

*Tomasz Bursa**

ANALIZA EMISJI AKCJI Z PRAWEM POBORU NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

1. WPROWADZENIE

Pozyskanie źródeł finansowania jest jednym z kluczowych elementów strategii rozwoju każdego przedsiębiorstwa. Aby zapewnić sobie możliwość długookresowego wzrostu, spółka jest zmuszona z jednej strony inwestować w rozwój technologii, kanałów dystrybucji, zdolności produkcyjnych (w celu osiągnięcia wzrostu organicznego), z drugiej zaś – w przejęcia podmiotów konkurencyjnych i budowanie silnych grup kapitałowych, co pozwala wzrastać w sposób nieorganiczny. Obie drogi rozwoju są nieodzownie związane z poniesieniem określonych nakładów finansowych. Dlatego też, na pewnym etapie rozwoju, firmy zmuszone są do dokonania wyboru źródeł finansowania swoich przedsięwzięć.

Wybór źródeł finansowania może być jednym z kluczowych zagadnień z punktu widzenia tworzenia wartości spółki, co zostało wykazane w wielu pracach traktujących o teorii struktury kapitału¹. Zarządzający przedsiębiorstwem może wybrać zewnętrzne lub wewnętrzne źródło finansowania projektu. Szczególną formą finansowania wewnętrznego jest emisja akcji. W niniejszej rozprawie dokonano analizy emisji akcji, z uwzględnieniem prawa pierwszeństwa dla dotychczasowych akcjonariuszy, dokonanych za pośrednictwem Giełdy Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie w latach 2000–2006. Głównym zagadnieniem analizy jest przedstawienie wpływu emisji akcji z prawem poboru na rynkową wartość kapitału akcyjnego przedsiębiorstwa. W szczególności skupiono się na przedstawieniu informacyjnego charakteru decyzji o emisji akcji z prawem poboru, a także zachowaniu się kursu akcji w dniu jego odłączenia. W artykule przedstawiono także podstawowe charakterystyki opisujące zagad-

* Mgr, absolwent Wydziału Socjologiczno-Ekonomicznego, Uniwersytet Łódzki.

¹ F. Modigliani, M. Miller, *The cost of capital, corporate finance and the theory of investment*, „American Economic Review” 1958, No. 48, s. 261–297.

nienie emisji akcji z prawem pierwszeństwa na GPW w Warszawie (tj. wielkość emisji, relacje parytetu akcji, relacje ceny emisyjnej do rynkowej itp.), a także towarzyszące im zagadnienia o charakterze formalnym. Ponadto w pierwszej części rozprawy przedstawiono różne sposoby pozyskiwania przez spółki kapitału niezbędnego dla jej dalszego rozwoju.

2. METODY FINANSOWANIA DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

Podstawowym kryterium podziału metod finansowania przedsiębiorstwa jest ich rozróżnienie na źródła wewnętrzne i zewnętrzne. W literaturze spotyka się podział na kategorie wyróżnione dla potrzeb metod wyceny, tzn. dług i kapitał własny². W przypadku wycen pojęcie długu kojarzone jest z kredytami i obligacjami (tzw. dług oprocentowany), natomiast kapitał własny – z akcjami. Intuicyjny podział obejmujący przypisanie instrumentów dłużnych do kategorii długu, zaś akcji do kapitału własnego jest jednakże zbyt ogólny. Pomiędzy długiem i kapitałem własnym występuje kilka innych zasadniczych różnic wynikających z ich odmiennej konstrukcji oraz charakteru przepływów pieniężnych, które są przez nie generowane. Różnice te są następujące³:

- dług generuje stałe przepływy pieniężne dla jego posiadaczy (odsetki lub kupony), natomiast w przypadku akcji ich dywidenda nie jest z góry określona,
- przepływy pieniężne wynikające z długu mają wyższy priorytet zaspokojenia, gdyż są spłacane w pierwszej kolejności poniżej zysku operacyjnego. Dochód z akcji (dywidenda) jest dochodem rezydualnym, tzn. zaspokajany w ostatniej kolejności (po uwzględnieniu przepływów dla wierzycieli oraz podatków),
- przepływy pieniężne wynikające z długu pomniejszają podstawę opodatkowania (tworzą tarczę podatkową), czego nie zapewniają przepływy wynikające z akcji,
- kredyty lub instrumenty rynku dłużnego mają z góry określony czas trwania, natomiast czas życia akcji jest z założenia nieskończony,
- przepływy pieniężne z akcji są w pewnym stopniu kontrolowane przez zarządzających przedsiębiorstwem, podczas gdy wielkość przepływów wynikająca z instrumentów dłużnych pozostaje poza taką kontrolą i wynika głównie z umów zawieranych z kredytodawcami,
- dostawcy kapitału własnego sprawują kontrolę nad przedsiębiorstwem, co nie jest udziałem dostarczycieli kapitału obcego.

² Podział ten jest stosowany dla wyznaczania kosztu kapitału wykorzystywanym w modelach dyskontowych.

³ A. D a m o d a r a n, *Corporate Finance*, John Wiley & Sons, New York 2001.

3. ŹRÓDŁA FINANSOWANIA KAPITAŁEM WŁASNYM

Wykorzystanie kapitału własnego w przedsiębiorstwie może przybierać różne formy. W przypadku finansowania działalności kapitałem własnym, kluczowym czynnikiem determinującym rodzaj tego kapitału jest charakter własności przedsiębiorstwa oraz to, czy jest ono podmiotem zupełnie prywatnym, czy też zostało wprowadzone do publicznego obrotu papierami wartościowymi. W przypadku przedsiębiorstwa w pełni prywatnego jedynymi wewnętrznymi źródłami finansowania działalności są pierwotne i późniejsze wpłaty jego właścicieli (założycieli) na kapitał podstawowy oraz zatrzymane zyski z lat ubiegłych przeniesione na kapitał zapasowy. W przypadku spółki z o.o. kodeks spółek handlowych określa minimalną wielkość kapitału zakładowego na 50 000 zł⁴, natomiast dla spółek akcyjnych wynosi on 500 000 zł⁵. Pomimo że udziały wniesione do spółki prywatnej nie są przedmiotem publicznego handlu, to charakteryzują się one podobnymi cechami co akcje spółek publicznych (oznacza to, że ich właściciele są zaspokajani przepływami pieniężnymi w ostatniej kolejności). Po drugie, wypłaty dla właścicieli akcji nie powodują pomniejszenia obciążeń podatkowych przedsiębiorstwa. Po trzecie, zarówno w przypadku prywatnych, jak i publicznych, akcjonariusze posiadają kontrolę nad firmą, co nie jest udziałem dostarczycieli długu. Należy także zwrócić uwagę na fakt, iż w przypadku spółek prywatnych istnieje pewne ograniczenie możliwości pozyskania przez nie kapitału. Mogą one zwrócić się o dodatkowe środki własne tylko w drodze emisji zamkniętych lub prywatnych (np. skierowanych do konkretnych inwestorów), natomiast nie mogą ogłosić publicznej emisji swoich akcji.

