

Anna Wawryszuk-Misztal

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

CELE EMISJI AKCJI W PIERWSZEJ OFERCIE PUBLICZNEJ W OKRESIE 2008-2013

Wprowadzenie

Niniejszy artykuł jest poświęcony analizie planowanych kierunków wykorzystania kapitału pozyskanego w drodze pierwszej publicznej emisji akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przez polskie spółki przemysłowe w latach 2008-2013. Wobec faktu, iż przyjęty okres badawczy obejmuje pierwsze lata kryzysu finansowego, pojawia się pytanie o to, w jaki sposób spowolnienie gospodarcze wpłynęło na planowany sposób wykorzystania kapitału pozyskanego w drodze pierwszej publicznej emisji akcji. W literaturze przedmiotu wskazuje się cztery zasadnicze kierunki wykorzystania wpływów z emisji akcji, tj. finansowanie inwestycji rzeczowych, finansowanie inwestycji finansowych, finansowanie przyrostu aktywów obrotowych oraz zmniejszenie zadłużenia¹.

Kierunki wydatkowania środków zdefiniowane w prospektach emisyjnych mogą być jednym z czynników decydujących o powodzeniu przeprowadzonej emisji, ale przede wszystkim są swego rodzaju barometrem nastrojów panujących wśród zarządów badanych spółek. Te natomiast mogą być kształtowane przez prognozy dotyczące koniunktury gospodarczej.

Na podstawie wstępnych badań literaturowych przyjęto hipotezę, w której stwierdza się, że wraz z pogorszeniem koniunktury gospodarczej środki pozyskane dzięki pierwszej publicznej emisji akcji w mniejszym stopniu są wykorzystywane do finansowania rozwoju zewnętrznego, a w większym finansują wydatki związane z rozwojem organicznym.

¹ G. Łukasik: *Polityka pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa w warunkach rozwoju rynku finansowego*. Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 1998, s. 159-160.

1. Wykorzystanie środków z emisji akcji jako przedmiot badań empirycznych

Wykorzystanie wpływów z emisji akcji stanowi przedmiot badań empirycznych poświęconych czynnikom wpływającym na decyzje o IPO, wśród których wymienia się m.in. potrzebę finansowania inwestycji oraz zmniejszenie zadłużenia. Dotychczasowe badania empiryczne wskazują na zróżnicowaną rolę owych determinant².

Analiza celów wykorzystania emisji akcji na GPW w Warszawie była przedmiotem badań prowadzonych przez G. Łukasik³. Badania objęły wybrane spółki pozyskujące kapitał na rynku finansowym w latach 1994-1996. Porównując dynamikę kapitału własnego z dynamiką wybranych pozycji aktywów, stwierdzono, że w 1994 roku dominującym kierunkiem wykorzystania pozyskanych środków była spłata zobowiązań, podczas gdy w kolejnych dwóch latach kapitał własny w większym stopniu finansował wzrost majątku trwałego i obrotowego⁴.

Badania empiryczne będące przedmiotem niniejszego opracowania można umiejscowić także w nurcie badawczym poświęconym realizacji przez giełdę papierów wartościowych określonych funkcji w gospodarce, zwłaszcza funkcji kapitałowych⁵. Przykładem mogą być badania A. Kasprzak-Czelej, gdzie próbę badawczą stanowiły wybrane spółki przeprowadzające emisje akcji w latach 1997-2007. Analizując zmiany wybranych pozycji bilansowych w okresie trzech lat po przeprowadzeniu emisji, autorka stwierdziła, iż środki pozyskane z giełdowego rynku akcji w większości służyły powiększaniu długoterminowych aktywów finansowych, a w nieznacznym stopniu – powiększaniu wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych⁶.

Rozważania o celach emisji akcji pośrednio także wiążą się z problematyką aktywności przedsiębiorstw na rynku fuzji i przejęć. Dostrzega się zależność pomiędzy cyklicznością fuzji i przejęć oraz poziomem aktywności gospodarczej i sytuacją na giełdzie papierów wartościowych. Tego typu rozważania nierozdzielnie są związane ze sposobem finansowania tego rodzaju inwestycji⁷.

