

Tadeusz Dudycz*

DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA SPÓŁEK DEBIUTUJĄCYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

1. WPROWADZENIE

Rynek kapitałowy, którego istotną częścią jest rynek giełdowy prowadzony w Polsce przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie SA (GPW) spełnia m. in. dwie ważne funkcje w gospodarce: Pierwszą z nich jest funkcja alokacji kapitału. Jej realizacja sprzyjać winna alokacji kapitału do jednostek mogących go wykorzystać jak najefektywniej i w ten sposób przyczyniać się do jego reprodukcji. Drugą ważną funkcją rynku kapitałowego jest funkcja kapitałowo-redystrybucyjna, która polega na organizacji przepływu wolnych środków pieniężnych od podmiotów posiadających ich nadmiar do podmiotów chcących z nich korzystać. Realizacja tych funkcji ma duże znaczenie rozpatrywane zarówno w skali całej gospodarki, jak i pojedynczych inwestorów.

Jednakże z procesem wchodzenia spółek na giełdę (IPO) związane są dwa nie wyjaśnione do końca zjawiska. Z jednej strony, występuje tzw. zysk pierwszego dnia. To znaczy, że pod koniec pierwszego dnia notowań, powszechnie ceny akcji debiutujących przedsiębiorstw są wyższe od ceny emisyjnej. Jednymi z pierwszych, którzy zbadali to zjawisko byli Ibbotson i in. (1994), a przegląd wyników badań przeprowadzonych w różnych krajach dowodzących powszechności tego zjawiska podali Jenkonson i Ljungqvist (2001). Ostatnie badania potwierdzające to zjawisko dla rynku polskiego przeprowadzili Jewartowski i Liżińska (2012). Z drugiej strony, długoterminowy zwrot z akcji debiutujących na giełdzie przedsiębiorstw jest niższy od zwrotu z indeksów giełdowych. Na sytuację tę zwrócił uwagę już na początku lat 90. XX w. Ritter (1991). Przekrojowe zaś badania potwierdzające występujące obniżenie wyników inwestowania

* Prof. PWr dr hab., Politechnika Wrocławska.

w akcje IPO w stosunku do wyników inwestowania w zdywersyfikowany portfel rynkowy przeprowadzili Gajewski i Gresse dla 15 państw europejskich (2006). Wyniki badań empirycznych Jewartowskiego i Lizińskiej (2012) także potwierdziły występowanie tego zjawiska. Przyczyn takiego stanu rzeczy upatruje się przede wszystkim w czynnikach behawioralnych oraz związanych z asymetrią informacji. Brakuje natomiast badań, które analizowałyby sposób inwestowania kapitałów pozyskanych z giełdy, które mogą dostarczyć kluczowych odpowiedzi związanych z przyczynami występującej niskiej efektywności spółek debiutujących na giełdzie.

Niniejszy artykuł wpisuje się w tę lukę i jego celem jest analiza debiutów giełdowych pod kątem oceny kierunków inwestowania kapitałów pozyskanych z giełdy. W artykule zostanie zweryfikowana hipoteza mówiąca, że debiutujące spółki dużą część pozyskanego z giełdy kapitału inwestują w aktywa, które po pierwsze, powinny być finansowane kapitałami krótkoterminowymi, a po drugie nie gwarantują uzyskania stopy zwrotu na poziomie oczekiwań inwestorów.

2. CHARAKTERYSTYKA PRÓBY BADAWCZEJ

W skład próby badawczej wchodzi dane ze sprawozdań finansowych przedsiębiorstw debiutujących na GPW i łączących debiut z nową emisją akcji. Dla każdego przedsiębiorstwa obliczono parametry na podstawie danych ze sprawozdań finansowych pochodzące z trzech okresów: roku debiutu, pierwszego roku po debiucie oraz drugiego roku po debiucie. Przedmiotem badań są przedsiębiorstwa debiutujące na GPW w Warszawie w latach 2006–2008. Przy czym, spółki debiutujące w roku 2007 zostały podzielone na debiutujące przed szczytem hossy i po szczycie. W związku z tym uzyskano cztery okresy analizy oznaczające:

- 2006 rok poprzedzający szczytowy okres hossy;
- 2007 rok szczytowego okresu hossy podzielony na:
 - (2007 I) przed szczytem,
 - (2007 II) po szczycie;
- 2008 pierwszy rok bessy.