Innym źródłem pozyskania środków przez spółkę prywatną są fundusze podwyższonego ryzyka *private equity/venture capital* (PE/VC). Fundusze te zajmują się głównie wspieraniem prywatnych przedsięwzięć znajdujących się w relatywnie wczesnych fazach rozwoju, dostarczając nie tylko potrzebny do rozwoju kapitał, ale również wiedzę, kontakty, *know-how*. Pomiedzy funduszami *private equity* a *venture capital* istnieje pewna różnica dotycząca strategii ich działania. *Private equity* inwestuje w spółki o dłuższej historii, charakteryzujące się już rozwiniętą działalnością, które poszukują dodatkowego kapitału, natomiast nie są notowane na rynku publicznym. Po zakończeniu okresu wsparcia fundusz dąży do upublicznienia spółki lub jej sprzedaży inwestorowi branżowemu. Fundusze typu *venture capital* są zainteresowane inwestowaniem w spółki w fazie tworzenia biznesu, które często potrzebują środków na rozwinięcie działalności na większą skalę. Oznacza to, że akceptują one wyższy

⁴ Kodeks spółek handlowych, Warszawa 2000, art. 154.

⁵ *Ibidem*, art. 308.

poziom ryzyka oraz dłuższy horyzont inwestycyjny. Po okresie wsparcia spółka odsprzedawana jest inwestorowi branżowemu lub finansowemu, lub też oferowana jest na giełdzie w drodze publicznej sprzedaży. Zarówno fundusze PE, jak i VC w zamian za dostarczony kapitał i wiedzę oczekują uzyskania określonego udziału w spółce (z reguły przejmują nad nią faktyczną kontrolę). Działalność operacyjna jest dalej prowadzona przez poprzedniego właściciela, natomiast fundusze pełnią rolę aktywnego inwestora.

Przedstawione powyżej koncepcje finansowania spółki poprzez emisję akcji oraz z wykorzystaniem funduszy PE/VC nie wyczerpują w pełni możliwości oferowanych przez rynki finansowe, które pozwalają na dokonanie pewnych modyfikacji finansowania kapitałem wewnętrznym. W szczególności wykorzystuje się połączenie finansowania przez emisję akcji z emisją innych instrumentów finansowych o charakterze opcji. Pierwszym z nich są warranty. Warrant jest opcją zakupu określonej ilości akcji po ustalonej cenie w określonym czasie⁶. Od klasycznej opcji odróżnia go jednak zdefiniowanie jego wystawcy, którym jest emitent akcji (w przeciwieństwie do inwestora zewnętrznego do emitenta akcji, jak ma to miejsce w przypadku kontraktów opcyjnych). Ponieważ warrant jest prawem, a nie zobowiązaniem jego właściciela do wykonania określonego świadczenia, zatem owe wykonanie nastąpi w przypadku przekroczenia przez kurs rynkowy akcji spółki kursu zapisanego w warunkach emisji kontraktu. W praktyce oznacza to prawo posiadającego warrant do objęcia akcji spółki po z góry określonej cenie emisyjnej, zaś dla spółki oznacza ono obowiązek wyemitowania tychże akcji, jeśli właściciel warrantu przedstawi go do wykonania. Konstrukcja warrantu sprawia, iż najlepiej sprawdza się on w spółkach notowanych na giełdzie, ponieważ jego posiadacz może w prosty sposób sprawdzać, czy opłaca się mu przedstawić instrument do wykonania (aczkolwiek nie jest to warunek konieczny). Warrant jest z reguły instrumentem długookresowym, o terminie do wykupu sięgającym nawet do kilkunastu lat. Wykorzystywany jest w szczególności w przypadku różnych programów motywacyjnych. Kluczowi menedżerowie otrzymują zatem prawo do uzyskania nowo emitowanych akcji po znanej z góry cenie, niezależnej od ceny rynkowej. Stwarza to zachętę do powiększania wartości spółki, co może podnieść kurs jej akcji i w rezultacie umożliwić opłacalne zrealizowanie warrantu. Instrumenty te są również dodatkiem do różnego rodzaju instrumentów dłużnych, których emitenci chcą płacić niższe kupony, a mogliby mieć problemy z uplasowaniem emisji na rynku. Warrant subskrypcyjny podnosi atrakcyjność takiego instrumentu, gdyż stwarza dodatkowe możliwości zarobku uzależnione od zmian wartości przedsiębiorstwa⁷. W Polsce tego typu warranty mogą być dołączane również do obligacji jako prawa pierwszeństwa do objęcia emitowanych

⁶ J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe*, FRR, Warszawa 2000.

⁷ *Ibidem*.

w przyszłości akcji spółki sprzedającej obligacje (obligacje z prawem do zakupu akcji spółki po określonej cenie).

Drugą istotną modyfikacją finansowania łączącą finansowanie akcjami i długiem jest emisja obligacji zamiennej na akcje. Inwestor nabywający tego typu obligacje uzyskuje prawo do jego zamiany na określoną w warunkach emisji ilość akcji. W praktyce inwestor pozyskuje dwa instrumenty finansowe: zwykłą obligację oraz opcję jej zamiany na akcje spółki. Cena tej opcji zależy od kilku następujących czynników, tj. od:

- współczynnika zamiany, określającego ile akcji można otrzymać za jedną posiadaną obligację,
- rynkowej ceny akcji, na którą obligacja może zostać wymieniona,
- ceny, po przekroczeniu której obligacja może zostać zamieniona na akcję.

Opłacalność tego typu inwestycji w dużej mierze zależy od kształtowania się rynkowej ceny akcji. Inwestor porównuje zatem wartość obligacji z ceną akcji przy uwzględnieniu współczynnika zamiany. Jeżeli zatem posiada on prawo do wymiany obligacji na 10 akcji po 150 zł i cena rynkowa osiągnie ten poziom, to faktyczna wartość obligacji wyniesie dla niego 1500 zł i będzie składać się z „czystej ceny obligacji” powiększonej o wartość opcji na zamianę akcji. Warto zauważyć, iż cena tej obligacji może kształtować się na poziomie różnym od 1500 zł. Jeżeli wyniesie np. 1550 zł, to powstała różnica (50 zł) jest tzw. rynkową premią konwersji.

Włączenie dodatkowej opcji zamiany na akcję w konstrukcję obligacji pozwala podnieść jej atrakcyjność inwestycyjną dla kupującego. Po przekroczeniu pewnego poziomu ceny akcji inwestor może wymienić obligację na korzystniejszą w danym momencie akcję, jednocześnie mając zawsze zapewnioną minimalną płatność w postaci obligacji (zakładając sytuację niekorzyści wymiany). Dla emitenta obligacji zamiennych tego typu konstrukcja pozwala na elastyczne zarządzanie strukturą kapitału. W sytuacji niskich cen akcji może on finansować się w większym zakresie kapitałem obcym, zaś w przypadku wzrostu cen papierów udziałowych struktura finansowania przedsiębiorstwa będzie zmieniać się w kierunku większego zaangażowania kapitału akcyjnego⁸. Innym instrumentem łączącym akcje z obligacjami jest obligacja z prawem pierwszeństwa do objęcia akcji nowej emisji (posiadacz obligacji uzyskuje rodzaj opcji, pozwalającej mu zapisać się na nowo emitowane akcje przed innymi inwestorami).

Konstrukcje wykorzystujące opcje dodatkowe mogą w znaczący sposób urozmaicać sposoby wykorzystania kapitału akcyjnego, pozwalając na tworzenie specyficznych hybryd finansowych łączących dług i kapitał własny (obligacje zamienne na akcje oraz obligacje z prawem do zakupu akcji po określonej cenie). Należy jednak pamiętać, że przy wyborze sposobu finansowania z wykorzystaniem warrantów lub opcji dodatkowych przedsiębiorstwo powinno

⁸ *Ibidem*.

kierować się swoimi potrzebami gotówkowymi, pożądaną strukturą kapitału oraz możliwością sprawowania kontroli nad realizacją praw wynikających z obligacji przez spółkę.

