

Mariola Golec
Elżbieta Wrońska-Bukalska

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

WYCENA KAPITAŁU WŁASNEGO W PROCESIE IPO

Wprowadzenie

Podstawowym celem niniejszego opracowania jest prezentacja zmiany wartości księgowej akcji w związku z przeprowadzonym procesem upublicznienia spółki (IPO). Dotychczasowe obserwacje autorek wskazują, że polskie spółki wchodzące na giełdę wyceniają swój kapitał znacznie powyżej aktualnej wartości księgowej akcji.

W celu realizacji wyznaczonego celu opracowania poddano empirycznej weryfikacji hipotezę badawczą stanowiącą, że wartość księgowa netto (*book value*) akcji spółek wchodzących na giełdę rośnie po wprowadzeniu na giełdę w wyniku samego procesu IPO. Wynika to z faktu, że cena emisyjna nowo emitowanych akcji przekracza aktualną wartość księgową akcji znajdujących się w posiadaniu dotychczasowych akcjonariuszy.

W celu weryfikacji postawionej hipotezy badawczej analizie poddano spółki, które w latach 2005-2013 przeprowadziły IPO i wprowadziły akcje do obrotu na Głównym Rynku GPW. Badany przedział czasowy obejmuje czas ożywienia gospodarczego (2005-2007), czas spowolnienia gospodarczego związanego z kryzysem finansowym (2008-2010) oraz odbudowy potencjału gospodarki polskiej po latach spowolnienia (2011-2013)¹. Spółki ujęte w badaniu są to spółki wszystkich sektorów z wyłączeniem banków i instytucji finansowych takich jak TFI czy domy maklerskie. Objęto badaniem spółki, których upublicznienie wiązało się z jednoczesnym podwyższeniem kapitału zakładowego. Wyłączono spółki zagraniczne i europejskie, spółki przechodzące na rynek regulowany z al-

¹ *Analiza sytuacji gospodarczej Polski w 2012 r.* Ministerstwo Gospodarki, Departament Strategii i Analiz, Warszawa 2013, www.mg.gov.pl/files/upload/8436/Analiza_syt_gosp_Polski_2012.pdf, [dostęp: 20.01.2014].

ternatywnego systemu obrotu (nawet jeśli wiązało się to z podwyższeniem kapitału) oraz przeprowadzające emisję nowych akcji skierowaną do akcjonariuszy w związku z podziałem spółki.

Zastosowaną metodą empirycznej weryfikacji postawionej hipotezy badawczej jest analiza prospektów emisyjnych oraz raportów bieżących i rocznych spółek i określenie zmiany wartości księgowej akcji przed i po przeprowadzeniu procesu IPO.

1. Pozyskanie kapitału za pośrednictwem Giełdy Papierów Wartościowych

Przedsiębiorstwo, aby mogło skutecznie rywalizować na rynku dóbr i usług, jest zmuszone do stałego rozwoju. Rozwój ten (badania czy powiększenie majątku) musi znaleźć źródła finansowania. Te źródła mogą pochodzić z wypracowanych nadwyżek (zysk i amortyzacja) lub z zewnątrz firmy. Rynek kapitałowy jest tym miejscem, gdzie firmy mogą pozyskiwać kapitał na swój rozwój². Kapitał ten może być pozyskany m.in. w drodze oferty publicznej nabycia akcji spółki (IPO)³.

Pozycja spółki giełdowej daje przedsiębiorstwu szeroki wachlarz możliwości pozyskania kapitału. Zasoby pieniężne potencjalnych inwestorów (funduszy inwestycyjnych, inwestorów indywidualnych) zapewniają odpowiednią podaż kapitału⁴.

Dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na Głównym Rynku GPW wpływa również na wzrost prestiżu oraz zmianę w postrzeganiu przedsiębiorstwa przez uczestników życia gospodarczego. Spółka uzyskuje rozgłos, który nie byłby możliwy w sytuacji funkcjonowania na rynku niepublicznym⁵. Wzrasta również wiarygodność wśród kontrahentów oraz poszerza się grono potencjalnych partnerów biznesowych. Posiadanie statusu spółki giełdowej ułatwia również dostęp do kredytu. Współfinansowanie inwestycji przez kapitał obcy pozwala na osiągnięcie dodatkowych korzyści dzięki zastosowaniu efektu dźwigni finansowej. Zainteresowanie potencjalnych partnerów biznesowych (kontrahentów, instytucji finansowych) wynika z faktu, że spółki giełdowe charakteryzują się dużą przejrzystością działania ze względu na ciążące na nich obowiązki informacyjne⁶.

² R. Pastusiak: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*. CeDeWu, Warszawa 2010, s. 13.

³ 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. z 2005 r., nr 184, poz. 1539 z późn. zm., stan na luty 2014.

⁴ Ibid., s. 59.

⁵ Ibid. oraz P. Siwek: *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*. CeDeWu, Warszawa 2005, s. 14-18.

⁶ R. Pastusiak: Op. cit., s. 60.

Dla skutecznego zaistnienia na rynku regulowanym firmy winny precyzyjnie zaplanować rozwój firmy i strukturę finansowania tego rozwoju. Proces przygotowania należy rozpocząć od zdefiniowania możliwości i potrzeb rozwojowych. Wyznaczają one zapotrzebowanie na finansowanie. Następnie spółka winna określić sposób pozyskania niezbędnych środków pieniężnych. Jednym z nich może być właśnie nowa emisja akcji na rynku regulowanym⁷. Kolejnym etapem jest opracowanie warunków oferty publicznej, w tym m.in. ceny emisyjnej akcji.

2. Czynniki determinujące cenę emisyjną akcji

Spółki, decydując się na pozyskanie kapitału w drodze oferty publicznej, dążą do zwiększania swojej wartości oraz wartości dla akcjonariuszy (wartości kapitału własnego)⁸. Dlatego też spółka powinna rozważyć ustalenie ceny emisyjnej emitowanych akcji z punktu widzenia oczekiwań właścicieli oraz samego podmiotu⁹. Trudności tego etapu wynikają przede wszystkim z rozbieżności interesów interesariuszy danej spółki. W procesie emisji akcji występują bowiem dwie strony transakcji: sprzedający i kupujący. Pierwszej grupie (dotychczasowym właścicielom i spółce) zależy przede wszystkim na pozyskaniu jak największej ilości kapitału – są oni tym samym zainteresowani ustaleniem możliwie jak najwyższej ceny akcji, przy której nastąpi zbycie pożądanej liczby akcji. Inwestorzy, czyli kupujący, zainteresowani są zaś jak najwyższą stopą zwrotu (a tym samym możliwie jak najniższą ceną zakupu akcji)¹⁰. Rozbieżność interesów obydwu stron wymusza wypracowanie kompromisu między sprzecznymi oczekiwaniami obydwu grup. Z jednej strony wartość emisyjna powinna być wyznacznikiem interesów i potrzeb kapitałowych firmy oraz jej dotychczasowych akcjonariuszy, z drugiej zaś powinna odpowiadać na oczekiwania potencjalnych inwestorów¹¹.

Istotną kwestią przy wyznaczaniu ceny emisyjnej akcji jest sytuacja w spółce oraz przesłanki, które wpłynęły na podjęcie decyzji o emisji akcji. W literaturze jako przykłady takich głównych elementów wpływających na poziom ceny emisyj-

⁷ Ibid., s. 69.

⁸ *Wyzwania strategiczne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa*. Red. E. Wrońska-Bukalska. Difin, Warszawa 2013, s. 131.

⁹ G. Łukasik: *Fundamentalne i rynkowe czynniki ustalania ceny emisyjnej akcji*. „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska – Polonia Sectio H” 2010, vol. XLIV, t. 2, s. 640 oraz G. Łukasik: *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*. UE, Katowice 2010, s. 121.