W poszczególnych okresach poddano analizie następującą liczbę debiutujących spółek:

- rok 2006 – 12 debiutów,
- rok 2007 (I) – 17 debiutów przeprowadzonych do sierpnia,
- rok 2007 (II) – 25 debiutów przeprowadzonych od sierpnia do końca roku,
- rok 2008 – 12 debiutów.

Łącznie badaniu poddano działalność 66 spółek za 3 lata, co dało 198 obserwacji.

3. METODYKA BADAŃ

Badanie polegało na identyfikacji kierunków inwestowania kapitałów pozyskanych z giełdy. W tym celu dla każdej spółki oszacowano na podstawie sprawozdań finansowych wielkość kapitału pozyskanego w trakcie debiutu, z podziałem jego zaksięgowania na kapitał podstawowy i kapitał zapasowy. Następnie obliczono relację pozyskanego kapitału zakładowego w stosunku kapitału zakładowego po zaksięgowaniu nowej emisji, co pozwoliło ustalić wielkość sprzedanych udziałów. Podobnie postąpiono z wartością kapitału własnego. W kolejnym kroku obliczono zmiany wartości aktywów i przedstawiano je w relacji do pozyskanego w trakcie emisji kapitału. W związku z tym, że zmiany w aktywach obrotowych uwzględniano netto, a więc po pomniejszeniu o zobowiązania krótkookresowe, suma zmian aktywów pokrywała się z wielkością pozyskanego kapitału, gdy w przedsiębiorstwie nie wystąpiła zmiana kapitału własnego z tytułu wypracowanego zysku lub starty, wypłaty dywidendy lub też zaciągnięcia zobowiązań długoterminowych. Zmiany w wartości aktywów obliczono dla każdej spółki za trzy okresy, uwzględniając: rok debiutu, pierwszy rok po debiucie i drugi rok po debiucie. Wyniki uzyskane we wszystkich okresach odniesiono do tej samej podstawy – wielkości pozyskanego kapitału. Szacując udział przedsiębiorstw inwestujących w konkretne aktywa brano pod uwagę tylko te, które zainwestowały w nie więcej niż 10% pozyskanego kapitału.

Poszczególne kategorie występujące na wykresach przedstawiają wartość średnią arytmetyczną i odpowiednio oznaczają:

- % sprzed. udziałów – wyrażony w procentach udział nabywców nowej emisji w kapitale zakładowym spółki,
- % przyrost kapitału własnego – wyrażona w procentach relacja kapitału własnego pozyskanego w trakcie nowej emisji do kapitału własnego przed emisją.

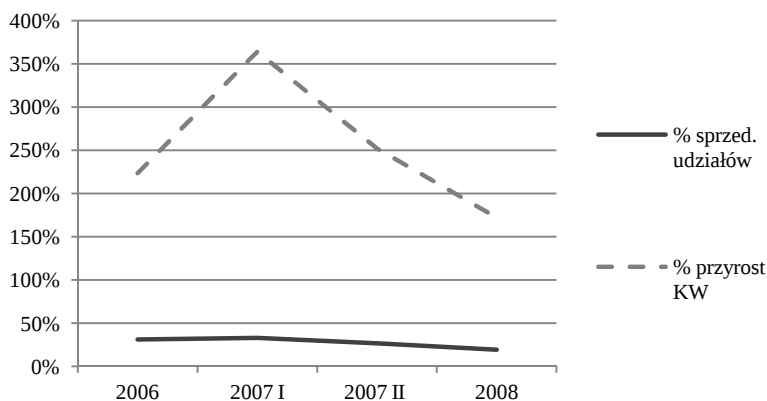
Natomiast poniższe kategorie oznaczają wyrażony w procentach przyrost w stosunku do pozyskanego kapitału własnego:

- inwestycje krótkoterminowe – inwestycji krótkoterminowych,
- inwestycje długoterminowe – inwestycji długoterminowych,
- rzeczowe aktywa trwałe – rzeczowych aktywów trwałych,
- wartości niematerialne i prawne – wartości niematerialnych i prawnych,
- pozostałe aktywa trwałe – aktywów trwałych z wyłączeniem rzeczowych, wartości niematerialnych i prawnych oraz inwestycji długoterminowych,
- pozostałe aktywa obrotowe – sumy zapasów i należności krótkoterminowych pomniejszonych o zobowiązania krótkoterminowe.