² Szerzej na ten temat piszą: B.G. de Albornoz, P.F. Pope: *The Determinants of the Going Public Decision: Evidence from the U.K.* WP-AD 2004-22, <http://www.ivie.es/downloads/docs/wpasad/wpasad-2004-22.pdf> oraz M. Mayur, M. Kumar: *Determinants of Going-Public Decision in an Emerging Market: Evidence from India.* „VIKALPA” 2013, Vol. 38, No. 1, January-March, s. 65-86.

³ G. Łukasik: Op. cit., s. 159-160.

⁴ Ibid.

⁵ Szerzej na ten temat pisze: A. Kasprzak-Czelej: *Giełdowy rynek akcji a gospodarka. Ujęcie funkcyjne.* Difin, Warszawa 2012, s. 37-47.

⁶ Ibid., s. 259.

⁷ Szerzej na ten temat pisze: A. Perepeczo: *Fale fuzji i przejęć w latach 1990-2009 a kryzys finansowy.* „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2010, nr 646, s. 21-36.

Niniejsza publikacja koncentruje się nie tyle na czynnikach wpływających na decyzje o IPO, ale ma na celu identyfikację celów emisji nowych akcji określonych w prospektach emisyjnych badanych spółek.

2. Próba badawcza i opis metody badań

Próba badawcza obejmuje polskie spółki z makrosektora przemysł, które w latach 2008-2013 przeprowadziły na GPW w Warszawie pierwszą ofertę publiczną (IPO) obejmującą albo wyłącznie akcje nowej emisji, albo akcje nowej emisji i akcje sprzedawane przez dotychczasowych akcjonariuszy. Zakres czasowy badań został określony w taki sposób, aby możliwe było określenie, czy i w jakim stopniu spowolnienie gospodarcze wpłynęło na planowane kierunki wykorzystania środków pozyskanych w drodze pierwszej publicznej emisji akcji. W tym kontekście interesujące mogą być dane dla roku 2009, 2012 i 2013, kiedy zaobserwowano najniższą dynamikę PKB⁸.

Uwzględniając powyższe kryteria, zidentyfikowano 35 spółek reprezentujących różne sektory makrosektora „przemysł”. Następnym etapem badań było pozyskanie informacji z prospektów emisyjnych o planowanych kierunkach rozdysponowania kapitału.

Zróżnicowany stopień szczegółowości celów emisji akcji utrudniał posłużenie się jednolitym kryterium ich klasyfikacji. W szczególności niemożliwe stało się posłużenie klasyfikacją przedstawioną we wstępie pracy. Badane podmioty jako cele emisji wskazywały finansowanie przedsięwzięcia inwestycyjnego, zadania inwestycyjnego lub obiektu inwestycyjnego⁹. Z tego też powodu w niektórych przypadkach trudno było jednoznacznie określić, jaki wpływ na bilans emitenta mogłyby mieć określone kategorie wydatków, np. realizacja określonego celu mogłaby przyczynić się do wzrostu wartości niematerialnych i prawnych, rzeczowych aktywów trwałych lub także innych pozycji bilansu. Ostatecznie zdecydowano przyjąć następującą klasyfikację celów emisji akcji:

- 1) inwestycje finansowe polegające na nabyciu pakietu kontrolnego akcji/udziałów spółek prowadzących działalność w tej samej branży lub poza branżą;

⁸ Dynamika realnego PKB według danych GUS wynosiła: w 2007 r. – 106,8; w 2008 r. – 105,1; w 2009 r. – 101,6; w 2010 r. – 103,9; w 2011 r. – 104,5; w 2012 r. – 101,9; w 2013 r. – 101,6. Zob. http://www.stat.gov.pl/gus/5840_12449_PLK_HTML.htm [dostęp: 26.03.2014].

⁹ Przedsięwzięcie inwestycyjne to kompleksowe zamierzenie rozwojowe firmy, skonkretyzowane co do celu, zakresu rzeczowego, czasu i miejsca oraz przewidywanego okresu użytkowania. Zadanie inwestycyjne to część przedsięwzięcia inwestycyjnego, która może funkcjonować samodzielnie, a zarazem przynosić konkretny, wymierny efekt produkcyjny lub usługowy. Obiekt inwestycyjny to wyodrębniona pod względem techniczno-użytkowym część zadania inwestycyjnego, tj. maszyna, urządzenie, budynek. Zob. A. Manikowski, Z. Tarapata: *Ocena projektów gospodarczych. Modele i metody*. Część I. Difin, Warszawa 2001, s. 15-16.

