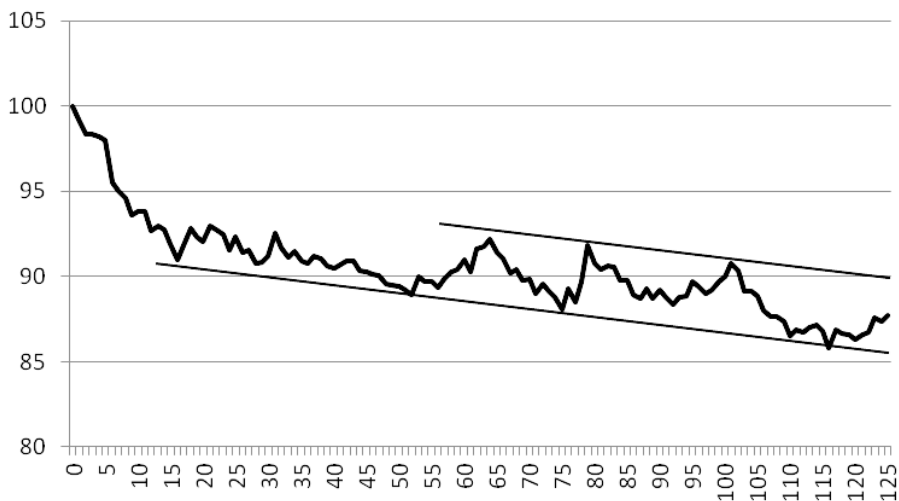


Rysunek 2. Średni kurs akcji przed zmianą rynku notowań

Źródło: opracowanie własne.

Po przeniesieniu notowań na rynek regulowany giełdy warszawskiej można zaobserwować gwałtowne odwrócenie tendencji notowań w analizowanej grupie badawczej (rysunek 3). Spadek siły relatywnej trwał od pierwszego dnia notowań na nowym rynku i w całym okresie badawczym wyniósł 12,3%, przy czym maksymalny średni spadek ceny przekroczył nawet 14%.

¹¹ Więcej o formacjach analizy technicznej i ich wartości dla prognozowania zmian kursów instrumentów finansowych w: Murphy 1999.



Rysunek 3. Średni kurs akcji po zmianie rynku notowań

Źródło: opracowanie własne.

Warto zauważyć, że spadek cen był najbardziej dotkliwy dla posiadaczy akcji w pierwszych szesnastu dniach sesyjnych notowań. Średni relatywny spadek ceny akcji wyniósł w tym okresie aż 9% i stanowił większość strat, jakie nawet w wymiarze maksymalnym zaobserwowano po zmianie rynku. Tendencja spadkowa utrzymywała się również w dalszej części okresu badawczego, przy czym impet trendu był już mniejszy. Tendencję ponownie można było opisać formacją kanału trendowego.

Uwagi końcowe

Wyniki analiz i wnioski z nich płynące są w znacznej mierze zbieżne z obserwacjami na rynkach światowych. Przeprowadzone analizy wskazują na występowanie anormalnych dodatnich stóp zwrotu z akcji przed zmianą rynku notowań oraz wyraźnie ujemnych po przeniesieniu notowań na rynek regulowany. Mimo wyraźnej tendencji zwyżkującej w okresie notowań akcji na rynku NewConnect należy zaznaczyć, że nominalnie niemal taka sama liczba akcji spółek w tym czasie rosła, co spadała. Po zmianie rynku notowań na rynek regulowany ceny akcji obierają wyraźny trend spadkowy. W okresie pół roku notowań na giełdzie warszawskiej wzrost cen akcji odnotowała tylko co piąta spółka. Tendencja spadkowa była najsilniejsza w pierwszych kilkunastu dniach po debiucie na rynku głównym. Świadczy to o krótkookresowym, silnie negatywnym efekcie zmiany rynku notowań, który wyczerpuje jednak większość potencjału spadkowego cen akcji.

Badania wpływu zmiany rynku notowań na kursy akcji powinny być kontynuowane w przyszłości, by zweryfikować wyniki badań osiągniętych w niniejszej pracy. Należy je

rozszerzyć o szczegółową analizę płynności i zmienności notowań akcji w celu oszacowania anormalnych zmian wolumenu obrotu i poziomu ryzyka występującymi przed i po przeniesieniu notowań. Jest prawdopodobne, że grupa badawcza może w kolejnych latach znacząco się powiększyć. Wiele spółek notowanych na NewConnect deklaruje chęć przeniesienia notowań akcji na rynek regulowany (Rudke, Zając, 2014).

W kontekście problemów z akcjami groszowymi na polskim rynku giełdowym¹² warto zastanowić się nad rozwiązaniem brytyjskim, pozwalającym przenosić notowania między rynkiem regulowanym LSE a rynkiem alternatywnym AIM. Tamtejsze regulacje umożliwiają taką zmianę, co jest często wykorzystywane przez emitentów. Przyjęcie takiego rozwiązania w Polsce mogłoby ochronić drobnych inwestorów przed wykluczaniem akcji z notowań i trudnościami ze zbyciem akcji wycofanych z obrotu giełdowego. Takowe mogą zaistnieć za kilka miesięcy, kiedy Giełda zacznie egzekwować restrykcje narzucone wobec *penny stocks*.