4. OMÓWIENIE WYNIKÓW

4.1. Ilość pozyskanego kapitału

Jak widać na rys. 1 spółki wchodząc na giełdę wraz z nową emisją sprzedawały około 30% udziałów, co prawdopodobnie nie pozbawiało dotychczasowych udziałowców kontroli nad spółką. Jednak sprzedając stosunkowo niewiele udziałów uzyskiwały one bardzo duży przyrost wartości kapitału własnego (KW), który stanowił wielokrotność wartości kapitału własnego dotychczas posiadanego. Spółki te w 2006 r. średnio zwiększały kapitał własny przeszło dwukrotnie (2,2). W pierwszej połowie 2007 r. uzyskany przez nie przyrost kapitału własnego wyniósł ponad trzy i półkrotność (3,5) wartości kapitału posiadanego w okresie przed debiutem giełdowym. Wartość ta obniżyła się w 2008 r. wraz ze spadkiem koniunktury do około 170%. Uzyskiwanie bardzo dużego przyrostu kapitału własnego przy sprzedaży niewielkiej ilości udziałów możliwe było dzięki temu, że spółki sprzedawały akcje po cenie emisyjnej wielokrotnie przewyższającej cenę nominalną. Widzimy więc, że spółki w okresie objętym analizą pozyskiwały bardzo duże wartości kapitału własnego. Tym samym, osiągnęły one bardzo rozległe i atrakcyjne możliwości realizacji programów inwestycyjnych, które pozytywnie wpłynąć mogłyby na wzrost efektywności jego wykorzystania i spełnienia oczekiwania wzrostu stopy zwrotu ze strony nowych inwestorów.

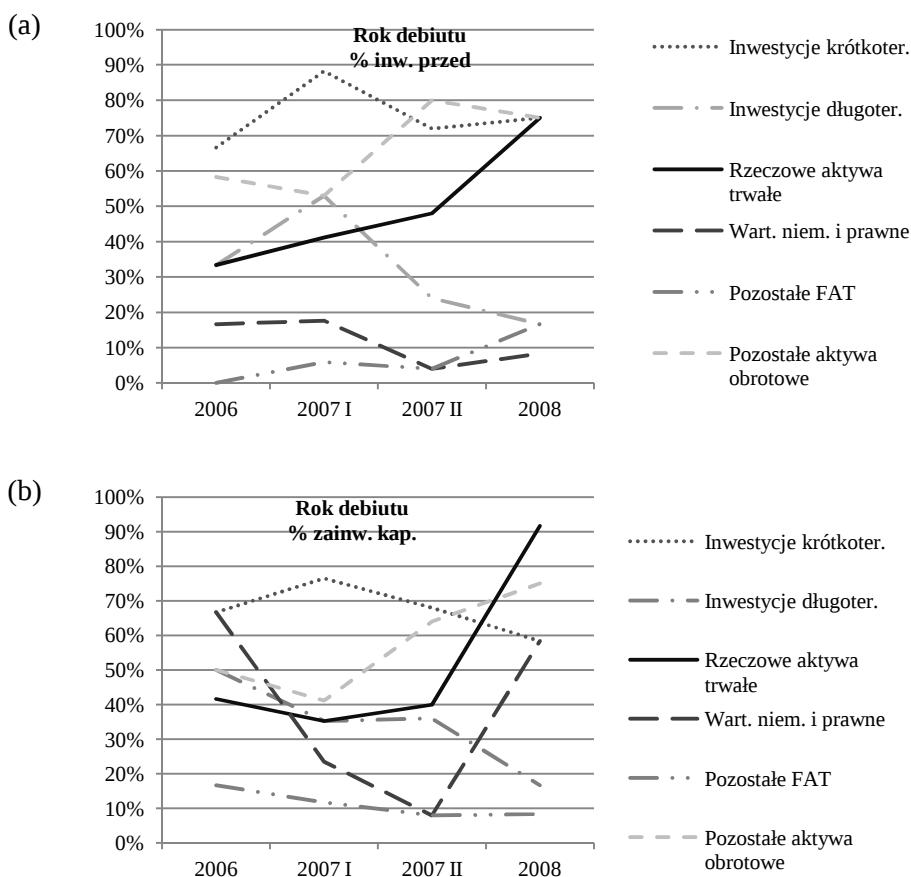


Rys. 1. Procent sprzedanych udziałów oraz uzyskany przyrost kapitałów własnych przez spółki debiutujące na GPW – średnia arytmetyczna

Źródło: opracowanie własne.