4. ZEWNĘTRZNE ŹRÓDŁA FINANSOWANIA DZIAŁALNOŚCI

Alternatywnym sposobem pozyskania kapitału w stosunku do źródeł wewnętrznych jest finansowanie kapitałem obcym. Przedsiębiorstwo może preferować zewnętrzne źródła finansowania z kilku powodów. Po pierwsze, zakłada się, że jest ono tańsze, ponieważ daje możliwość odliczenia odsetek od podstawy opodatkowania, co w rezultacie pomniejsza kwotę należnego podatku CIT. Po drugie, włączenie zadłużenia wewnętrznego nie powoduje utraty kontroli lub też udziału w spółce, co stałoby się faktem w przypadku emisji nowych akcji bez praw poboru lub skierowanych do oznaczonego inwestora prywatnego.

Najprostszym instrumentem finansowania zewnętrznego są kredyty bankowe. Kredyty mogą przybrać różne formy w zależności od charakteru przedsięwzięcia lub aktywów, na których sfinansowanie są przeznaczone. W przypadku finansowania zakupów środków produkcji banki proponują kredyt inwestycyjny, natomiast na sfinansowanie zakupu towarów handlowych przedsiębiorstwo zaciągnie kredyt obrotowy.

Obligacje stanowią alternatywę dla kredytów bankowych. Są one przeznaczone głównie dla dużych firm, które są w stanie wygenerować odpowiednie zabezpieczenie ich emisji, uzyskać rating inwestycyjny oraz uplasować je na rynku. Obligacje są atrakcyjną formą pozyskania kapitału z dwóch zasadniczych powodów. Po pierwsze, mogą być notowane na rynkach finansowych, co z jednej strony ułatwia pożyczkodawcom sprzedaż swojej wierzytelności, po drugie zaś, pozwalają na dodanie pewnych specyficznych funkcji (np. opcji), co umożliwia lepsze zoptymalizowanie terminów płatności kuponów i rat, ich wysokości, a także ewentualnej konwersji zadłużenia. Obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa można podzielić ze względu na kilka kategorii.

Ze względu na **rodzaj kuponu** obligacje można podzielić na papiery o stałym i zmiennym oprocentowaniu. Obligacje o stałym oprocentowaniu charakteryzują się niezmiennym kuponem w całym okresie inwestycji, są jednakże bardziej wrażliwe na zmiany stóp procentowych i inflacji. Obligacje o zmiennym oprocentowaniu posiadają różne kupony dla poszczególnych okresów odsetkowych i ich wielkość zależy od przyjętego poziomu stopy benchmarkowej, z reguły powiększonej o z góry określoną premię. Stopami odniesienia dla wielkości kuponów są z reguły stopy oprocentowania depozytów na rynku

międzybankowym (WIBOR, LIBOR) lub stopa inflacji⁹. Obligacje o zmiennym oprocentowaniu są z reguły preferowane dla papierów o dłuższym terminie zapadalności. Na rynkach finansowych istnieją także pewne modyfikacje obligacji o zmiennym oprocentowaniu, polegające na włączeniu górnego możliwego limitu oprocentowania (tzw. *cap*) lub minimalnego (tzw. *floor*). Ponadto możliwe jest także włączenie zmiennej wielkości premii w zależności od czasu pozostającego do wykupu obligacji¹⁰.

Papiery dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa można podzielić na trzy kategorie w zależności od **czasu ich trwania**. Papiery krótkoterminowe są emitowane na okres do 1 roku i mają charakter zerokuponowy. Papiery te charakteryzują się niższym oprocentowaniem niż w przypadku kredytów bankowych, co wynika z relatywnie niskiego ryzyka związanego z czasem do wykupu. Większość przedsiębiorstw emituje obligacje średnioterminowe o okresie zapadalności 5–15 lat, jednakże w przypadku dużych przedsiębiorstw finansujących zaawansowane (np. budowa samolotów) projekty inwestycyjne okres zapadalności może sięgnąć 30–50 lat. Przedsiębiorstwa mogą ponadto wykorzystywać inne instrumenty finansowe, w szczególności opcje, w celu modyfikowania czasu do wykupu. Spółka może wyemitować obligacje z prawem do wcześniejszego odkupu (*callable bond*). Włączenie opcji odkupu pozwala przedsiębiorstwu wykupić obligację przed okresem zapadalności, jednakże cena nominalna, jaką otrzyma ono za obligację zostanie pomniejszona o wartość opcji. W przypadku opcji z prawem do wcześniejszego wykupu z woli obligatariusza (*putable bond*), obligatariusz płaci dodatkowo za opcję do wcześniejszego przedstawienia obligacji do wykupu. Tego typu obligacje zostały wyemitowane przez Elektrim o wartości 440 mln zł, co później stało się przyczyną niewypłacalności firmy (obligatariusze przedstawili je do wykupu). Innym rodzajem opcji, jaki może zostać dołączony do obligacji jest możliwość wydłużania czasu jej trwania (tzw. *extendible bonds*).

Kolejnym kryterium podziału obligacji jest **rodzaj zabezpieczenia**, pod które są one emitowane. W przypadku emisji obligacji niezabezpieczonych – długoterminowych (*debentures*) – lub krótkoterminowych weksli gwarancja ich wykupu opiera się nie na konkretnych aktywach lub przychodach firmy, lecz na ich ogólnej zdolności kredytowej. Innym rodzajem obligacji są obligacje podporządkowane, które są szczególnym rodzajem obligacji niezabezpieczonej i sprzedawane są przy wyższej stopie procentowej. Przedsiębiorstwo może także wyemitować obligacje, których zabezpieczeniem spłaty będą przychody przyszłych okresów (np. z projektu, na których sfinansowanie są emitowane). Obligacje te są z reguły oprocentowane wyżej od zwykłych obligacji korpora-

⁹ Obligacje trzyletnie oferowane w Polsce są oparte na zmiennej stopie WIBOR, obligacje czteroletnie COI są indeksowane stopą inflacji.

¹⁰ A. D a m o d a r a n, *op. cit.*

cyjnych, co wiąże się z dodatkowym ryzykiem biznesowym finansowanego projektu. Przedsiębiorstwo może także wyemitować obligacje, których zabezpieczeniem będą posiadane przez nie aktywa. Taka konstrukcja zadłużenia pozwala na osiągnięcie dodatkowych korzyści. Po pierwsze, firma może uwolnić środki zgromadzone wcześniej w pewnych mało płynnych aktywach (np. nieruchomościach). Po drugie, zabezpieczenie zmniejsza ryzyko kredytowe dłużnika, co pozwala na pozyskanie pieniądza po niższej cenie. Wreszcie po trzecie, niektóre rozwiązania typu *asset-backed* pozwalają na uzyskanie korzyści podatkowych (np. dla banków w przypadku sekurytyzowania portfela złych należności). Szczególnymi rodzajami pożyczek zabezpieczonych aktywami są pożyczki hipoteczne oraz pożyczki zabezpieczone aktywami finansowymi. W szczególności istnieją obligacje zabezpieczone papierami udziałowymi oraz papiery zabezpieczone przez świadectwa zastawne. W przypadku tych ostatnich środki finansowe są pożyczane od powiernika wyemitowanych świadectw, który do momentu spłaty jest właścicielem majątku będącego przedmiotem zastawu.

