

Michał Michorowski
Katedra Ekonomii

Publiczna oferta akcji jako forma pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwo – pozytywne i negatywne aspekty pierwszej oferty publicznej

1. Wprowadzenie

Zasadniczym celem przedsiębiorstwa funkcjonującego w gospodarce rynkowej jest maksymalizacja jego wartości, którą tworzy się w efekcie połączenia strategii działania firmy z osiąganymi wynikami finansowymi [Janasz, Janasz i Wiśniewska 2007]. Prowadzenie działalności gospodarczej w sposób efektywny wymaga więc posiadania takiego majątku, który będzie generował dochody pozwalające na ciągły rozwój firmy. Na poszczególnych etapach wzrostu niezbędne są coraz nowsze i droższe aktywa, którymi dysponowanie uzależnione jest od możliwości finansowych przedsiębiorstwa. Potrzebne kapitały, ich wielkość i struktura wpływają tym samym na wybór źródła finansowania.

Ponadto w wyborze konkretnej formy pozyskania środków przedsiębiorstwo powinno uwzględnić kilka czynników. Przede wszystkim musi rozpatrzyć dostępność kapitału i kwestię, czy spełnia wszystkie określone warunki pozwalające na skorzystanie z danego źródła finansowania. Istotne znaczenie mają również: koszt pozyskania kapitału, możliwość elastycznego zwiększania nakładów, ocena efektu dźwigni finansowej oraz poziom ryzyka [Rutkowski 2007].

Sam proces pozyskiwania kapitału oznacza podjęcie przez przedsiębiorstwo nie tylko odpowiednich starań, aby zdobyć potrzebne środki finansowe na określony czas i zadany cel, ale przede wszystkim takich przedsięwzięć, które pozwalają po pierwsze zgromadzić kapitał, a po drugie ulokować go tak, by uwzględnić relacje z otoczeniem przedsiębiorstwa [Pomykalski 2008]. Przygotowana strategia rozwoju wpływa więc na wybór możliwych form finansowania: kapitału własnego lub długu (kapitału obcego). Jednym z podstawowych źródeł kapitału własnego są wkłady wnoszone przez właścicieli poprzez objęcie nowych akcji, co może być przeprowadzone właśnie drogą pierwszej oferty publicznej (ang. *initial public offering* – IPO) [Sierpińska i Jachna 2007].

W rozumieniu polskiego ustawodawstwa oferta publiczna to „udostępnianie, co najmniej 100 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych papierów wartościowych”¹. W związku z tym za pierwszą ofertę publiczną uznaje się „dokonywaną po raz pierwszy ofertę publiczną dotyczącą określonych papierów wartościowych”². Spełnienie kolejnych wymogów prawnych oraz postępowanie przed wieloma instytucjami rynku kapitałowego pozwalają następnie na dopuszczenie oraz wprowadzenie oferowanych papierów wartościowych do obrotu giełdowego⁶.

Pierwsza oferta publiczna jest domeną spółek raczej dojrzałych, które nie tylko chcą pozyskać dodatkowe środki na planowane inwestycje, ale traktują IPO jako kolejny krok w rozwoju firmy. Historia ich działalności, zdobyte doświadczenie, pozycja rynkowa czy prowadzony model biznesowy pozwalają ubiegać się o prestiżowe miano spółki giełdowej.

Przedsiębiorstwo, decydując się na pozyskanie kapitału poprzez debiut giełdowy, musi jednak poddać analizie wszystkie czynniki warunkujące proces samego wejścia spółki na giełdę papierów wartościowych oraz późniejsze funkcjonowanie na rynku zorganizowanym. Oprócz zestawienia zalet i wad takiego sposobu finansowania należy zwrócić szczególną uwagę na koszt kapitału oraz zmiany zachodzące w prowadzonej przez spółkę polityce właścicielskiej. Decyzja o przeprowadzeniu pierwszej oferty publicznej jest jedną z najważniejszych decyzji w funkcjonowaniu spółki [Siwek 2005].

¹ 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.

² Na potrzeby niniejszego artykułu dla uproszczenia za pierwszą ofertę publiczną (IPO) uznano proces polegający na emisji nowych akcji lub sprzedaży akcji już istniejących po raz pierwszy za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych.

2. Korzyści publicznej oferty akcji

Występowanie spółki oraz notowanie jej akcji na rynku giełdowym niesie wiele korzyści, zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio wpływających na pozytywne jej funkcjonowanie. Do zalet pierwszej oferty publicznej można zaliczyć przede wszystkim następujące czynniki [Strategies... 2010]:

1. *Wzrost kapitału i ekspansji na rynku.* Gdy dalszy rozwój przedsiębiorstwa nie może być finansowany z wewnętrznych źródeł, funduszy *private equity* lub kredytów, IPO pozwala zaopatrzyć przedsiębiorstwo w dodatkowy kapitał potrzebny m.in. do realizacji inwestycji, rozszerzenia prac badawczo-rozwojowych czy spłaty istniejących zobowiązań. Działanie spółki na rynku giełdowym umożliwia również w sposób bardziej efektywny ekspansję na dotychczasowym lub nowym rynku poprzez dokonanie fuzji i przejęć, znalezienie strategicznego inwestora czy utworzenie grupy kapitałowej.