¹⁰ D. Sukacz: *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*. CeDeWu, Warszawa 2005, s. 12.

¹¹ *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*. Red. G. Łukasik. AE, Katowice 2007, s. 27.

nej wymienia się¹²: wpływ emisji akcji na strukturę własnościową spółki oraz formę ich subskrypcji, wielkość i rodzaj potrzeb kapitałowych firmy, a także zagospodarowania kapitałów, stadium aktualnego rozwoju spółki, jej dalszą strategię rozwoju, planowane inwestycje oraz ryzyko im towarzyszące, pozycję firmy na rynku.

Duże znaczenie przy ustalaniu ceny emisyjnej akcji ma też fakt, iż ocena emitentów i inwestorów dokonuje się w warunkach mniej lub bardziej efektywnego rynku, przy zróżnicowanym dostępie do informacji (asymetria informacji) na temat bieżącego i przyszłego potencjału danej spółki.

Dokonywana wycena powinna uwzględniać różne poziomy akceptowalnego i potencjalnego ryzyka związanego z emisją akcji oraz inwestycją w nie. Wymusza to tym samym analizę czynników kształtujących wysokość ceny optymalnej, a więc ceny emisyjnej, zabezpieczającej interesy zarówno inwestora, jak i emitenta. Czynniki te można podzielić na fundamentalne i rynkowe¹³. Do czynników rynkowych zaliczyć można aktualny stan koniunktury giełdowej, kierunki zmian polityki finansowej, aktualne notowania rynkowe spółek z tej samej branży, oczekiwania, konkurencyjność innych lokat kapitału. Czynniki fundamentalne mogą być retrospektywne (dotychczasowa pozycja spółki i jej sytuacja finansowa) oraz prospektywne (ocena wartości dochodowej wynikającej z rozwoju spółki).

D. Sukacz czynniki determinujące cenę emisyjną dzieli na wewnętrzne, związane bezpośrednio z kondycją i perspektywami rozwoju spółki oraz na pozostałe czynniki, do których zalicza przede wszystkim koniunkturę na rynku kapitałowym akcji, kondycję, w jakiej znajduje się dana branża, rozmiar oferty publicznej, rozmiar i częstość ofert publicznych dokonanych przez firmy z branży, w której działa spółka¹⁴.

U. Malinowska podkreśla dodatkowo, że zarówno w grupie emitentów, jak i inwestorów sukces uzależniony jest od poznania mechanizmów funkcjonowania rynku kapitałowego oraz nabycia odpowiedniej wiedzy dotyczącej czynników wpływających na zmiany poziomów cen akcji¹⁵. Ponadto intensywny rozwój rynków finansowych, występujące na nim zawirowania spowodowały, że złożony proces ustalania, prognozowania cen akcji winien uwzględniać również czynniki rynkowe, w tym także element psychologiczny (finanse behawioralne).

¹² G. Łukasik: *Fundamentalne i rynkowe...*, op. cit., s. 641.

¹³ Ibid., s. 643.

¹⁴ D. Sukacz: Op. cit., s. 13.

¹⁵ U. Malinowska: *Analiza fundamentalna przedsiębiorstwa*. W: *Wycena przedsiębiorstwa: od teorii do praktyki*. Red. M. Panfil, A. Szablewski. Poltext, Warszawa 2011, s. 108.

W. Dębski zaznacza, że proces identyfikacji czynników determinujących cenę akcji jest swego rodzaju analizą uwarunkowań ekonomicznych podaży i popytu na rynku akcji, których konsekwencją jest stabilizacja cen, ich wzrosty bądź też spadki¹⁶.