Należy zwrócić uwagę na fakt, iż zaprezentowane powyżej rodzaje obligacji stanowią jedynie podstawowy katalog możliwości, z których mogą skorzystać przedsiębiorstwa. W praktyce można tworzyć dowolnego rodzaju hybrydy obligacji i opcji, które pozwalają na lepsze dostosowanie źródła finansowania do charakteru projektu, na który jest ono przeznaczone. W 1990 r. firma Electrolux wyemitowała obligacje, dla których spłata pożyczonego kapitału zależy od tego, czy w Japonii wystąpi trzęsienie ziemi. Innym przykładem są tzw. obligacje aportowe, które w pierwszych latach życia pozwalają emitentowi na wypłacanie klasycznych odsetek lub na ich zastąpienie wydawaniem nowych obligacji o wartości równoważnej wartości nominalnej (były to emisje preferowane przez spółki podlegające transakcjom LBO i MBO).

Leasing jest szczególną formą finansowania przedsiębiorstwa stosowaną jako alternatywa do zwykłego kredytu bankowego. W swoim założeniu opiera się on na użyczeniu środka trwałego do użytkowania w zamian za wnoszony szereg płatności. *De facto* umowa leasingu jest w sensie ekonomicznym podobna do umowy pożyczki, jednakże na starcie nie następuje natychmiastowy wypływ pieniężny, co redukuje konieczność wysokiego zaangażowania finansowego w początkowej fazie projektu inwestycyjnego.

Leasing może przybierać różne formy w zależności od charakteru umowy, sposobu przenoszenia tytułu własności lub też istnienia specyficznych uwarunkowań finansowych. Podstawową formą podziału leasingu jest wyodrębnienie leasingu bezpośredniego i pośredniego. Leasing bezpośredni polega na wyleasingowaniu przedmiotu umowy bezpośrednio przez jego producenta. Oznacza to, iż w praktyce nie jest potrzebne istnienie wyspecjalizowanych firm leasingowych. W przypadku leasingu pośredniego przedmiot leasingu „przechodzi” przez firmę leasingową (jest przez nią zakupywany). W praktyce częściej spotykaną formą jest leasing bezpośredni, pomimo iż jest on droższy (jednakże

może być on korzystniejszy dla sprzedającego produkt z racji, że otrzymuje on pełną zapłatę od firmy leasingowej, inaczej niż w przypadku otrzymywania regularnych wpłat od leasingobiorcy). Rodzajem leasingu, który jest często wykorzystywany np. na rynku nieruchomości jest tzw. leasing wtórny. Polega on na odsprzedaży posiadanych aktywów (najczęściej mało płynnych, aczkolwiek niezbędnych do prowadzenia działalności) firmie leasingowej, a następnie na ich ponownym wyleasingowaniu. Operacja ta pozwala na uwolnienie zasobów gotówki zamrożonych w aktywach i dalsze finansowanie prowadzonej działalności. Biorąc pod uwagę kryterium serwisowania użytkowanego sprzętu, należy wyróżnić leasing netto (kiedy leasingodawca jest zobowiązany do serwisowania i napraw sprzętu) oraz leasing z pełnym serwisem zapewnianym przez firmę leasingową. Czasami przedsiębiorstwo może otrzymać również propozycję leasingu kredytowanego. Jest to leasing polegający na pożyczeniu (np. poprzez emisję obligacji lub papierów dłużnych) pewnej kwoty pieniężnej na sfinansowanie zakupu aktywów zabezpieczonych przedmiotem leasingu i przyszłymi ratami leasingowymi.

Praktyka obrotu leasingowego pozwoliła na wyodrębnienie kolejnego podziału leasingu między tzw. leasing operacyjny i finansowy. Należy jednakże zauważyć, iż podział ten nie występuje w ustawach podatkowych i ma charakter wyłącznie terminologiczny. Leasing operacyjny polega na pozostawieniu przedmiotu leasingu u leasingodawcy i to on dokonuje odpisów amortyzacyjnych, wliczając je w koszty uzyskania przychodów. Umowy są podpisywane na krótszy okres (do 70% okresu życia środka trwałego) i z reguły płatności leasingowe nie przekraczają 90% jego wartości początkowej. Korzystający płaci firmie leasingowej ratę i może jej całość zaliczyć w koszty uzyskania przychodu, co umożliwia pomniejszenie podstawy opodatkowania. Na koniec okresu obowiązywania umowy leasingodawca może sprzedać środek trwały korzystającemu po określonej w umowie cenie. Leasing operacyjny jest droższym rodzajem leasingu z racji tego, iż rodzi on większe ryzyko leasingodawcy (napraw bądź utraty środka trwałego), gdyż formalnie jest własnością spółki leasingującej. Leasing operacyjny jest z reguły bardziej korzystny dla korzystającego z racji pozytywnych skutków podatkowych.

W przypadku leasingu finansowego (kapitałowego) przedmiot umowy jest wykazywany ewidencyjnie jako własność korzystającego (co umożliwia zaliczanie amortyzacji oraz wydatków związanych z użytkowaniem przedmiotu leasingu do kosztów uzyskania przychodów). Umowa jest podpisywana na dłuższy okres niż dla leasingu operacyjnego i nie może być anulowana przez leasingobiorcę przed końcem umowy. Płatność leasingowa rozbita jest na część kapitałową oraz odsetkową (zaliczaną do kosztów uzyskania przychodów). Na koniec okresu użytkowania przedmiot leasingu zostaje dalej własnością korzystającego.

Podsumowując, leasing operacyjny jest korzystniejszy dla użytkownika w sytuacji, gdy potrzebuje on środka na krótki okres, nie zamierza go odkupować oraz nie chce ponosić kosztów napraw i serwisowania. Z ekonomicznego punktu widzenia leasing operacyjny opiera się na wyborze pomiędzy decyzją o kupnie sprzętu lub jego leasingu, natomiast dla leasingu finansowego wybór następuje między możliwością samego leasingu lub zaciągnięciem pożyczki¹¹. W powyższych rozważaniach przedstawiono podstawowe formy finansowania projektów inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa. Należy jednak pamiętać, iż przedsiębiorstwa mogą korzystać również z innych alternatywnych źródeł pozyskiwania środków, tj. faktoring, akredytywa itp. W kolejnych latach ważnym źródłem współfinansowania konkretnych projektów infrastrukturalnych, edukacyjnych i środowiskowych mogą okazać się środki z funduszy desygnowanych z budżetu Unii Europejskiej.

5. EMISJA AKCJI Z PRAWEM POBORU

Jak już wspomniano, jednym ze sposobów pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwo jest emisja akcji. W kodeksie spółek handlowych sprecyzowano i określono, iż objęcie nowych akcji może nastąpić w drodze¹²:

- oferty złożonej przez spółkę do oznaczonego adresata (subskrypcja prywatna),
- subskrypcji zamkniętej – zaoferowania akcji wyłączenie akcjonariuszom, którym przysługuje prawo poboru,
- subskrypcji otwartej – zaoferowanie akcji w drodze ogłoszenia skierowanego do osób, którym nie przysługuje prawo poboru.