2. *Wzrost pozycji finansowej.* W związku z tym, że akcje oferowane w procesie IPO pokrywane są przez kapitał wnoszony przez inwestorów, automatycznie zyskuje bilans przedsiębiorstwa oraz wskaźniki zadłużenia. W porównaniu choćby z dłużnymi instrumentami finansowymi strategia ta jest mniej ryzykowna dla rozwoju firmy. Nowy kapitał może zostać z powodzeniem wykorzystany do realizacji krótko- i długoterminowych celów przedsiębiorstwa.

3. *Ograniczenie rozwodnienia kapitału.* Przedsiębiorstwo, przygotowując ofertę IPO, może zdecydować o wyższej cenie emisyjnej niż ta, którą osiągnęłoby za sprzedaż akcji w prywatnej ofercie lub z innego źródła inwestowania. Dzięki temu mniejsza część spółki nabywana jest przez inwestorów za podobną wartość kapitału. Co więcej, struktura akcjonariatu nie ulega zbyt dużemu rozdrobnieniu.

4. *Łatwiejszy dostęp do kapitału.* Konkurencja kapitału inwestorów występująca na rynku giełdowym umożliwia spółkom publicznym pozyskiwanie dodatkowych funduszy poprzez kolejne emisje papierów wartościowych. Spółka giełdowa jest bardziej rozpoznawalna niż przedsiębiorstwa nieuczestniczące w obrocie. Jeśli, dodatkowo, dotychczasowe wyniki spółki oraz pozycja w branży postrzegane są przez inwestorów jako perspektywiczne, przyszłe oferty publiczne będą przeprowadzane na bardzo korzystnych warunkach.

5. *Płynność oraz rynkowa wycena.* Gra popytu i podaży na rynku giełdowym kształtuje aktualną cenę notowanych akcji. Dzięki temu w każdej chwili możliwa jest pełna i dokładna wycena rynkowej wartości spółki. Ponadto na podstawie ceny i jej wahań potencjalni inwestorzy uzyskują wiedzę o możliwej stopie zwrotu, co wpływa na podjęcie przez nich decyzji o zakupie lub sprzedaży akcji. Poszczególne zachowania inwestorów są odzwierciedleniem ich opinii o podmiocie i jego potencjale rozwojowym. Dzięki temu kadra menedżerska przedsiębiorstwa otrzymuje informację zwrotną, czy sposób zarządzania jest trafny. Płynność obrotu

walorów na giełdzie sprzyja także obniżeniu kosztu kapitału pozyskiwanego przez spółkę w kolejnych emisjach.

6. *Poprawa wiarygodności i zdolności kredytowej.* Już sam status spółki publicznej powoduje zwiększenie prestiżu i renomy. Partnerzy biznesowi, tacy jak dostawcy, odbiorcy, klienci czy instytucje finansowe, mają wgląd w informacje na temat kondycji spółki, co znacznie ułatwia przeprowadzanie dwustronnych transakcji. Pełna dokumentacja dotycząca sytuacji finansowej spółki pozwala na obiektywną ocenę ryzyka kredytowego, co w wielu przypadkach przekłada się na niższe oprocentowanie kredytów lub zwiększony limit zadłużenia. Potencjalni partnerzy mogą czuć się znacznie bezpieczniej w nawiązywaniu początkowych relacji biznesowych. Spółka, której akcje notowane są na giełdzie papierów wartościowych, postrzegana jest jako bardziej atrakcyjny partner we wszelkich kontaktach biznesowych.

7. *Poprawa wydajności i motywacji pracowników.* Opcje menedżerskie i inne zachęty rekompensujące czynny udział pracowników pozwalają im w pełni uczestniczyć w sukcesie całego przedsięwzięcia. Zbieżność celów właścicieli spółki i kadry poprzez wzrost zaangażowania wpływa na efektywne funkcjonowanie i tworzenie wartości firmy. Posiadanie akcji pracowniczych powoduje także zwiększenie motywacji oraz wpływa na ukształtowanie się pozytywnej, długoterminowej więzi pomiędzy pracownikami i pracodawcą. Takie powiązanie wynagrodzenia promuje w przedsiębiorstwie kulturę ukierunkowaną na wyniki i poczucie własności [Cwynar i Cwynar 2002].

8. *Efekt marketingowy.* Sytuacja spółek notowanych na giełdzie jest przedmiotem zainteresowania wielu środków masowego przekazu. Wobec tego funkcjonowanie na rynku giełdowym zapewnia nieustającą kampanię marketingową dla przedsiębiorstwa. Ta bezpłatna reklama pozwala na zwiększenie zasięgu oraz na zaistnienie w świadomości potencjalnych inwestorów i partnerów biznesowych. Ponadto możliwość wykorzystywania w nośnikach reklamowych informacji o obecności na giełdzie zwiększa ich wiarygodność i umacnia pozycję spółki w różnego rodzaju negocjacjach.

Poza wymienionymi czynnikami istnieje jeszcze wiele innych, które mają wpływ na podjęcie decyzji o pierwszej ofercie publicznej. Wybór i liczba czynników zdeterminowane są głównie przez założone przez właścicieli i zarządy przedsiębiorstw cele. Niektórzy z nich decydują się na IPO wyłącznie po to, by zdobyć kapitał w najbardziej efektywny sposób, inni nastawiają się na wzrost płynności, by następnie „wyjść z inwestycji” i sprzedać akcje spółki poprzez rynek giełdowy [Vance 2005].