4.2. Kierunki inwestowania – rok debiutu

Zwracając uwagę na dominujący kierunek inwestowania (zob. rys. 2(a)) widzimy, że w roku debiutu inwestowanie w rzeczowe aktywa trwałe (dalej RAT) realizowało 30% przedsiębiorstw debiutujących w 2006 r. i około 40% w 2007 (I). Jednak wraz ze spadkiem koniunktury udział ten rośnie do ponad 70% w 2008. Dużą popularnością cieszyło się inwestowanie w inwestycje krótkoterminowe (dalej IK) oraz co jest zastanawiające w pozostałe aktywa obrotowe (dalej PA-O). Popularność inwestowania w inwestycje długoterminowe (dalej ID) początkowo rośnie wraz ze wzrostem koniunktury, aby po załamaniu się jej dynamicznie spadać.



Rys. 2. Kierunki inwestowania w roku debiutu, pozyskanych kapitałów ze względu na wielkość inwestowanego kapitału i popularność kierunku inwestowania.

Górny wykres (a) – popularność inwestowania, dolny (b) – wielkość zainwestowanego kapitału

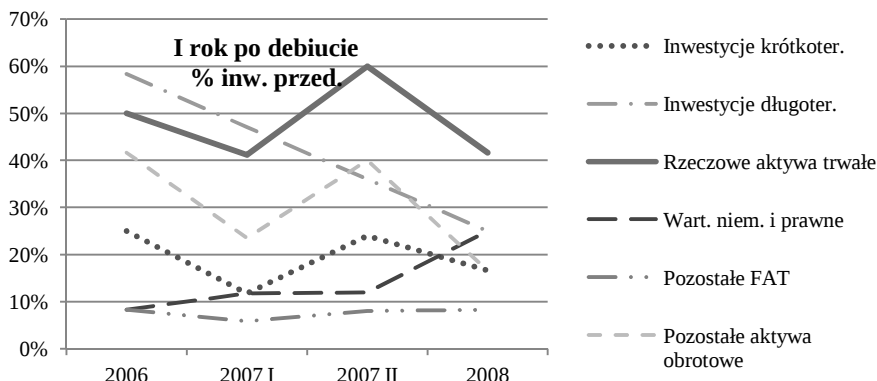
Źródło: jak do rys. 1.

Natomiast analizując wartość kapitału zainwestowanego w poszczególne aktywa (rys. 2(b)) widzimy, że najwięcej kapitału zostało zainwestowane w inwestycjach krótkoterminowych (ponad 60% w 2006 r.) i udział ten początkowo rośnie wraz ze wzrostem koniunktury, a po jej załamaniu spada. Jeżeli chodzi o RAT to wyraźna jest odwrotna tendencja ilości zainwestowanego kapitału od stanu koniunktury, przeciwnie jak tendencja inwestowania w IK. Zastanawiająca jest również tendencja inwestowania w aktywa obrotowe, gdzie początkowo spółki ulokowały ponad 40% pozyskanego kapitału, ale jego ilość dynamicznie rośnie wraz ze spadkiem koniunktury.