Wybór sposobu przeprowadzenia emisji przez spółkę ma kluczowe znaczenie w odniesieniu do przyszłego rozkładu głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. W przypadku wyboru subskrypcji prywatnej lub otwartej, udziały dotychczasowych akcjonariuszy ulegną rozwodnieniu, jeśli nie będą oni uczestniczyli w emisji. W przypadku subskrypcji zamkniętej układ sił w spółce pozostanie ten sam, jeśli dotychczasowi akcjonariusze wykorzystają w pełni wielkość zapisu, jaki wynika z posiadanych przez nich praw poboru. Utrzymanie dotychczasowego udziału w spółce może okazać się kluczowe w sytuacji istnienia kilku dużych inwestorów w spółce, z których żaden nie ma dominującej przewagi w akcjonariacie.

Istotny wpływ na kształtowanie się cen akcji spółek przeprowadzających emisję akcji wywiera wielkość ceny emisyjnej. Na mocy kodeksu spółek

¹¹ *Ibidem*.

¹² *Kodeks spółek...*, art. 431.

handlowych¹³ nie może być ona niższa od ceny nominalnej akcji, natomiast może być niższa od ceny rynkowej notowanych papierów. Należy jednak zauważyć, iż jeżeli cena emisyjna znacząco odbiega w dół od ceny rynkowej, w wyniku emisji dojdzie do dużego obniżenia wartości rynkowej przypadającej na jedną akcję. Jest to rezultatem dużego rozwodnienia kapitału i może skutkować stratami w majątku dotychczasowego akcjonariusza, jeśli nie uczestniczył on w emisji.

W celu niedopuszczenia do powstawania szkody w majątku akcjonariuszy oraz utrzymania ich dotychczasowego udziału w spółce, przyznaje się im tzw. prawa poboru. Ich istotą jest możliwość pierwokupu nowych akcji przy zachowaniu odpowiedniej proporcji w stosunku do akcji już posiadanych. Celem przyznania prawa poboru dotychczasowym akcjonariuszom jest ich zabezpieczenie przed rozdrobnieniem posiadanego przez nich udziału w spółce, a także utraty wartości ich pakietu w sytuacji dojścia do skutku emisji nowych akcji znacznie poniżej ich obecnej ceny rynkowej. Prawo poboru przysługuje wszystkim akcjonariuszom, którzy w określonym harmonogramem emisji dniu posiadają w swoich portfelach akcje. Należy jednak zauważyć, iż kodeks spółek handlowych zezwala na pozbawienie akcjonariuszy całości lub części prawa poboru (przy spełnieniu wymogu większości kwalifikowanej 4/5 głosów), jednakże niedopuszczalne jest wyłączenie podmiotowe określonych akcjonariuszy. Ponadto ograniczenie w dostępie do prawa poboru może wynikać z braku możliwości kapitałowych obecnych akcjonariuszy lub też może wiązać się z koniecznością zamiany istniejących zobowiązań na akcje. Kolejną cechą prawa poboru jest jego ograniczoność, co oznacza, że liczba akcji, jaką akcjonariusz może objąć z nowej emisji jest proporcjonalna do posiadanych praw poboru. Na każdą akcję przypada jedno prawo poboru, natomiast każde prawo poboru może uprawniać do zakupu liczby akcji wynikającej z istniejącej proporcjonalności liczby akcji starych do liczby akcji nowych. Jest to tzw. stosunek praw poboru, wyrażający się następującym wzorem¹⁴:

$$S_i = \frac{\text{liczba akcji starych}(s)}{\text{liczba akcji nowej emisji}(n)} \quad (1)$$

Prawo poboru jest papierem wartościowym, który może być notowany na giełdzie. Posiada ono pewne szczególne właściwości. Po uchwaleniu decyzji przez walne zgromadzenie akcjonariuszy akcje są notowane na giełdzie z uwzględnieniem prawa poboru. Notowanie z prawem poboru odbywa się do określonego w warunkach emisji dnia, zwanego dniem prawa poboru. Inwestorzy, którzy posiadają akcje w tymże dniu, uzyskują formalne prawo partycypacji

¹³ *Ibidem*, art. 309.

¹⁴ H. M a m c a r z, *Matematyczny parasol ochronny*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005, nr 7/8.

przy obejmowaniu nowych akcji. W kolejnym dniu akcje są notowane bez prawa poboru, a ich kurs jest korygowany w dół o teoretyczną wartość prawa poboru (są uznawane przez rynek za akcje „gorsze”, pozbawione specyficznego uprawnienia dla akcjonariuszy). W praktyce odłączenie prawa poboru od akcji (a zatem także obniżenie kursu) odbywa się trzy dni robocze przed dniem prawa poboru, co wiąże się z funkcjonującym trybem rozliczeniowym akcji na rachunkach inwestycyjnych.

Wyznaczenie teoretycznej wartości prawa poboru opiera się na założeniu braku arbitrażu pomiędzy kursem akcji z prawem poboru a kursem akcji bez prawa poboru po uwzględnieniu nakładów na pokrycie akcji nowej emisji. Oznacza to, iż wartość portfela inwestora przed emisją nowych akcji powinna być równa wartości akcji starych po emisji (uwzględniających cenę rynkową po odłączeniu prawa poboru) powiększonej o wartość nowo emitowanych akcji i pomniejszonej o ich wartość emisyjną. Relację tę przedstawiono w równaniu (2).

$$s \cdot C_R = s \cdot (C_R - X) + n \cdot (C_R - X) - n \cdot C_E \quad (2)$$

gdzie:

s – liczba akcji przed emisją,

C_R – cena rynkowa akcji spółki (przed odłączeniem prawa poboru),

X – wartość teoretyczna prawa poboru,

n – liczba akcji nowo emitowanych,

C_E – cena emisyjna.

W praktyce obrotu giełdowego wyróżnia się dwa rodzaje wartości prawa poboru, co związane jest z faktem ich późniejszego notowania w obrocie wtórnym, gdy cen rynkowa uległa już dostosowaniu po odłączeniu w dniu prawa poboru. Są one następujące¹⁵:

- teoretyczna wartość prawa poboru dla akcjonariuszy z prawem pierwokupu na pierwszym miejscu (inaczej przed rozpoczęciem notowań praw poboru),
- teoretyczna wartość prawa poboru dla akcjonariuszy z prawem poboru na drugim miejscu (po rozpoczęciu notowań praw poboru).

Przekształcając równanie (2), można wyliczyć teoretyczną wartość prawa poboru (X_I) dla akcjonariuszy na pierwszym miejscu¹⁶:

$$X_I = \frac{C_R - C_E}{\frac{s}{n} + 1} \quad (3)$$

¹⁵ E. F. Brigham, L. Gaspenki, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000.

¹⁶ *Szczegółowe zasady obrotu giełdowego*, GPW, Warszawa 2006.