Warto podkreślić występujące i dość często badane zjawisko *underpricingu* – niedoszacowania cen nowych akcji, które generują wysokie pierwsze stopy zwrotu (stopy zwrotu w pierwszym dniu notowań). Zjawisko to jest spotykane na wielu rynkach kapitałowych¹⁷. Oznacza ono, że spółki celowo zaniżają cenę emisyjną w stosunku do wartości postrzeganej przez inwestorów. Zabieg ten (obniżenie ceny emisyjnej w stosunku do oczekiwań) ma przede wszystkim zapewnić powodzenie emisji¹⁸.

Underpricing jest zjawiskiem powszechnym na rynku IPO¹⁹. Poznanie skali i przyczyn tego zjawiska może przynieść wiele korzyści głównie emitentom. Korzyści te pozwalają firmom wchodzącym na rynek pierwotny lepiej kształtować parametry oferty publicznej w taki sposób, aby cena w dniu debiutu nie odbiegała znacznie od ceny emisyjnej, a tym samym pozwoli to zgromadzić firmie dodatkowe środki z oferty publicznej.

3. Wycena kapitału własnego w procesie IPO – wyniki badań własnych

Biorąc pod uwagę wyżej opisane czynniki oraz spostrzeżenia autorek odnoszące się do relacji między aktualną wartością księgową netto akcji a wartością emisyjną wydaje się, że warto wskazać problem przeanalizować nieco głębiej. Stąd też autorki niniejszego opracowania podjęły się próby oceny zmiany wartości księgowej netto w procesie IPO. Tabela 1 przedstawia wyniki własnych badań.

¹⁶ W. Dębski: *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*. WN PWN, Warszawa 1998, s. 7.

¹⁷ Waha się od 5% dla Danii po 35% w Szwajcarii – por. P. Siwek: Op. cit., s. 49.

¹⁸ Ibid., s. 50 i nast.

¹⁹ A. Wołoszyn: *Efekt niedowartościowania akcji w dniu debiutu na rynku kapitałowym w Polsce*. Praca doktorska. Szczecin 2013 oraz K. Mamcarz: *Niedoszacowanie ceny emisyjnej akcji w pierwszej ofercie publicznej jako instrument komunikacji spółek akcyjnych z inwestorami*. „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska – Polonia Sectio H” 2010, vol. XLIV, t. 2, s. 649.

Tabela 1

Zestawienie porównania wartości księgowej netto akcji przed i po IPO oraz ceny emisyjnej akcji w IPO

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Liczba spółek objętych badaniem	24	33	57	24	10	18	11	4	7
Relacja jednostkowej wartości księgowej netto akcji po IPO w stosunku do jednostkowej wartości księgowej przed IPO									
Przeciętny poziom relacji	1,24	1,78	1,89	1,22	1,03	1,13	1,51	1,19	1,03
Mediana	1,28	2,13	2,06	1,44	1,03	1,31	1,52	1,13	1,01
Minimalny poziom relacji	0,93	-60,23	1,11	0,82	0,99	0,85	1,14	0,98	0,92
Maksymalny poziom relacji	12,46	21,27	15,58	3,90	1,28	4,31	2,11	3,18	1,64
Relacja jednostkowej ceny emisyjnej akcji w IPO do jednostkowej wartości księgowej netto akcji przed IPO									
Przeciętny poziom relacji	1,94	5,86	6,13	2,44	1,22	1,72	5,95	1,82	1,23
Mediana	2,69	6,16	7,20	3,89	1,28	2,56	4,67	2,26	1,03
Minimalny poziom relacji	0,66	-242,44	1,89	0,54	0,95	0,47	1,76	0,67	0,66
Maksymalny poziom relacji	67,42	171,30	47,20	27,50	3,77	31,85	10,67	10,71	3,54

Źródło: Raporty bieżące oraz prospekty emisyjne analizowanych spółek.