3. Negatywne aspekty publicznej oferty akcji

Oprócz wielu zalet z pierwszą ofertą publiczną wiążą się również pewne niedogodności i obowiązki, które muszą zostać spełnione, by firma mogła wejść na giełdę i z powodzeniem na niej funkcjonować. Stąd też przy podejmowaniu decyzji należy wziąć pod uwagę wszelkie słabości tego przedsięwzięcia i skonfrontować je z jego poszczególnymi atutami.

Ujawnianie informacji. Na spółce giełdowej ciążyą obowiązki informacyjne. Dane dotyczące działalności przedsiębiorstwa (m.in.: wartość sprzedaży, zyski, wysokość wynagrodzeń, istotne wydarzenia) muszą być ujawnione nie tylko podczas samego procesu sporządzania prospektu emisyjnego, ale również regularnie w formie raportów bieżących i okresowych w czasie funkcjonowania na giełdzie. Wypełnianie tego obowiązku generuje dodatkowe koszty oraz może spowodować, że spółka poniesie określone straty w przewadze konkurencyjnej na docelowym rynku. Zakres ujawniania informacji przez spółki giełdowe ilustruje rys. 1.

Rynek wtórny	raporty okresowe: roczne, półroczne, kwartalne	raporty bieżące dotyczące zdarzeń, które mogą mieć istotny wpływ na cenę akcji
Rynek pierwotny	informacje finansowe wynikające z treści rozdziału II, VII, IX i X prospektu emisyjnego	skład akcjonariatu spółki, analiza SWOT, informacje o władzach spółki itp.
	Informacje finansowe	Pozostałe

Rys. 1. Ujawnianie informacji w ujęciu horyzontalno-wertykalnym

Źródło: [Andrzejewski 2002, s. 117].

Dodatkowe obowiązki kadry zarządzającej. Menedżerowie wysokiego szczebla częściej niż dotychczas są zobligowani do udzielania odpowiedzi oraz wyjaśnień dotyczących sytuacji i rozwoju przedsiębiorstwa na prośbę nie tylko samych akcjonariuszy, ale i brokerów, analityków, instytucji rynku kapitałowego, także prasy. Szczegółowe procedury giełdowe dodatkowo wymagają od nich pełnego zaangażowania w przygotowanie sprawozdań finansowych i przekazywanie informacji o wszelkich istotnych sprawach na temat spółki do organów nadzorujących.

Presja na zwiększanie zysków. Spółki, których akcje notowane są na giełdzie, są pod ciągłą presją z wewnątrz (akcjonariuszy) oraz otoczenia na zwiększanie

szanie stopy zwrotu. Jeśli osiągnięte wyniki finansowe będą w znaczący sposób odbiegać od nakreślonego trendu i oczekiwań rynku, nieuchronnie przełoży się to na istotny spadek cen akcji – niezadowolone akcjonariuszy z osiągnięć spółki i rosnąca obawa przed kolejnymi wahaniami spowodują falę sprzedaży akcji. Nadmierna presja skłania zarząd również do podejmowania krótkowzrocznych decyzji, które mogą okazać się szkodliwe w perspektywie długoterminowej strategii przedsiębiorstwa.

Czas pozyskania finansowania i towarzyszące temu ryzyko. Czas niezbędny do przeprowadzenia procesu IPO wynosi średnio od 6 do 9 miesięcy (liczony jest od momentu podjęcia przez walne zgromadzenie akcjonariuszy formalnej decyzji do dnia debiutu giełdowego). Często podjęcie samej decyzji poprzedzone jest kilkutygodniowym okresem przygotowań, co automatycznie wydłuża czas do ok. 10 miesięcy [Droga na giełdę 2008]. Przykładowy harmonogram prac przedstawia rys. 2.

Rozpoczęcie zaawansowanych prac wcale nie gwarantuje końcowego sukcesu w postaci pozyskania całości potrzebnego kapitału. Uzyskanie wstępnej informacji o tym, czy potencjalni inwestorzy będą zainteresowani zakupem akcji w ofercie publicznej, jest niekiedy możliwe dopiero po około 5–7 miesięcy, co automatycznie powoduje wzrost i tak już wysokiego poziomu ryzyka powodzenia uplasowania emisji na rynku giełdowym.

Utrata kontroli i możliwość wrogiego przejęcia. Sprzedaż udziałów osłabia pozycję dotychczasowego właściciela, zmniejszając jego poziom kontroli w spółce. W celu zachowania przejrzystości i zaufania na rynkach kapitałowych część członków zarządu i rad nadzorczych musi spełniać kryterium niezależności, co dodatkowo ogranicza wpływ właściciela na sprawy spółki³.

W wyniku nieograniczonej rotacji akcjonariuszy i zmian w strukturze właścicielskiej wzrasta także możliwość wrogiego przejęcia. Istnieje zatem obawa, że niepożądany inwestor zdobędzie w spółce dominującą pozycję.

Koszty. Wydają się największą barierą, zniechęcającą wiele spółek do przeprowadzenia pierwszej oferty publicznej. Wprowadzając spółkę na giełdę, należy ponieść względnie wysokie nakłady inwestycyjne, na które składają się głównie: koszty zbadania sytuacji ekonomiczno-finansowej, sporządzenia prospektu emisyjnego, wynagrodzenia dla podmiotów współpracujących, koszty związane z promocją oferty oraz wszelkie opłaty sądowe i administracyjne poniesione przy postępowaniu przed organami rynku kapitałowego. Jeżeli spółka chce zagwarantować dojście emisji do skutku, musi również wliczyć w koszty wynagrodzenie subemitenta. W dalszej perspektywie nieuniknione jest także ponoszenie kosztów

³ Zalecenia Komisji Europejskiej z dnia 15 lutego 2005 r. dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej) (2005/162/WE).