- 2) inwestycje finansowe związane z rozwojem i dokapitalizowaniem podmiotów zależnych emitenta poprzez podwyższenie kapitału zakładowego i/lub udzielenie pożyczek;
- 3) inwestycje długoterminowe – nabycie gruntów o charakterze komercyjnym;
- 4) inwestycje rzeczowe, do których zaliczono planowane wydatki na nabycie rzeczowych składników aktywów trwałych, ale także cele definiowane jako „zwiększenie zdolności wytwórczych” czy też „modernizacja” aktywów rzeczowych;
- 5) inwestycje w kapitał obrotowy netto rozumiane w tym przypadku jako wydatki na powiększenie aktywów obrotowych;
- 6) wydatki na nabycie systemu informatycznego lub stworzenie infrastruktury IT;
- 7) wydatki związane z rozwojem sieci sprzedaży, reklamą, akcjami promocyjnymi;
- 8) prace badawczo-rozwojowe nad nowymi produktami lub usługami;
- 9) zmniejszenie zadłużenia z tytułu pożyczek lub kredytów, które niekiedy miały charakter finansowania pomostowego.

Dla poszczególnych spółek dokonano zestawienia szacunkowej wartości środków, jakie zamierzały one przeznaczyć na realizację swoich celów. Na etapie sporządzania prospektu emisyjnego badane podmioty nie były w stanie dokładnie określić wielkości wpływów z emisji. Przyjęte przez nie wartości zazwyczaj opierały się na optymistycznym scenariuszu zakładającym, iż faktyczna cena emisyjna będzie równa cenie maksymalnej, zaś wszystkie nowe akcje zostaną objęte przez inwestorów. Planowane wpływy brutto z emisji akcji były pomniejszane o szacowane koszty przeprowadzenia oferty publicznej akcji. Takie też wartości zostały przyjęte w niniejszym artykule jako podstawa do dalszych analiz.

Analiza planowanych kierunków wykorzystania środków pochodzących z emisji akcji polegała na określeniu struktury planowanych wydatków na podstawie danych uzyskanych od wszystkich badanych podmiotów pozyskujących kapitał w danym roku.

3. Cele emisji akcji na podstawie przeprowadzonych badań

W pierwszej kolejności dokonano zestawienia danych dotyczących badanej grupy oraz ogółu spółek debiutujących na GPW w latach 2008-2013 (tabela 1).

Dane w tabeli 1 wskazują na znaczny spadek liczby debiutów giełdowych w 2009 roku w stosunku do roku 2008. Prawidłowość ta dotyczy także liczby

spółek przeprowadzających nowe emisje akcji. Można przypuszczać, iż kryzys finansowy wpłynął na odłożenie w czasie decyzji o debiucie, czego wyrazem może być dynamiczny wzrost debiutów w dwóch kolejnych latach, tj. 2010-2011. Jednak po tym okresie ponownie obserwuje się spadek liczby spółek przeprowadzających IPO.

Tabela 1

Próba badawcza na tle ogółu spółek debiutujących na GPW
w Warszawie w okresie 2008-2013

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Liczba spółek debiutujących na GPW, w tym:	33	13	34	38	19	23
liczba spółek przeprowadzających nowe emisje akcji, w tym:	24	11	23	22	10	13
liczba spółek uwzględnionych w próbie badawczej	13	5	8	3	1	5
Wartość brutto nowych emisji akcji spółek debiutujących (w mln zł), w tym:	3665,11	6921,35	1280,63	1267,88	1196,00	464,69
wartość brutto nowych emisji akcji spółek z próby badawczej (w mln zł)	789,91	560,91	389,23	86,90	12,81	143,25
Wartość kapitału pozyskanego przez badane spółki do wartości kapitału ogółem pozyskanego w drodze pierwszej publicznej emisji akcji	21,55%	8,10%	30,39%	6,85%	1,07%	30,83%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych prezentowanych na witrynie internetowej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Ciekawym zjawiskiem jest fakt, iż rok 2009 charakteryzuje się najwyższą wartością wpływów z emisji akcji (ok. 6,9 mld zł). Wynik taki jest efektem oferty przeprowadzonej przez Polską Grupę Energetyczną, która pozyskała wówczas ponad 5 mld zł.