W wyniku przeprowadzonych badań empirycznych stwierdzono, iż sam proces IPO przy wyłączeniu pozostałych czynników wpływa na wartość księgową netto akcji. Wpływ ten jest niepodważalny w świetle wyników badań, z których odczytać można, iż przeciętnie w wyniku IPO wartość księgowa netto akcji wzrasta o 66,13%. Przeciętna relacja jednostkowej wartości księgowej netto akcji po przeprowadzonej pierwszej ofercie publicznej w stosunku do wartości przed IPO wynosi 1,66, co wydaje się wskaźnikiem relatywnie wysokim. Wzrost ten, jak wskazano we wcześniejszej części artykułu, nie zawsze wynika z procesów realnych (takich jak rozwój, inwestycje), lecz może być efektem trafnych decyzji korporacyjnych w zakresie konstrukcji oferty publicznej.

Jak można zaobserwować, w poszczególnych latach zmiany wartości księgowej netto w procesie IPO są zróżnicowane. Zróżnicowanie to może wynikać przede wszystkim z koniunktury gospodarczej panującej w momencie przeprowadzania ofert publicznych spółek. Największy przyrost wartości księgowej netto akcji w procesie IPO wystąpił w czasie ożywienia gospodarczego – dotyczy to w szczególności roku 2006 i 2007. Znaczący spadek wskaźnika nastąpił w czasie spowolnienia gospodarczego związanego z kryzysem finansowym.

Nadwyżka ceny emisyjnej nad wartością księgową netto akcji jest tym większa, im korzystniejsze panują warunki gospodarcze podczas przeprowadzania IPO. W czasie ożywienia gospodarczego cena emisyjna akcji przed IPO stanowiła niemalże sześciokrotność wartości księgowej netto. Uplasowane w tym czasie oferty po tak znacząco wyższej cenie emisyjnej świadczyć zapewne mogą o panujących na rynku bardzo optymistycznych nastrojach, zarówno wśród inwestorów, którzy gotowi byli objąć akcje po oferowanej im cenie emisyjnej, jak też wśród spółek, które, optymistycznie patrząc na panujące warunki gospodarcze, równie optymistycznie wyceniały posiadane przez siebie aktywa. Wraz z pogorszeniem się koniunktury gospodarczej pojawiły się jednak problemy z plasowaniem ofert publicznych ze względu na coraz mniejsze zainteresowanie inwestorów. Mogło to być zapewne przyczyną spadku relacji ceny emisyjnej w stosunku do jednostkowej wartości księgowej netto akcji przed IPO. Tendencja spadkowa tego wskaźnika obserwowana jest nadal, mimo procesu odbudowy potencjału gospodarki polskiej po czasie spowolnienia. Wydaje się zatem, że świadczyć to może o urealnieniu oczekiwań zarówno spółek, jak i inwestorów oraz o ostrożniejszej wycenie akcji wynikającej z doświadczeń niedawnego kryzysu.

Zauważony przyrost wartości księgowej netto w wyniku procesu IPO oznacza, że wartość emisyjna znacząco przekracza dotychczasową wartość księgową netto akcji już wyemitowanych (przed IPO). Może być to wynikiem faktu, że firmy pozyskują kapitał na finansowanie realizacji nowych atrakcyjnych projektów, których wartość odzwierciedlona została w cenie emisyjnej. Warto jednak podkreślić, że korzyści z ich realizacji odniosą wszyscy akcjonariusze, nie tylko ci nowi, wnoszący kapitał, ale również dotychczasowi. Korzyści te są już odnotowane przez dotychczasowych akcjonariuszy jeszcze przed rozpoczęciem realizacji projektu, a w momencie pozyskania kapitału (przez podwyższenie wartości księgowej posiadanych przez nich akcji).