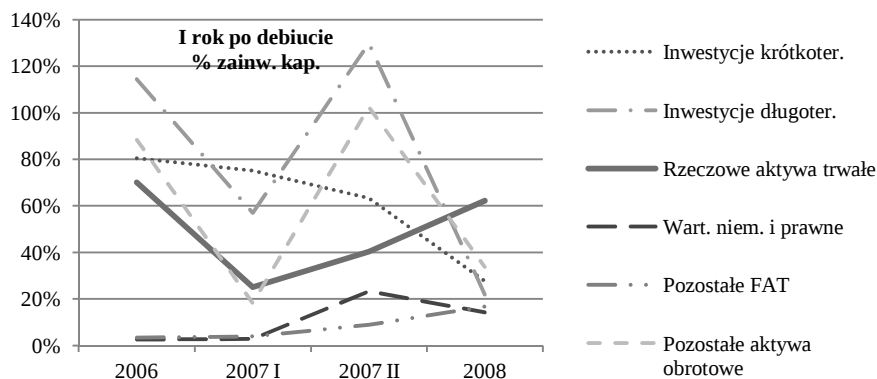
4.3. Pierwszy rok po debiucie

W pierwszym roku po debiucie najpopularniejszymi kierunkami inwestowania (rys. 3(a)) były ID, które w kolejnych okresach systematycznie traciły na popularności oraz RAT. Dużą popularnością cieszyły się również inwestycje w PAO. IK istotnie straciły na popularności w tym okresie, co jest oczywiste, zważywszy, że w roku debiutu została tam ulokowana większa część pozyskanego kapitału. Patrząc natomiast na wartość zainwestowanego kapitału w poszczególne aktywa (rys. 3(b)) widzimy, że najwięcej kapitału inwestowano w ID, od przeszło 100% w 2006 do około 20% w 2008. Ilość kapitału inwestowana w te aktywa wykazuje również dużą zmienność. Kolejnym kierunkiem inwestowania były IK, które jednak w kolejnych okresach wykazują wyraźną tendencję spadkową. Początkowo na trzecim, a od 2007 II na drugim miejscu uplasowały się PAO. Inwestowanie w RAT podobnie jak w roku debiutu jest odwrotnie skorelowane z koniunkturą. Wraz z jej wzrostem spada a po jej załamaniu się wzrasta, tak iż w 2008 roku ulokowano w nich najwięcej kapitału.

(a)



(b)



Rys. 3. Kierunki inwestowania w pierwszym roku po debiucie, pozyskanych kapitałów ze względu na wielkość inwestowanego kapitału i popularność kierunku inwestowania.

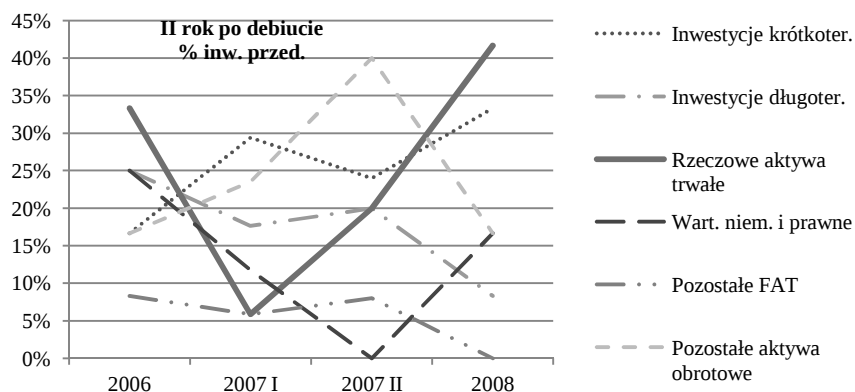
Górny wykres (a) – popularność inwestowania, dolny (b) – wielkość zainwestowanego kapitału

Źródło: jak do rys. 1.

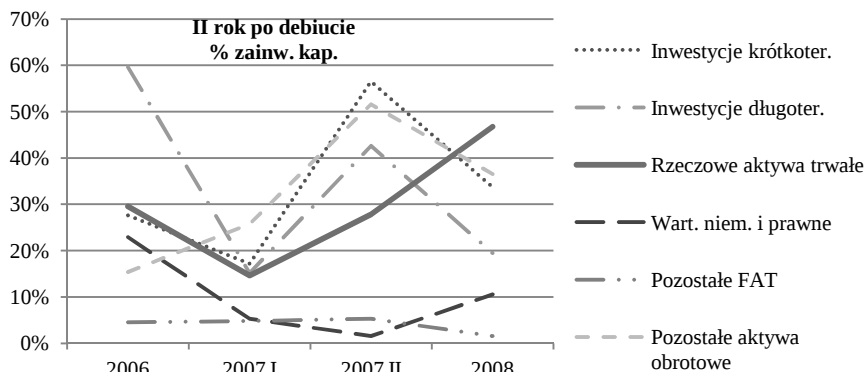
4.4. Drugi rok po debiucie

W drugim roku po debiucie początkowo najważniejszym kierunkiem inwestowania były RAT (rys. 4(a)). Inwestycje w rzeczowe aktywa trwałe w szczytowym okresie hossy drastycznie spadają, aby wraz ze spadkiem koniunktury znowu osiągnąć najwyższy pułap. Wysoką popularnością cieszyły się również IK oraz PAO.