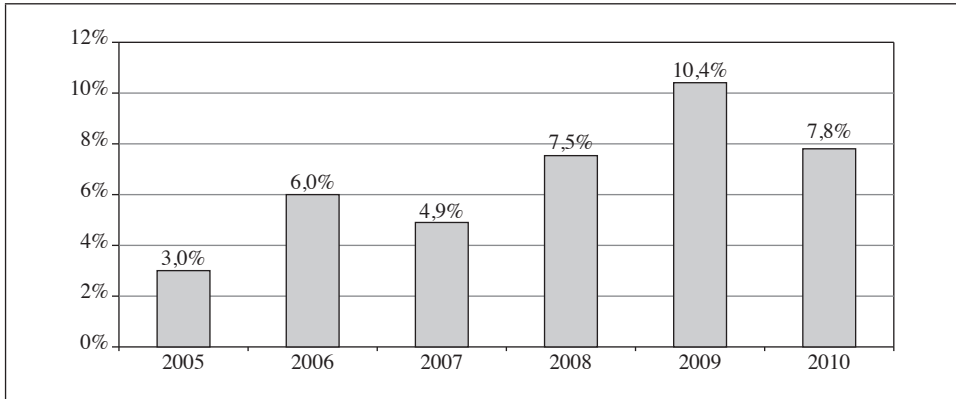
związanych z rzetelnym wypełnianiem wymogów informacyjnych. Większość tych kosztów ma jednak charakter stały, co sprawia, że wraz ze wzrostem wartości emisji ich wartość jednostkowa ulega zmniejszeniu.

Miesiąc	1	2	3	4	5	6	7
Tydzień	1-4	5-8	9-12	13-16	17-20	21-24	25-28
Przygotowanie transakcji							
Negocjowanie i podpisywanie umów	■	■					
Ustalenie zakresu i harmonogramu prac	■	■					
Due dilligence							
Prawne / podatkowe / biznesowe		■	■	■	■	■	■
Opracowanie modelu i wstępnej wyceny							
Model finansowy			■	■	■	■	■
Wstępna wycena spółki				■	■		
Prospekt emisyjny							
Przygotowanie prospektu		■	■	■	■	■	■
Postępowanie przed KNF				■	■	■	■
Działania PR							
Opracowanie strategii			■	■	■	■	■
Działania wizerunkowe				■	■	■	■
Promocja oferty						■	■
Marketing oferty							
Przygotowanie prezentacji				■	■	■	■
Przygotowanie raportu analitycznego					■	■	■
Premarketing						■	■
Roadshow						■	■
Subskrypcja							
Ustalenie przedziału ceny i bookbuilding						■	■
Subskrypcja							■
Przydział akcji							■

Rys. 2. Harmonogram prac przy pierwszej ofercie publicznej

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ATF Consulting sp. z o.o.

W ocenie specjalistów rynku kapitałowego koszt wejścia na giełdę papierów wartościowych nie powinien przekraczać 10–12% wartości emisji – tyle wynosi średni koszt kredytu inwestycyjnego, dla którego IPO jest alternatywnym źródłem finansowania [Adamczyk 2010].



Rys. 3. Średni koszt debiutu giełdowego (jako procent wartości oferty) w latach 2005–2010
 Źródło: [Adamczyk 2011, s. 2].

Największe koszty w historii GPW w Warszawie SA w wartościach bezwzględnych towarzyszyły ofertom PGE (ok. 70 mln zł), PKO BP (ok. 45 mln zł) i PGNiG (ok. 37 mln zł)⁴. Najmniejsze kwoty kosztów odnotowane zostały w przypadku spółek PC Guard (0,1 mln zł) oraz Invest Consulting, Mediatel i Netmedia (0,2 mln zł) [Droga na giełdę... 2008]. Średni koszt emisji akcji w relacji do pozyskanego kapitału w procesie IPO kształtujący się w latach 2005–2010 przedstawia rys. 3.

Aby uzyskać status spółki giełdowej w 2009 r., należało średnio zapłacić ok. 10,4% wartości oferty, co było rekordową sumą w analizowanym okresie. Średni koszt w znaczny sposób podniosła m.in. spółka GPM Vindexus, specjalizująca się w obrocie wierzytelnościami i usługach windykacyjnych – pozyskanie z emisji 1,75 mln zł kosztowało firmę ok. 0,9 mln zł (51,5%) [Kwiatkowska 2010].

Jeśli porównać wcześniejsze lata, średni koszt kapitału wahał się od poziomu 3,0% w 2005 r., poprzez 4,9% w 2007 r. do 7,5% w 2008 r. Istotny wzrost (o 2,6 pkt proc.) kosztu debiutu w 2008 r. był wynikiem m.in. poniesionych dodatkowo wydatków na usługi subemitenta, który gwarantował powodzenie IPO w okresie światowego spowolnienia gospodarczego.