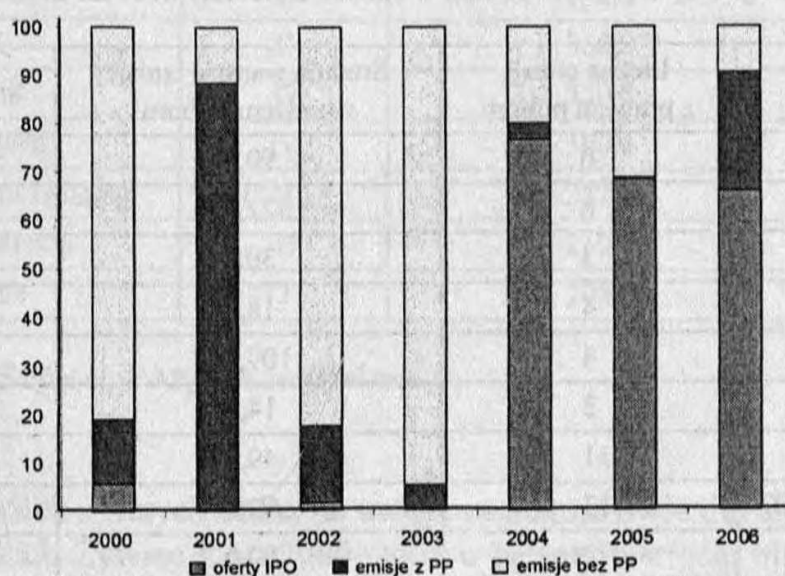
Teoretyczną wartość prawa poboru dla akcji notowanych bez prawa poboru przedstawiono w równaniu:

$$X_{II} = \frac{C_R - C_E}{\frac{s}{n}} \quad (4)$$

Jak wspomniano, prawa poboru mogą być przedmiotem obrotu na rynku wtórnym. Są raczej instrumentem notowanym przed rozpoczęciem oraz w trakcie zapisów na akcje nowej emisji. Wahania kursów praw poboru mogą być bardzo duże i zależą w znacznej mierze od zmian cen akcji emitenta oraz od parytetu starych akcji w stosunku do ilości akcji nowej emisji.

5.1. Emisje akcji z prawem poboru na GPW w Warszawie w latach 2000–2006

Od 2004 r. rynek pierwotny papierów udziałowych w Polsce znajduje się w fazie wyraźnego wzrostu przejawiającego się zarówno w liczbie, jak i w wartości składanych ofert podaży. Z jednej strony jest to pochodną rozwoju polskiej gospodarki, ekspansji inwestycyjnej spółek, z drugiej zaś – wynikiem rosnącego zainteresowania rynkiem akcji zgłaszanego przez fundusze inwestycyjne, emerytalne oraz przez inwestorów indywidualnych. O ile jednak w latach 2004–2005 wzrost rynku pierwotnego napędzany był w głównej mierze przez oferty typu IPO (*initial public offerings*), o tyle w roku 2006 znacznie większą rolę na nim odegrały emisje wtórne (SPO – *secondary public offerings*), w szczególności zaś emisje z prawem poboru. Strukturę pozyskiwania kapitału akcyjnego przez spółki na GPW w Warszawie przedstawiono na rys. 1.



Rys. 1. Źródła pozyskiwania kapitału akcyjnego na GPW w Warszawie w latach 2000–2006

Źródło: Interia.pl., PAP, obliczenia własne.

W latach 2004–2006 dominującym źródłem pozyskania kapitału akcyjnego były IPO, stanowiące 60–75% wartości rynku ofert pierwotnych. W roku 2006 ponad 20% kapitału zostało pozyskane w wyniku emisji z prawem poboru, co może świadczyć to rosnących potrzebach spółek już notowanych na GPW. Wiele z nich to podmioty o małej i średniej kapitalizacji, nieposiadające dużych zasobów gotówki lub wystarczającej zdolności kredytowej pozwalającej na sfinansowanie projektów. Warto zauważyć, iż w latach 2000–2003 dominującym źródłem dodatkowego finansowania własnego spółek giełdowych były emisje akcji przez spółki już notowane, co wiązało się ze słabą koniunkturą na rynku akcji i małą liczbą proponowanych debiutów. Z reguły emisje odbywały się z wyłączeniem prawa poboru. Wyjątkiem był rok 2001, w którym doszło do dwóch dużych emisji akcji z uwzględnieniem tego uprawnienia dokonanych przez Kredyt Bank i Bank Millennium na łączną kwotę ok. 1,5 mld zł. Emisje te były przeznaczone na zwiększenie współczynnika wypłacalności banków, a ich właściciele nie byli zainteresowani „rozwadnianiem” swojego udziału w kapitale akcyjnym.

Rok 2006 był również najbardziej udany pod względem liczby ofert z prawem poboru (w ubiegłym roku spółki zaoferowały 31 emisji skierowanych do dotychczasowych akcjonariuszy). Należy zwrócić również uwagę na udany początek roku 2007. W samym tylko styczniu odbyło się lub zostało zapowiedzianych na pierwszy kwartał 2007 r. 13 emisji akcji z prawem poboru o łącznej wartości przekraczającej 1 mld zł. Szczegółowe dane dotyczące liczby emisji oraz ich średnich wartości przedstawiono w tab. 1.

Tabela 1

Parametry emisji akcji z prawem poboru w okresie 2000–luty 2007 na GPW w Warszawie

Rok	Liczba emisji z prawem poboru	Średnia wartość emisji z prawem poboru	Średni parytet <i>s/n</i>
2000	6	90,3	3,58
2001	8	322,9	2,15
2002	3	30,5	1,53
2003	4	18,7	1,12
2004	4	109,4	2,07
2005	3	14,8	1,22
2006	31	49,9	1,97
Styczeń–luty 2007	13	89,2	3,14
Razem	72	90,0	2,25

Źródło: Interia.pl, PAP, obliczenia własne.

Emisje, które doszły do skutku w 2006 r. były z reguły ofertami o wartości kilkudziesięciu milionów złotych, plasowanymi głównie przez spółki o małej i średniej kapitalizacji. Najwyższą przeciętną wartość emisji z prawem poboru zaobserwowano w roku 2001 i wynosiła ona 323 mln zł (wynikająca w głównej mierze z dużych emisji przeprowadzonych przez banki) oraz w roku 2004, kiedy wynosiła 109 mln zł (w tym także emisja akcji Getin Holding w wysokości 330 mln zł). Średni parytet akcji starych do nowo emitowanych wynosił pomiędzy 1,12 a 3,58 akcji starych za jedną akcją nową i dla badanego okresu wyniósł przeciętnie 2,25.

W ciągu ostatnich 7 lat największe emisje z prawem poboru były udziałem banków. Kredyt Bank i Bank Millennium (dawny BIG-BG) emitowały nowe akcje w 2001 r. w celu zwiększania współczynnika wypłacalności. Dwie duże emisje Getinu przeznaczone były głównie na przejęcia w branży (GBG, Bank Przemysłowy, TU Europa) oraz na dokapitalizowanie holdingu. 10 największych emisji z prawem poboru w okresie 2000–luty 2007 przedstawiono w tab. 2.

Tabela 2

Największe emisje z prawem poboru przeprowadzone
w Polsce w okresie 2000–luty 2007

Spółka	Seria akcji	Wartość emisji (w mln zł)
Kredyt Bank	T	872,6
BIG-BG	K	764,3
Żywiec	V	654,5
Bioton	G	356,5
PBG	F	350,0
Getin	G	330,8
Żywiec	IV	300,6
Getin Holding	H	252,0
Alchemia	E	219,3
Fortis	J	200,0

Źródło: PAP, obliczenia własne.

Spośród spółek z innych branż na uwagę zasługują dwie duże emisje Zakładów Piwowskich Żywiec z lat 2000–2001 o łącznej wartości blisko 1 mld zł oraz przeprowadzona w styczniu 2007 r. emisja budowlanej grupy PBG o wartości 350 mln zł.