(a)



(b)



Rys. 4. Kierunki inwestowania w drugim roku po debiucie, pozyskanych kapitałów ze względu na wielkość inwestowanego kapitału i popularność kierunku inwestowania.

Górny wykres (a) – popularność inwestowania, dolny (b) – wielkość zainwestowanego kapitału

Źródło: jak do rys. 1.

Natomiast analizując wartość inwestowanego kapitału w poszczególne aktywa (rys. 4(b)), spółki debiutujące w 2006 r. najwięcej kapitału inwestowały w ID, a następnie w RAT i IK. W szczytowym okresie hossy na pierwszym miejscu pojawiają się PAO, a na następnym miejscu z mniejszą, ale podobną wartością inwestowanego kapitału; RAT oraz ID i IK. Wraz ze wzrostem koniunktury RAT się analogicznie jak w poprzednich okresach, czyli rośnie wysokość kapitału inwestowanego w tych aktywach. Natomiast inwestycje a IK i ID oraz PAO najpierw dynamicznie rosną a w 2008 r. spadają poniżej RAT.

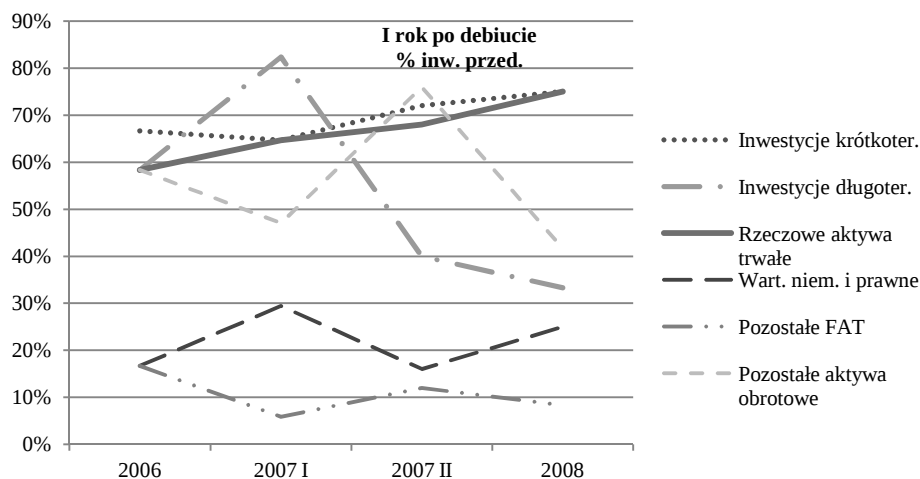
4.5. Miejsce ulokowania kapitału – pierwszy rok po debiucie

Wynikiem prowadzonej działalności inwestycyjnej opisanej powyżej było ulokowanie kapitału w poszczególnych aktywach.

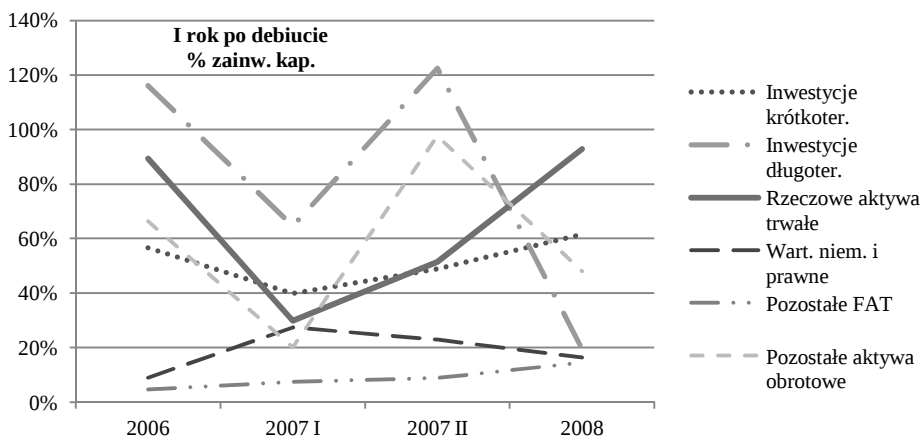
Patrząc na popularność inwestowania (rys. 5(a)) widzimy, że w pierwszym roku po debiucie najwięcej przedsiębiorstw lokowało swoje kapitały (więcej niż 10% pozyskanego) w RAT, IK, ID oraz PAO. Przy czym w kolejnych okresach rośnie popularność RAT i IK a spada ID. Patrząc natomiast na ilość kapitału ulokowanego w poszczególnych aktywach widzimy, że spółki debiutujące w 2006 r. najwięcej kapitału miały ulokowane w ID następnie RAT, AO i IK. Spółki debiutujące w szczytowym okresie hossy najwięcej miały ulokowane