W latach 2005–2010 najwięcej za wejście na giełdę zapłaciła spółka IZNS Ława, która debiutując w 2008 r., musiała wydać ponad trzy razy więcej pieniędzy (328%), niż uzyskała od inwestorów. Natomiast najmniej środków przypada z reguły na spółki Skarbu Państwa, które charakteryzuje bardzo wysoka wartość oferty (w mld zł). Dlatego wskaźnik kosztu debiutu giełdowego w relacji do pozys-

⁴ Dane pochodzą z prospektów emisyjnych poszczególnych spółek.

skanego kapitału dla takich spółek jak Tauron, PZU i GPW wyniósł jedynie 0,5% [Adamczyk 2011].

Jak widać, decyzja o wyborze IPO jako sposobu finansowania dalszego rozwoju przedsiębiorstwa zależy od bardzo wielu czynników i należy ją rozpatrywać w kontekście długoterminowej strategii spółki. Zanim właściciele podejmą próbę uzyskania statusu spółki giełdowej, powinni więc starannie przeanalizować wszystkie pozytywne oraz negatywne zjawiska temu towarzyszące.

Z raportu przygotowanego przez firmę KPMG i GPW w Warszawie SA wynika, że głównym, ale nie jedynym motywem wejścia spółek na giełdę w latach 2004–2006 było pozyskanie kapitału (70% badanych) [*Kierunek giełda...* 2007]. Kolejnymi przesłankami wprowadzenia spółki do obrotu były: podniesienie wiarygodności przedsiębiorstwa, możliwość sprzedaży akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy, efekty marketingowe (w tym: promocja, prestiż, wzrost rozpoznawalności marki) oraz rynkowa wycena spółki. Z kolei obawy towarzyszące pierwszej ofercie publicznej dotyczyły w szczególności: ryzyka wykorzystania przez konkurencję ujawnionych przez spółkę informacji (59% badanych), uciążliwości procedury IPO (48%) oraz kosztów z nią związanych (37%).

Co jednak najistotniejsze, niemal 75% badanych spółek przyznało, z perspektywy czasu i doświadczeń, że początkowe cele związane z wejściem na giełdę udało się osiągnąć. Dodatkowo 80% z nich nie potwierdziło spełnienia się wcześniejszych obaw. W rezultacie aż 90% ankietowanych wybrałoby ponownie IPO jako właściwą drogę rozwoju spółki i pozyskania środków.

Wejście na giełdę na pewno nie jest przeznaczone dla każdego przedsiębiorstwa. Z możliwości tej mogą skorzystać jedynie te spółki, które znajdują się na określonym etapie rozwoju i faktycznie potrzebują zasilenia kapitałowego w drodze emisji akcji, mając na uwadze wszystkie jej następstwa.

4. Koszt pozyskania kapitału

Podjęcie decyzji o wyborze pierwszej oferty publicznej wymaga przeprowadzenia rzetelnej oceny efektywności i stwierdzenie, czy pozyskanie kapitału drogą IPO rzeczywiście przynosi maksymalne korzyści przy możliwym do zaakceptowania przez właścicieli poziomie ryzyka. Należy więc pamiętać, aby zaangażowany kapitał zarabiał więcej, niż kosztował [Cwynar i Cwynar 2009].

Emisja akcji jest potencjalnym sposobem finansowania kapitału własnego w perspektywie długoterminowej. W zasadzie ma też charakter bezzwrotny, gdyż pozyskany kapitał zwraca się jedynie w przypadku likwidacji przedsiębiorstwa lub w momencie częściowego umorzenia akcji. W związku z tym nowi akcjonariusze w ramach rekompensaty za wysoką skalę ryzyka oczekują satysfakcjonującej stopy

zwrotu z tytułu wniesionych przez siebie wkładów pieniężnych. Stąd koszt kapitału własnego należy postrzegać jako koszt utraconych możliwości podmiotów inwestujących, który jest równy stopie zyskowności z innych alternatywnych lokat kapitałowych, utraconych w wyniku zaangażowania środków w akcje oferowane w procesie IPO [Bień 2008].

W rezultacie stopa rentowności aktywów przedsiębiorstwa, która została sfinansowana przez inwestorów, powinna odpowiadać co najmniej przeciętnej rynkowej stopie zwrotu, by spełnić ich oczekiwania. Dla przedsiębiorstwa zaś rynkowa stopa zwrotu jest kosztem, jaki musi ono ponieść, aby zatrzymać środki finansowe pozyskane od akcjonariuszy [Dudycz 2005].

Koszt kapitału, który został pozyskany przez przedsiębiorstwo w wyniku pierwszej oferty publicznej, odpowiada zatem oczekiwanej stopie zwrotu z akcji nabytych przez inwestorów. Wśród czynników, które oddziałują na wartość stopy zwrotu, można wymienić m.in. [Nawrot 2006]:

- ryzyko z tytułu inwestowania w akcje danej spółki, w której trudno przewidzieć wysokość przyszłych przepływów pieniężnych – wyższe ryzyko oznacza wyższą stopę zwrotu, a tym samym wyższy koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa;

- poziom rynkowych stóp procentowych – wraz z ich wzrostem rosną oczekiwania inwestorów co do wysokości stopy zwrotu, co powoduje wyższy poziom kosztu kapitału;

- podaż kapitału – im większa jest liczba chętnych do objęcia akcji, tym większy jest nacisk na spadek oczekiwanej stopy zwrotu i kapitał staje się tańszy.