Badana próba spółek przemysłowych pozyskała stosunkowo niewielką część kapitału, jaki w analizowanym okresie pozyskały wszystkie spółki przeprowadzające pierwsze publiczne emisje akcji (od ok. 1% do ok. 30% ogółu środków pozyskanych w ramach pierwszej oferty publicznej).

W dalszej kolejności przedmiotem analizy były dane o celach emisji pozyskane z prospektów emisyjnych. W tabeli 2 zaprezentowano informacje o ilości wskazań danego celu emisji przez badane podmioty w poszczególnych latach analizowanego okresu (badane podmioty najczęściej wskazywały więcej niż jeden cel emisji akcji).

Tabela 2

Liczba spółek wskazujących dany cel emisji w latach 2008-2013

	2008	2009 (a)*	2009 (b)*	2010	2011	2012	2013
1) inwestycje finansowe – fuzje i przejęcia innych firm	7	2	2	4	1	0	0
2) inwestycje finansowe – dokapitalizowanie podmiotów zależnych	1	0	0	0	0	0	0
3) inwestycje długoterminowe – grunty komercyjne	0	0	0	1	1	0	0
4) inwestycje rzeczowe	11	5	4	6	2	1	5
5) inwestycje w kapitał obrotowy netto	3	3	3	7	2	0	3
6) systemy informatyczne/infrastruktura IT	3	1	1	1	1	0	1
7) projekty marketingowe, rozwój sieci sprzedaży	7	0	0	0	0	0	1
8) prace badawczo-rozwojowe	3	1	2	0	0	0	1
9) spłata zobowiązań	2	1	1	3	0	0	1

* Dane dla 2009 roku zestawiono w dwóch kolumnach. Pierwsza kolumna (a) uwzględnia wszystkie podmioty z próby badawczej, natomiast druga (b) pomija dane dla spółki LW Bogdanka, która w 2009 r. planowała pozyskać ok. 444 mln zł, co stanowiło ok. 82% środków, jakie planowały zgromadzić w 2009 r. spółki uwzględnione w próbie (5 spółek).

Źródło: Ibid.

W tabeli 3 dokonano zestawienia planowanej struktury wydatków finansowanych ze środków, jakie badane podmioty spodziewały się pozyskać w drodze emisji akcji¹⁰.

Tabela 3

Planowana struktura wydatków finansowanych z oczekiwanych wpływów z emisji akcji badanych spółek w latach 2008-2013 (w %)

	2008	2009 (a)*	2009 (b)*	2010	2011	2012	2013
1	2	3	4	5	6	7	8
1) inwestycje finansowe – fuzje i przejęcia innych firm	29,53	0,58	4,36	35,36	5,95	0	0
2) inwestycje finansowe – dokapitalizowanie podmiotów zależnych	0,31	0	0	0	0	0	0
3) inwestycje długoterminowe – grunty komercyjne	0	0	0	1,08	8,57	0,00	0,00
4) inwestycje rzeczowe	50,67	94,14	55,79	23,68	20,31	100	61,73
5) inwestycje w kapitał obrotowy netto	7,34	4,39	33,14	21,46	64,93	0	18,23
6) systemy informatyczne/infrastruktura IT	0,40	0,07	0,53	0,22	0,24	0	0,67

¹⁰ Strukturę planowanych wydatków określono na podstawie wartości netto oczekiwanych wpływów z emisji akcji.

cd. tabeli 3

1	2	3	4	5	6	7	8
7) projekty marketingowe, rozwój sieci sprzedaży	7,21	0	0	0	0	0	0,62
8) prace badawczo-rozwojowe	1,67	0,23	1,77	0	0	0	14,43
9) spłata zobowiązań	2,87	0,59	4,42	18,21	0	0	4,32

* Jak w tabeli 2.

Źródło: Ibid.

Podstawowym kierunkiem wykorzystania wpływów z emisji akcji przez badane podmioty było finansowanie inwestycji rzeczowych, czego wyrazem jest największa liczba wskazań tego celu w poszczególnych latach (tabela 2) oraz dominujący jego udział w strukturze planowanych wydatków (tabela 3) w większości analizowanych lat. Wyjątkiem są lata 2010 i 2011. W 2010 roku najwięcej środków zamierzano przeznaczyć na inwestycje finansowe związane z fuzjami i przejęciami, chociaż także i w 2008 roku prawie 30% pozyskanych środków miało finansować tego rodzaju wydatki.