5.2. Analiza wpływu emisji z prawem poboru na kształtowanie się rynkowej wyceny akcji

Na kształtowanie się kursów akcji wpływ może mieć wiele czynników związanych zarówno z sytuacją wewnętrzną przedsiębiorstwa, jak i zupełnie od niego niezależnych, wynikających bezpośrednio z otoczenia. Jednym z czynników, który może determinować zachowanie się rynkowej wartości papierów udziałowych jest decyzja o emisji akcji, w szczególności zaś emisja z prawem poboru. Analizując wpływ informacji rynkowej wysyłanej przez spółkę na rynek, należy odwołać się do koncepcji efektywności półsilnej rynku kapitałowego, iż wszystkie informacje rynkowe są już zawarte w cenach i nie należy spodziewać się dodatkowej stopy zwrotu z tytułu napływu informacji publicznej na rynek¹⁷. W przypadku emisji z prawem poboru z pewnością występuje określona informacja publiczna, a za faktyczny dzień jej upublicznienia można przyjąć dzień ogłoszenia decyzji o emisji przez walne zgromadzenie akcjonariuszy (WZA)¹⁸.

W odniesieniu do praw poboru, ich wpływ na wartość można rozpatrywać w kilku płaszczyznach. Po pierwsze, znaczący wpływ na cenę akcji może mieć wielkość odłączenia prawa poboru od akcji (w dniu $t - 3$). Należy postawić pytanie, czy prawo to odłącza się w swojej pełnej teoretycznej wartości, czy też inwestorzy są skłonni zgłosić dodatkowy popyt na akcje pozbawione tego prawa i podnieść cenę akcji w pierwszym dniu notowań po dokonaniu korekty kursu. Drugim interesującym aspektem analizy jest obserwacja zachowania się kursu akcji podczas sesji odłączeniowej i odpowiedź na pytanie, czy jest on stabilny, czy też podlega znacznym wahaniom, które umożliwiłyby zyskową spekulację. Trzecim aspektem analizy jest sprawdzenie, czy zainwestowanie w akcje spółek ogłaszających decyzje o emisji akcji może przynieść dodatkowe stopy zwrotu ponad zmiany indeksów giełdowych.

Teoria finansów wskazuje na istnienie określonego wpływu emisji akcji na ich rynkową wycenę¹⁹. Na bazie teorii asymetrii informacyjnej należałoby przyjąć, iż emisja nowych akcji jest odbierana przez rynek nie tylko jako próba sfinansowania nowych inwestycji, lecz również wzbudza podejrzenie, że są one zbyt wysoko wycenione²⁰. Inwestorzy mogą podejrzewać, że spółka, wykorzystując wysoką wycenę swoich akcji, chce pozyskać stosunkowo dużo kapitału. Dla rynku jest to negatywna informacja, dlatego dokonuje on korekty ceny w dół.

¹⁷ J. Czekaj, M. Woś, J. Żarnowski, *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

¹⁸ Dla celów analizy założono, iż upublicznienie informacji nastąpi w dniu podjęcia uchwały o emisji przez WZA, choć w praktyce inwestorzy mogą pozyskać taką informację, chociażby śledząc projekty uchwał zgłoszonych do rozpatrzenia na WZA.

¹⁹ T. Dudyć, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.

²⁰ A. Damodaran, *op. cit.*

Uzupełnieniem teorii asymetrii informacji jest teoria źródeł finansowania. Opiera się ona na założeniu, iż kierownictwo spółki w pierwszej kolejności powinno posilkować się wewnętrznymi źródłami finansowania (np. zyskami zatrzymanymi), w następnej kolejności długiem, a na końcu akcjami²¹. Przyjmuje się, iż emisja akcji jest dla dotychczasowych właścicieli ostatecznością z racji tego, iż będą oni musieli podzielić się kontrolą nad przedsiębiorstwem, a także ponieść wyższe koszty transakcyjne. Dla rynku jest to sygnał negatywny, gdyż oznacza, że spółka ma słabe możliwości samofinansowania lub też niską zdolność kredytową, a dotychczasowi akcjonariusze chcą sprzedać przewartościowane akcje na dogodnych warunkach.

Obie wymienione teorie wskazują na negatywny wpływ informacji o emisji akcji na rynkową wartość przedsiębiorstwa. Obydwie też uzasadniają, dlaczego w określonych przypadkach lepszym rozwiązaniem dla przedsiębiorstwa jest wybór finansowania długiem.

W analizie skupiono się na trzech wymienionych wcześniej płaszczyznach wpływu emisji z prawem poboru na wartość akcji. Są one następujące:

- analiza, w jakiej części (w odniesieniu do swojej teoretycznej wartości) prawo poboru odłącza się od akcji,
- analiza zachowania się kursu akcji w trakcie sesji giełdowej w dniu odłączenia,
- analiza zachowań kursu akcji pomiędzy dniem decyzji walnego zgromadzenia a dniem poprzedzającym odłączenie prawa poboru, zachowania kursu akcji między dniem otwarcia subskrypcji a dniem jej zamknięcia oraz analiza zachowania kursu od dnia decyzji WZA do dnia przydziału akcji przy założeniu pełnego wykonania posiadanych praw poboru.

Dla potrzeb poniższego badania wykorzystano dane dotyczące 72 emisji akcji z prawem poboru, przeprowadzonych na GPW w Warszawie w okresie od stycznia 2000 do końca stycznia 2007 r. Dane dotyczące emisji, parytetu akcji starych do nowych, dni prawa uchwał WZA, otwarcia i zamknięcia subskrypcji oraz przydziału akcji zaczerpnięto z serwisu giełdowego Interia.pl oraz z danych Polskiej Agencji Prasowej. Dane dotyczące kursów akcji pochodzą z serwisów gazety giełdy „Parkiet” oraz portalu Money.pl. Przyjętą próbę uznano za reprezentatywną.

Pierwszym badanym aspektem związanym z prawami poboru jest odpowiedź na pytanie, o jaką część teoretycznej wartości pomniejsza się to prawo w dniu odłączenia. W tym celu sprawdzono, jaki był kurs akcji danej spółki na zamknięciu w dniu poprzedzającym odłączenie i porównano go z kursem otwarcia na fixingu w dniu odłączenia. Uzyskaną wartość odniesiono do teoretycznej wartości prawa poboru. Wyniki przedstawiono w tab. 3.

²¹ T. D u d y c z, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.

Tabela 3

Relacja faktycznego spadku kursu akcji w dniu odłączenia prawa poboru
w stosunku do teoretycznej wartości prawa poboru na GPW
w Warszawie w okresie 2000–luty 2007 (w %)

Okres	Faktyczna zmiana kursu w stosunku do teoretycznej wartości prawa poboru (średnia arytmetyczna)
2000	66,3
2001	84
2002	35,9
2003	69,3
2004	183,3
2005	49,8
2006	69,8
Styczeń–luty 2007	90
Średnia arytmetyczna razem	78,4
Mediana razem	82,5
Emisje duże razem	97,1
Emisje małe razem	67,3

Źródło: Interia.pl, obliczenia własne.