Najprostszym sposobem zmierzenia stopy zwrotu z akcji oferowanych w IPO jest porównanie ceny z pierwszego notowania z ceną emisyjną [Sukacz 2005]. Analizie poddano wszystkie spółki akcyjne przeprowadzające pierwszą ofertę publiczną na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA w latach 2005–2010. Próba liczyła 233 spółki. Do wyznaczania stóp zwrotu wykorzystano ceny zamknięcia dla akcji i praw do akcji spółek z dnia debiutu giełdowego.

Pierwsze stopy zwrotu (IR_i) obliczone zostały zgodnie z następującą formułą [Siwek 2005]:

$$IR_i = \frac{P_{i1} - P_{i0}}{P_{i0}},$$

gdzie:

P_{i1} – cena zamknięcia akcji i -tej spółki w dniu pierwszego notowania,

P_{i0} – cena emisyjna w czasie pierwszej oferty publicznej i -tej spółki.

Następnie wyznaczono przeciętną pierwszą stopę zwrotu (IR) dla wszystkich spółek przeprowadzających IPO:

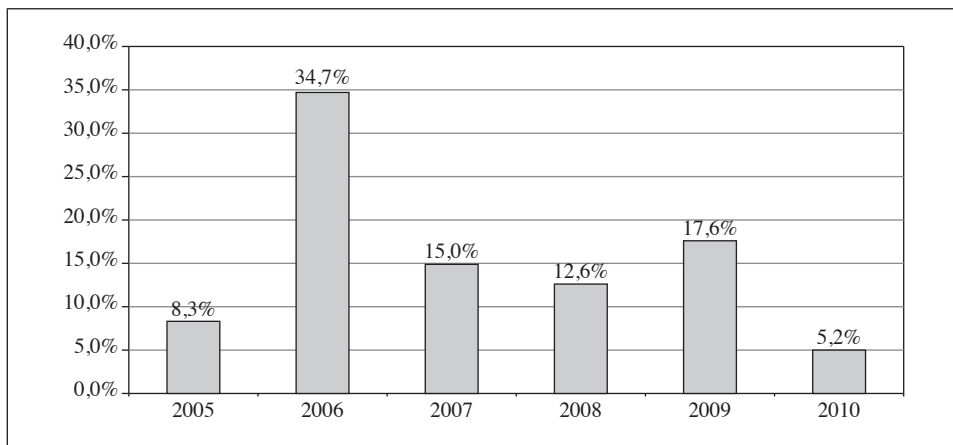
$$IR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N IR_i,$$

gdzie:

IR – średnia pierwsza stopa zwrotu,

N – liczba spółek.

Z wykorzystaniem podanych formuł dla każdego roku kalendarzowego w okresie 2005–2010 zostały wyznaczone średnie pierwsze stopy zwrotu z pierwszej oferty publicznej (rys. 4).



Rys. 4. Średnie pierwsze stopy zwrotu dla IPO w Polsce w latach 2005–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW w Warszawie SA.

Średnio dla całego analizowanego okresu pierwsza stopa zwrotu wyniosła 17,6%, co oznacza, że inwestycje w IPO były korzystne dla inwestorów. Najwyższą pierwszą stopą zwrotu (34,7%) charakteryzowały się emisje, dla których debiut miał miejsce w 2006 r., kiedy IPO sprzyjała dobra koniunktura giełdowa spowodowana bardzo dobrą kondycją polskiej gospodarki. Natomiast najniższa pierwsza stopa zwrotu (5,2%) towarzyszyła emisjom debiutującym w 2010 r. Na 233 spółki przeprowadzające pierwszą ofertę publiczną w przypadku 61 spółek (26%) realizowane były ujemne pierwsze stopy zwrotu, najczęściej zaobserwowano ich w drugiej połowie 2007 r., kiedy nastąpiło znaczne odwrócenie trendu wzrostowego (25 z 81 debiutujących w 2007 r.).

Analiza pierwszych stóp zwrotu wskazuje dodatkowo na istnienie skutecznej strategii inwestycyjnej opartej na niedoszacowaniu cen emisyjnych [Ross, Westerfield i Jordan 1999]. Oznacza to, że inwestorzy, którzy w procesie IPO nabywają akcje oferowane, by następnie podczas debiutu lub wkrótce po nim je odsprzedać

na rynku giełdowym, osiągają dodatnie, często ponadprzeciętne stopy zwrotu. Dlatego spółki, przeprowadzając emisję, powinny wyważać interesy swoje i inwestorów, ustalając taką cenę emisyjną, która pozwoli w jak największym stopniu zredukować wielkość potencjalnego kapitału nieuzyskanego z powodu zaniżenia wartości akcji. Wyceniając akcje poniżej rzeczywistej wartości rynkowej, dotychczasowi akcjonariusze ponoszą stratę alternatywną, spowodowaną transferem wartości do nabywców akcji nowej emisji [Czekaj i Dresler 2008].

Świadomość względnie wysokich kosztów pozyskania kapitału własnego, którego istotę określa kategoria oczekiwanej przez inwestora stopy zwrotu, nie zniechęca zarządzających przedsiębiorstwami do wprowadzania akcji na giełdę przez pierwszą ofertę publiczną. Szybki rozwój polskiego rynku IPO sprzyja zwiększonej aktywności, gdyż niejako gwarantuje dostateczny popyt na akcje spółek ze strony potencjalnych inwestorów zainteresowanych ulokowaniem swojego kapitału w rentowne przedsięwzięcia.