Podsumowanie

Przeprowadzone badania empiryczne pozwalają ocenić proces pierwszej oferty publicznej (IPO) pod kątem nie tyle pozyskania kapitału na rozwój działalności spółki, które to dotychczas było już przedmiotem wielu badań i analiz naukowych, co raczej niedocenionym jeszcze aspektem wpływu procesu IPO na wartość księgową netto (*book value*) akcji. Badania empiryczne potwierdziły hipotezę badawczą stanowiącą, iż wartość księgową netto akcji w przypadku spółek debiutujących na Giełdzie Papierów Wartościowych rośnie po wprowadzeniu

akcji na giełdę w wyniku samego procesu IPO. Cena emisyjna nowo emitowanych akcji spółek okazuje się w świetle badań przekraczać aktualną wartość księgową akcji znajdujących się w posiadaniu dotychczasowych akcjonariuszy spółek. Wyniki badań przedstawione w niniejszym opracowaniu są niezwykle istotne ze względu na czas objęty badaniem (zarówno ożywienie gospodarcze, spowolnienie oraz odbudowa potencjału gospodarczego po spowolnieniu), jak też na jednoznaczność otrzymanych wyników. W świetle przeprowadzonych badań wnioskować można, iż proces IPO przy wyłączeniu pozostałych czynników wpływa na wartość księgową netto akcji spółki, co poza umożliwieniem pozyskania dodatkowych środków pieniężnych wydaje się stanowić jedną z najistotniejszych funkcji dla spółki rozważającej przeprowadzenie emisji nowych akcji i wprowadzenie ich na Giełdę Papierów Wartościowych.

Warto podkreślić, że relatywnie wysokiej cenie emisyjnej towarzyszy wprowadzanie do obrotu publicznego relatywnie niewielkich pakietów akcji (przeciętnie nieprzekraczających 30% już wyemitowanych akcji). Oznacza to, że dotychczasowi akcjonariusze zainteresowani są pozyskaniem jak największego zasobu kapitału, wykorzystaniem pozytywów bycia spółką publiczną bez utraty kontroli nad spółką.

Literatura

- Analiza sytuacji gospodarczej Polski w 2012 r.* Ministerstwo Gospodarki, Departament Strategii i Analiz, Warszawa 2013, www.mg.gov.pl/files/upload/8436/Analiza_syt_gosp_Polski_2012.pdf [dostęp: 20.01.2014].
- Dębski W.: *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*. WN PWN, Warszawa 1998.
- Łukasik G.: *Fundamentalne i rynkowe czynniki ustalania ceny emisyjnej akcji*. „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska – Polonia Sectio H” 2010, vol. XLIV, t. 2.
- Łukasik G.: *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*. UE, Katowice 2010.
- Malinowska U.: *Analiza fundamentalna przedsiębiorstwa. W: Wycena przedsiębiorstwa: od teorii do praktyki*. Red. M. Panfil, A. Szablewski. Poltext, Warszawa 2011.
- Mamcarz K.: *Niedoszacowanie ceny emisyjnej akcji w pierwszej ofercie publicznej jako instrument komunikacji spółek akcyjnych z inwestorami*. „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska – Polonia Sectio H” 2010, vol. XLIV, t. 2.
- Pastusiak R.: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*. CeDeWu, Warszawa 2010.
- Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*. Red. G. Łukasik. AE, Katowice 2007.

-
- Siwek P.: *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*. CeDeWu, Warszawa 2005.
- Sukacz D.: *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*. CeDeWu, Warszawa 2005.
- Wołoszyn A.: *Efekt niedowartościowania akcji w dniu debiutu na rynku kapitałowym w Polsce*. Praca doktorska. Szczecin 2013.
- Wyzwania strategiczne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa*. Red E. Wrońska-Bukalska. Difin, Warszawa 2013.

EQUITY VALUATION IN IPO

Summary

The aim of this article is to analyze the equity valuation while undergoing the IPO process. There are a lot of factors influencing the valuation and new shares issue price setting. The research hypothesis to be verified refers to the statement that the book value of previously issued shares increases in the IPO. It means that newly issued shares are priced much higher than book value of previously issued shares.

The research carried out allowed to confirm this hypothesis. Linking this observation with another one (issuing small blocks of shares) might lead to the conclusion that companies are taking advantage of being public company (gaining credibility and prestige, raising funds) and transfer the value from the new shareholders to the previous ones.