w ID następnie IK a na trzecim miejscu RAT. Spółki debiutujące w okresie hossy (2006) najczęściej kapitału miały ulokowane w RAT a następnie IK.

(a)



(b)



Rys. 5. Miejsce ulokowania pozyskanego kapitału w pierwszym roku po debiucie, ze względu na popularność kierunku inwestowania oraz ilość ulokowanego kapitału.

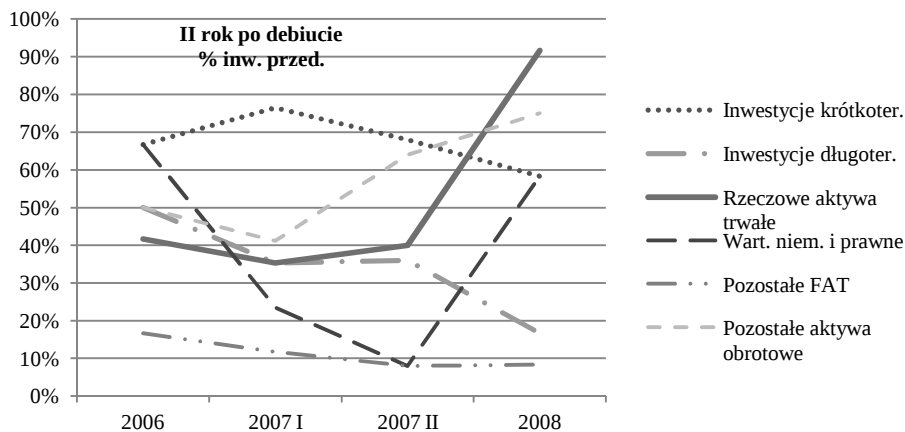
Górny wykres (a) – popularność kierunku inwestowania, dolny (b) – ilość kapitału zainwestowanego w dane aktywa

Źródło: jak do rys. 1.

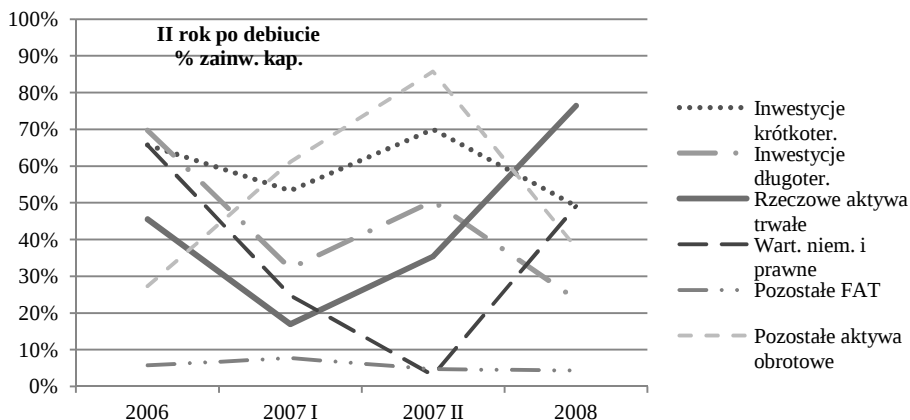
4.6. Drugi rok po debiucie

W drugim roku po debiucie (rys. 6(a)) w trzech z czterech okresów najczęściej przedsiębiorstwa lokowały pozyskane kapitały w IK. Częstym kierunkiem inwestowania były PAO, ID i RAT. W miarę pogarszania się koniunktury rośnie ilość przedsiębiorstw, które ulokowały kapitały w RAT i PAO.