5. Polityka właścicielska

Na strukturę kapitałów, a tym samym na formę pozyskiwania funduszy, duży wpływ ma prowadzona w przedsiębiorstwie polityka właścicielska. To właśnie od decyzji walnego zgromadzenia akcjonariuszy zależy, czy, w jakiej wysokości i w jaki sposób nastąpi dokapitalizowanie kapitału zakładowego.

Motywy postępowania i podejmowania decyzji mogą być bardzo różne. Z jednej strony akcjonariusze będą kierować się zachowaniem optymalnej z ich punktu widzenia struktury akcjonariatu, z drugiej zaś mogą brać pod uwagę zagadnienia czysto ekonomiczne, decydując się na wybór najtańszej formy pozyskania kapitału. Ważny jest też aspekt psychologiczny – chodzi mianowicie o to, aby działania akcjonariuszy sprawiały dobre wrażenie na potencjalnych inwestorach [*Finanse spółki...* 2009].

Podjęcie decyzji o przeprowadzeniu oferty publicznej wymaga od właścicieli dojrzałości oraz ogromnej wiedzy na temat skomplikowanego, czaso- i kapitałochłonnego procesu IPO. Przed wydaniem uchwały o zamiarze wprowadzenia spółki akcyjnej do obrotu giełdowego akcjonariusze powinni dysponować wszelkimi analizami uwzględniającymi alternatywne źródła finansowania, przedstawiającymi zalety oraz niekorzystne aspekty emisji na rynku giełdowym i skierowania jej do nieograniczonego kręgu nabywców.

Również od akcjonariuszy zależy możliwość kształtowania się polityki dywidendy, która rozstrzyga o tym, ile wygenerowanego zysku należy wypłacić w postaci dywidendy, a ile zatrzymać w przedsiębiorstwie i przeznaczyć na cele rozwojowe. Wypracowanie stałych zasad wypłat dywidend sprzyja utrwalaniu więzi pomiędzy spółką a inwestorami oraz wpływa na stabilność cen rynkowych

akcji. Wszelkie modyfikacje w polityce dywidend traktowane są przez inwestorów jako sygnały nadchodzących zmian w przedsiębiorstwie [Duliniec 2007].

6. Kluczowe czynniki sukcesu IPO

Pomyślne zakończenie procesu IPO przejawiające się objęciem przez inwestorów wszystkich oferowanych akcji po maksymalnej cenie uwarunkowane jest wieloma czynnikami [Proces IPO... 2009].

Pierwszym z nich jest zapewne atrakcyjność branży, w której działa podmiot emitujący. Obiecujące perspektywy wzrostu branży sprawiają, że inwestorzy chętniej kupują akcje spółek o stabilnej pozycji rynkowej. Dodatkowym atutem jest brak lub mała liczba konkurencyjnych przedsiębiorstw z danej branży notowanych na giełdzie.

Powodzenie pierwszej oferty publicznej zależy również od sytuacji finansowej emitenta. Dobra kondycja gwarantująca satysfakcjonującą stopę zwrotu lub osiągnięcie zysków w krótkim czasie przekłada się na duże zainteresowanie ze strony potencjalnych inwestorów.

Kolejnym czynnikiem sukcesu mogą być wiarygodne cele emisji, które jasno określone znajdują odzwierciedlenie w dalszym rozwoju spółki i wpłyną na wzrost jej rentowności. Cele pozyskania środków oraz planowane inwestycje powinny przekonać potencjalnych inwestorów, że zaangażowany przez nich kapitał zostanie optymalnie wykorzystany.

Ważnym elementem wpływającym na powodzenie pierwszej oferty publicznej na pewno jest zarząd spółki. Doświadczenie członków organu zarządzającego, ich umiejętność wzbudzania zaufania, elokwencja odgrywają kluczową rolę na spotkaniach z inwestorami (*roadshow*). To, jak zostaną odebrani, często decyduje o pomyślnym zakupie akcji kierowanego przez nich przedsiębiorstwa.

Należy podkreślić także wielki wkład zespołu doradców IPO – finansowego, prawnego, audytora, oferującego czy agencji *public relations*. Ścisła współpraca pomaga znacznie usprawnić cały proces pierwszej oferty publicznej: przekonać inwestorów, wybrać najbardziej korzystny czas i okoliczności rynkowe dla debiutu oraz sprzedać oferowane akcje po maksymalnej cenie. Doświadczony i skuteczny zespół doradców gwarantuje zachowanie wszelkich standardów, a ich zaangażowanie często przekłada się na sukces, nawet jeśli emisja akcji przeprowadzana jest w okresie słabszej koniunktury giełdowej.

Złożoność czynników wpływających na pomyślne zakończenie pierwszej oferty publicznej sprawia, że nie zawsze oferta kończy się sukcesem. Oprócz wielu czynników, które bezpośrednio zależą od decyzji podmiotu emitującego, jest wiele takich, których w żaden sposób nie da się kontrolować. Nieprzewidywalne zachowania inwestorów oraz niepewna sytuacja na globalnych rynkach giełdowych na

pewno nie wpływają korzystnie na poziom ponoszonego przez przedsiębiorstwo ryzyka inwestycyjnego.

Podkreślenia wymaga fakt, że przygotowania do IPO prowadzone są w sposób skrupulatny i zgodny z wszelkimi obowiązującymi przepisami oraz normami. Dzięki temu mimo negatywnych, niepewnych aspektów szanse na końcowy sukces zdecydowanie rosną.