W 2011 roku głównym kierunkiem wydatkowania środków były inwestycje w kapitał obrotowy netto, które także i w pozostałych latach miały istotne znaczenie.

Interesującym zjawiskiem jest także zamiar przeznaczenia w 2010 roku ok. 18% ogółu przewidywanych wpływów z emisji na spłatę zadłużenia.

W przypadku badanej próby można stwierdzić, iż rola kapitału własnego w finansowaniu pozostałych celów, takich jak systemy informatyczne czy też badania i rozwój, jest bardzo mała (w 2013 roku wprowadzie aż 14% wpływów planowano przeznaczyć na badania i rozwój, ale wynik ten był efektem emisji akcji przez spółkę farmaceutyczną, która chciała w ten sposób sfinansować badania kliniczne nad lekiem). Finansowanie rozwoju sieci sprzedaży także nie jest częstym kierunkiem finansowania wydatków, chociaż jeszcze w 2008 roku planowano na ten cel przeznaczyć ponad 7% wpływów netto z emisji akcji.

Podsumowanie

Wśród badanych podmiotów głównymi planowanymi kierunkami wykorzystania wpływów z emisji akcji były finansowanie inwestycji rzeczowych oraz finansowanie przyrostu kapitału obrotowego netto, a więc inwestycji związanych z rozwojem organicznym. Można jednak zauważyć pewne zmiany w strukturze wydatków, które mogą być efektem oddziaływania koniunktury gospodarczej, tj. dominujący udział wydatków na finansowanie fuzji i przejęć w 2010 roku, a także znaczny ich udział w 2008 roku. Na tej podstawie można zatem potwierdzić przyjętą hipotezę badawczą.

Słabością przeprowadzonych badań jest przede wszystkim mała próba badawcza (zwłaszcza w latach 2011-2012), obejmująca podmioty różnej wielkości i pozyskujące zróżnicowane wartości kapitału, przez co na otrzymane wyniki mogły mieć wpływ dane jednego podmiotu.

Przedmiotem dalszych badań mogłoby być porównanie planowanych wpływów z emisji akcji z wpływami faktycznie zrealizowanymi, a następnie określenie faktycznych kierunków wydatkowania wpływów z emisji akcji.

Literatura

- de Albornoz B.G., Pope P.F.: *The Determinants of the Going Public Decision: Evidence from the U.K.* WP-AD 2004-22, <http://www.ivie.es/downloads/docs/wpasad/wpasad-2004-22.pdf>.
- Kasprzak-Czelej A.: *Giełdowy rynek akcji a gospodarka. Ujęcie funkcyjne*. Difin, Warszawa 2012.
- Łukasik A.: *Polityka pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa w warunkach rozwoju rynku finansowego*. Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 1998.
- Manikowski A., Tarapata Z.: *Ocena projektów gospodarczych. Modele i metody*. Część I. Difin, Warszawa 2001.
- Mayur M., Kumar M.: *Determinants of Going-Public Decision in an Emerging Market: Evidence from India*. „VIKALPA” 2013, Vol. 38, No. 1, January-March.
- Perepeczo A.: *Fale fuzji i przejęć w latach 1990-2009 a kryzys finansowy*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2010, nr 646.
- Witryna internetowa Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, <http://www.gpw.pl>.
- Witryna internetowa Głównego Urzędu Statystycznego, <http://www.stat.gov.pl>.

THE GOALS OF ISSUANCE SHARES IN THE INITIAL PUBLIC OFFERING IN 2008-2013

Summary

The subject of the paper is to analyze the goals within the Initial Public Offering (IPO) at Warsaw Stock Exchange. The analysis aims to determine the impact of the economic slowdown on the structure of planned expenditures from the resources gained through the first public share issuance. On the basis of the subject literature the hypothesis was assumed as follows: in the analyzed period the goals of shares issuance change, i.e., along with the economic downturn the financial resources are gained mainly to finance the organic development, to a lesser extent, however, they are used to finance mergers and acquisitions. The empirical research focused on analyzing the goals of

shares issuance in prospectuses of 35 Polish industrial companies which in the analyzed period performed the first share issuance at WSE in Warsaw. The research findings allow to draw the conclusion that in the investigated period financing property investment and net working capital are the main directions for planning the use of resources from share issuance. One may also point at two years characterized by relatively high GDP dynamic, when a vast majority of resources was meant to finance the external development.