(a)



(b)



Rys. 6. Miejsce ulokowania pozyskanego kapitału w drugim roku po debiucie, ze względu na popularność kierunku inwestowania oraz ilość ulokowanego kapitału.

Górny wykres (a) – popularność kierunku inwestowania, dolny (b) – ilość kapitału zainwestowanego w dane aktywa

Źródło: jak do rys. 1.

Natomiast pod względem ilości ulokowanego kapitału spółki debiutujące w 2006 największą ilość kapitału ulokowały w IK i ID oraz wartościach niematerialnych i prawnych a na czwartym miejscu w RAT, które utrzymują to miejsce jeszcze przez kolejne dwa okresy i dopiero spółki debiutujące w 2008 r. ulokowały w nich najwięcej kapitału. Niezwykle zastanawiający jest fakt, że spółki debiutujące w trzech okresach (2006, 2007I i 2007II) największe wartości kapitału ulokowały w IK i PAO. Spółki debiutujące w ostatnim okresie (2008) najwięcej kapitału ulokowały w RAT ale nadal dużo kapitału ulokowały w PAO i IK.

5. WNIOSKI KOŃCOWE

Wejście przedsiębiorstwa na giełdę jest zwykle połączone z nową emisją akcji i tym samym zorientowane jest m. in. na pozyskanie kapitału przeznaczonego na nowe inwestycje. Nabywcy akcji liczą, że programy inwestycyjne debiutujących spółek są tak atrakcyjne, że ich kapitały zostaną dobrze zainwestowane, przynosząc im ponadprzeciętne stopy zwrotu. Jednak obraz działalności inwestycyjnej debiutujących spółek wyłaniający się z zaprezentowanych badań wygląda zgoła niepokojąco. W wyniku nowej emisji spółki pozyskują bardzo dużą wartość kapitału własnego wielokrotnie przewyższającą dotychczasową ich wartość. Sytuacja ta wskazuje na powstanie znaczących możliwości i zarazem odpowiedzialności spółek za efektywne wykorzystanie pozyskanego kapitału. Analizując działalność inwestycyjną spółek widzimy, że bardzo duża część pozyskanego kapitału przeznaczona została na inwestycje w lokaty krótkoterminowe (inwestycje krótkoterminowe) oraz pozostałe aktywa obrotowe. W okresie bessy bardzo wyraźna jest tendencja przeznaczania pozyskanego kapitału w rzeczowe aktywa trwałe. Natomiast w okresie hossy dominującymi kierunkami inwestowania są inwestycje krótkoterminowe i długoterminowe oraz, co jest zaskakujące, w aktywa obrotowe.

BIBLIOGRAFIA

- Dudycz T., *A Takeover Ratio Parameter for the Evaluation of an Initial Public Offer*, January 18, 2013. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2240614> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2240614>.
- Gajewski J. F., Gresse C., *A Survey of the European IPO Market*, ECMI Paper, August 2006, No. 2.
- Ibbotson R. G., *Price Performance of Common Stock New Issues*, „Journal of Financial Economics” 1975, Vol. 2, No. 3.
- Jenkinson T., Ljungqvist A., *Going Public. 2001, The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*, Oxford University Press, New York.

- Jewartowski T., Lizińska J., *Short- and Long-Term Performance of Polish IPOs*, „Emerging Markets Finance & Trade”, March–April 2012, Vol. 48, No. 2.
- Ritter J. R., Welch I., *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*, „The Journal Of Finance”, August 2002, Vol. LVII, No. 4.

Tadeusz Dudycz

**THE INVESTING ACTIVITIES OF COMPANIES MAKING THEIR DEBUT
ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE**

The article analyzes the investment activity of companies making their debut on the WSE. It has been shown that, firstly, they acquire a lot of capital, many times more than they had prior to the issue. This raises the question whether they will be able to effectively invest it. And secondly, much of the capital is invested in short-term deposits and current assets. However, investment in fixed assets is the dominant direction of investment only for companies going public during the bear market.

Key words: IPO, new issue, WSE.