7. Podsumowanie

W związku z nieprzerwanym rozwojem rynku kapitałowego w Polsce oraz wzrostem zainteresowania i zaangażowania ze strony zarówno krajowych, jak i zagranicznych inwestorów Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA stała się dla wielu przedsiębiorstw atrakcyjnym miejscem do pozyskiwania kapitału – sposobem finansowania różniącym się od dotychczasowych, alternatywnych źródeł. Rynek giełdowy, który w sposób coraz bardziej efektywny koncentruje popyt na papiery wartościowe oferowane przez emitentów, jest miejscem pozyskiwania środków na określonych, konkurencyjnych warunkach.

Pierwsza oferta publiczna oraz wprowadzenie akcji do obrotu giełdowego pozwalają spółkom w pełni wykorzystać możliwości, które daje rynek giełdowy. Spółki nie tylko gromadzą potrzebny kapitał na dalszy rozwój, ale również niewątpliwie zyskują na wiarygodności i prestiżu, na czym coraz bardziej zależy właścicielom i zarządzającym spółkami (by poprawić pozycję konkurencyjną na docelowym rynku). Emisja akcji za pośrednictwem giełdy otwiera również możliwość czerpania korzyści z kolejnych emisji papierów wartościowych w przyszłości. Uzyskanie statusu spółki giełdowej umożliwia ponadto szerszy dostęp do środków finansowych, które są w posiadaniu dużej liczby podmiotów aktywnie działających na parkiecie.

Należy jednak pamiętać, że w zamian za to spółka ponosi określone koszty. Dlatego podjęcie strategicznej decyzji o przygotowaniu i przeprowadzeniu procesu IPO wymaga od właścicieli i zarządzających przedsiębiorstwem specjalistycznej wiedzy oraz dokonania szczegółowej analizy wszystkich dostępnych wariantów pozyskania kapitału.

Literatura

- Adamczyk C. [2010], *Niższy koszt wejścia na GPW*, „Rzeczpospolita”, nr 190.
Adamczyk C. [2011], *W ubiegłym roku obniżyły się koszty emisji*, „Gazeta Giełdy Parkiet”, nr 18.
Andrzejewski M. [2002], *Rachunkowość a ujawnianie informacji przez spółki giełdowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

- Bień W. [2008], *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, wyd. 8, Difin, Warszawa.
- Cwynar A., Cwynar W. [2002], *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje, systemy, narzędzia*, FRRwP, Warszawa.
- Cwynar A., Cwynar W. [2009], *Kapitał musi zarabiać więcej, niż kosztuje*, „Rzeczpospolita”, nr 100.
- Czekaj J., Dresler Z. [2008], *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Droga na giełdę* [2008], red. M. Adamska, Centrum Doradztwa i Informacji Difin, Warszawa.
- Droga na giełdę. Podsumowanie debiutów giełdowych w latach 2003–2007* [2008], raport PricewaterhouseCoopers.
- Dudycz T. [2005], *Zarządzanie wartością przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa.
- Duliniec A. [2007], *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Finanse spółki akcyjnej* [2009], red. J. Ostaszewski, T. Cicirko, K. Kreczmańska-Gigol, P. Russel, wyd. 3 rozsz., Difin, Warszawa.
- Janasz M., Janasz W., Wiśniewska J. [2007], *Zarządzanie kapitałem w przedsiębiorstwie*, Difin, Warszawa.
- Kierunek giełda. Przebieg procesu wchodzenia spółek na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2004–2006* [2007], raport KPMG i GPW w Warszawie.
- Kwiatkowska M. [2010], *Ubiegłoroczni debiutanci na parkiecie zapłacili za obsługę ofert ponad 90 mln zł*, „Dziennik Gazeta Prawna”, nr 4.
- Nawrot W. [2006], *Emisja akcji w Polsce w nowej perspektywie europejskiej. Jednolity rynek papierów wartościowych w Unii Europejskiej*, Cedewu, Warszawa.
- Pomykański B.P. [2008], *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Proces IPO: czynniki sukcesu. Analiza przeprowadzona przez zespół IPO i Nowych Emisji Obszaru Rynków Kapitałowych BZ WBK* [2009].
- Ross S., Westerfield R., Jordan B. [1999], *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Rutkowski A. [2007], *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa.
- Sierpińska M., Jachna T. [2007], *Metody podejmowania decyzji finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Siwek P. [2005], *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, Cedewu, Warszawa.
- Strategies for Going Public* [2010], raport Deloitte, 3rd ed.
- Sukacz D. [2005], *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*, Wydawnictwo Cedewu, Warszawa.
- Vance D.E. [2005], *Raising Capital*, Springer-Verlag, New York.

Initial Public Offering as a Means of Raising Capital – the Advantages and Disadvantages of the Initial Public Offering

The key decisions made by a managing director should always be based on the analysis of the enterprise's requirements and financial possibilities. Without this knowledge, some investments could face the serious risk of failure. Many forms of raising capital allow investment aims to be tailored so as to be adequately implemented. Moreover, the selected method should coincide with the company's economic situation. Thanks to

today's constant development of the capital markets and global free cash flow, the stock exchange has become one of the best alternative ways of raising capital.

The paper presents the numerous positive and negative aspects of the IPO with consideration of the cost of raising capital and corporate policy. It is based on data on IPOs from the Warsaw Stock Exchange in the years 2005–2010.

Keywords: initial public offering, stock market, listing, cost of capital, rate of return.