Literatura

- Asyngier R. (2012), *Nieprawidłowości funkcjonowania rynku NewConnect – aspekty prawne i organizacyjne*, Annales UMCS sectio H, t. 46, z. 4, Wydawnictwo UMCS, Lublin, s. 11–21.
- Baker H.K., Edelman R.B. (1992a), *AMEX-to-NYSE transfers, market microstructure and shareholder wealth*, „Financial Management”, vol. 21(4), s. 60–72.
- Baker H.K., Edelman R.B. (1992b), *The effects on spread and volume of switching to the NASDAQ national market system*, „Financial Analysts Journal”, vol. 48(1), s. 83–88.
- Bennett P., Wei L. (2006), *Market structure, fragmentation and market quality*, „Journal of Financial Markets”, vol. 9, s. 49–78.
- Bessembinder H. (1999), *Trade execution costs on NASDAQ and the NYSE: a post-reform comparison*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, vol. 34 (3), s. 387–407.
- Bessembinder H., Kaufman H.M. (1998), *Trading costs and volatility for technology stocks*, „Financial Analyst Journal”, vol. 54(5), s. 64–71.
- Brown S.J., Warner J.B. (1985), *Using daily stock returns: The case of event studies*, „Journal of Financial Economics”, vol. 14(1), s. 3–31.
- Cissea A.K., Fontaine P. (2011), *Economic Consequences of Stock Exchange Section Switching: Evidence from NYSE-Euronext Paris*, International Conference of the French Finance Association (AFFI), May, www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1834351 (5.09.2014).
- Clyde P., Schultz P., Zaman M. (1997), *Trading costs and exchange delisting: The case of firms that voluntarily move from the American Stock Exchange to the NASDAQ*, „Journal of Finance”, vol. 52(5), s. 2103–2112.
- Grammatikos T., Papaioannou G. (1986), *Market reaction to NYSE listings: Tests of the marketability gains hypothesis*, „Journal of Financial Research”, vol. 9(3), s. 215–228.
- Huang R.D., Stoll H.R. (1996), *Dealer versus auction markets: a paired comparison of execution costs on NASDAQ and the NYSE*, „Journal of Financial Economics”, vol. 41(3), s. 313–357.
- Jenkinson T., Ramadorai T. (2012), *Does One Size Fit All? The Consequences of Switching Markets with Different Regulatory Standards*, AFA 2008 New Orleans Meetings Paper European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 212/2008, version 2012, [www.schulich.yorku.ca/client/schulich/Schulich_LP4W_LND_WebStation.nsf/resources/Conference/\\$file/Does+One+Size+Fit+All+The+Consequences+of+Switching+Markets+with+Different+Regulatory+Standards.pdf](http://www.schulich.yorku.ca/client/schulich/Schulich_LP4W_LND_WebStation.nsf/resources/Conference/$file/Does+One+Size+Fit+All+The+Consequences+of+Switching+Markets+with+Different+Regulatory+Standards.pdf) (5.09.2014).

¹² Problem został przywołany w punkcie 3 niniejszej pracy.

- Jones C.M., Lipson M.L. (1999), *Execution costs of institutional equity orders*, „Journal of Financial Intermediation”, vol. 8(3), s. 123–140.
- Kadlec G.B., McConnell J.J. (1994), *The effect of market segmentation and illiquidity on asset prices: Evidence from exchange listings*, „Journal of Finance”, vol. 49(2), s. 611–636.
- LaPlante M., Muscarella C.J. (1997), *Do institutions receive comparable execution in the NYSE and NASDAQ markets? A transaction study of block trades*, „Journal of Financial Economics”, vol. 45(1), s. 97–134.
- Mamcarz K. (2012), *Inwestorski marketong-mix. Instrumenty sygnalizacji w komunikacji z inwestorami*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- McConnell J.J., Sanger G.C. (1984), *A trading strategy for new listings on the NYSE*, „Financial Analysts Journal”, vol. 40(1), s. 34–38.
- Merton R.C. (1987), *Presidential Address: A simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information*, „Journal of Finance”, vol. 42, s. 483–510.
- Murphy J.J. (1999), *Analiza techniczna rynków finansowych*, WIG-Press, Warszawa.
- Pankaj K.J., Jang-Chul K. (2006), *Investor Recognition, Liquidity, and Exchange Listings in the Reformed Markets*, „Financial Management”, Summer, s. 21–42.
- Rudke M., Zając P. (2014), *Przejsie na rynek główny nie gwarantuje zysków*, GG Parkiet z 26 kwietnia 2014 (5425), www.parkiet.com/arttykul/1368504.html (5.09.2014).
- Sapp T.R., Yan X. (2003), *The NASDAQ-AMEX Merger, NASDAQ Reforms, and the Liquidity of Small Firms*, „Journal of Financial Research”, vol. 26, s. 225–242.
- Tse Y., Devos E. (2004), *Trading costs, investor recognition and market response: An analysis of firms that move from the AMEX(NASDAQ) to NASDAQ(AMEX)*, „Journal of Banking & Finance”, vol. 28(1), s. 63–83.
- Weaver D.G. (2006), *Intraday Volatility on the NYSE and NASDAQ*, „Advances in Quantitative Finance and Accounting”, vol. 3, s. 111–138.

THE INFLUENCE OF THE STOCK MARKET CHANGE ON THE PRICES OF POLISH QUOTED COMPANIES

Abstract: *Purpose* – The aim of the article is an analysis of the stock market change from the NewConnect alternative trading system to the Warsaw Stock Exchange regulated market.

Methodology – The research methodology using the cumulated abnormal returns is to let us determine the relative strength of listed shares in relation to the stock indexes before and after the stock market change.

Findings – The analyzes show positive abnormal returns before changing the quotation market and clearly negative after the transfer of trading to the regulated market.

Originality – Studies have not been conducted for the Polish capital market so far.

Keywords: NewConnect, Warsaw Stock Exchange, Capital Market, Cumulative Abnormal Returns