Uzyskane wyniki pozwalają stwierdzić, iż faktyczna zmiana kursu pomiędzy dniem poprzedzającym odłączenie a otwarciem w dniu odłączenia wynosi przeciętnie 78,4% (średnia arytmetyczna) i 82,5% (mediana) dla analizowanego okresu. Oznacza to, iż prawo poboru nie odłącza się w pełni od akcji. Należy zwrócić uwagę na fakt, iż w analizowanym okresie za w pełni reprezentatywny należałoby przyjąć tylko rok 2006 oraz początek 2007 z uwagi na szerszy zakres podmiotowy (odpowiednio 31 i 13 emisji). Niepełne odłączenie prawa poboru oznaczałoby, iż inwestorzy posiadający akcje otrzymują określoną premię za emisję z prawem poboru. Z ekonomicznego punktu widzenia oznacza to, iż jego portfel zwiększyłby swoją wartość tylko i wyłącznie w wyniku emisji i objęcia w pełni praw poboru (czyli zapisania się na nowe akcje). Oczywiście teza ta znajduje poparcie jedynie w sytuacji, gdyby kurs akcji nie uległ zmianie do dnia objęcia nowych akcji.

Do ciekawych wniosków prowadzi analiza wielkości odłączenia w odniesieniu do wielkości przeprowadzonej emisji. Badaną próbę podzielono na dwie

mniejsze podgrupy. W podgrupie emisji o wyższej wartości faktyczne odłączenie w praktyce pokrywa się z wielkością teoretyczną prawa poboru (97,1% w badanym okresie). W podgrupie emisji mniejszych prawa poboru odłączały się w zaledwie 67,3% swojej teoretycznej wartości. Może to wynikać bezpośrednio z płynności danych papierów. W przypadku mniejszych emisji, które mogą być udziałem małych spółek odłączenie może być znaczne, jednakże inwestorzy zachęcani możliwościami rozwoju danej spółki, jakie mogą stać się wynikiem zagospodarowania środków z emisji, są skłonni dalej nabywać akcje spółki. Przy niskiej podaży akcji (dotychczasowi inwestorzy nie chcą sprzedawać akcji w celu utrzymania obecnego poziomu zaangażowania w spółce) nawet niewielki impuls popytowy może spowodować poniesienie kursu akcji w dniu odłączenia prawa poboru.

Innym uprawnieniem przysługującym akcjonariuszom, które odłącza się od akcji w analogiczny sposób do prawa poboru jest prawo do dywidendy. Na podstawie badań przeprowadzonych w 1970 r. przez E. Eltona i M. Grubera dla rynku amerykańskiego (obejmującego lata 1966–1969) okazało się, iż prawo do dywidendy również nie odłącza się w pełni w stosunku do swojej teoretycznej wielkości, lecz jedynie w 78%. E. Elton i M. Gruber uzasadniali swoje wyniki względami podatkowymi (dywidendy były wyżej opodatkowane niż zyski kapitałowe). Ponadto wykazali oni, iż spółki o wyższej stopie dywidendy doświadczają wyższego procentowego odłączenia prawa do dywidendy niż spółki o niższej stopie dywidendy²².

Porównanie zachowania kursów akcji polskich spółek w dniu odłączenia prawa poboru z badaniami dotyczącymi zachowania kursu spółek amerykańskich po dołączeniu prawa do dywidendy prowadzi do podobnych rezultatów. Jednakże w przypadku praw poboru nie można ich zachowania uzasadniać względami podatkowymi. Wydaje się, iż stosownym wytłumaczeniem są w tym przypadku względy płynnościowe akcji oraz oczekiwania inwestorów co do przyszłego rozwoju spółki.

Analiza zachowań kursów w trakcie sesji „odłączeniowej” pozwala na stwierdzenie, iż kursy spółek pozbawionych prawa poboru zachowują się stabilnie i nie odbiegają znacząco od wahań w trakcie zwykłego dnia notowań. Rezultaty badań zmian cen w trakcie sesji odłączeniowej przedstawiono w tab. 4.

²² E. Elton, M. Gruber, J. Rentzler, *The ex-dividend day behaviour of stock prices. Process reexamination of the clientele effect: A comment*, „Journal of Finance” 1984, Vol. 39, No. 2.

Tabela 4

Zachowanie się kursu akcji w trakcie sesji odłączeniowej (w %)

Zmiana kursu w dniu po odłączeniu PP	Zmiana ceny otwarcie – zamknięcie (w %)	Zmiana ceny otwarcie – min (w %)	Zmiana ceny otwarcie – max (w %)
Średnia arytmetyczna	0,8	-4,1	6,6
Mediana	0,0	-3,6	3,0

Źródło: jak do tab. 1.

Trzecim aspektem emisji z prawem poboru, który został poddany szczególnej weryfikacji, jest zachowanie się kursu akcji emitenta w trzech przedziałach czasowych. Uzyskane stopy zwrotu zostały następnie porównane do zmian indeksu WIG w analizowanym okresie, co w rezultacie prowadzi do obliczenia ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Wyniki analizy zaprezentowano w tab. 5.

Tabela 5

Przeciętne stopy zwrotu dla spółek emitujących akcje z prawem poboru na GPW w Warszawie w latach 2000–2007 (w %)

Kategoria	Zmiana kursu akcji pomiędzy dniem WZA a dniem poprzedzającym odłączenie PP	Zmiana kursu pomiędzy dniem otwarcia subskrypcji a dniem zamknięcia	Zmiana kursu pomiędzy dniem WZA a dniem przydziału akcji (pełny zwrot z inwestycji*)
Stopa zwrotu (portfel spółek)			
Średnia arytmetyczna	12,0	2,2	27,8
Mediana	4,9	0,7	11,9
Stopa zwrotu (WIG)			
Średnia arytmetyczna	9,8	0,4	8,9
Mediana	3,2	0,4	10,0
Ponadprzeciętna stopa zwrotu			
Średnia arytmetyczna	2,2	1,8	18,9
Mediana	1,7	0,3	1,9

* Uwzględnia objęcie przez inwestora pełnej emisji akcji według przysługującego mu prawa poboru.

Źródło: Interia.pl, Money.pl, PAP, obliczenia własne.

Pierwszy analizowany podokres przypada pomiędzy dniem podjęcia uchwały przez WZA w sprawie emisji akcji a dniem poprzedzającym odłączenie prawa poboru od akcji. Można założyć, iż jest to perspektywa inwestora niezainteresowanego obejmowaniem nowych akcji. Uzyskane wyniki (1,1% ponad indeks

giełdowy dla średniej arytmetycznej oraz 1,7% w przypadku mediany) pozwalają na stwierdzenie, iż możliwości ponadprzeciętnego zarobku wynikające jedynie z samej informacji dotyczącej decyzji o emisji akcji są relatywnie niewielkie. Jednakże nie są one negatywne, tak jak należałoby wnioskować na podstawie teorii źródeł finansowania.

Analiza stóp zwrotu w okresie przeprowadzania subskrypcji wykazuje, iż kursy akcji zachowują się wtedy stabilnie, co przy uwzględnieniu wielkości prowizji może czynić nieopłacalne zaangażowanie w akcje na tak krótki okres (przy założeniu wielkości przeciętnych). Zarówno średnia arytmetyczna, jak i mediana nadwyżki ponad zmianę indeksu wyniosły zaledwie 0,4%.

Największe zmiany cen akcji zaobserwowano w przypadku, jeśli inwestor trzymałby akcje od momentu uchwały walnego zgromadzenia do momentu przydziału akcji nowej emisji, dodatkowo obejmując wszystkie akcje, do których posiada on prawo poboru. Objęcie nowych akcji wiązałoby się z poniesieniem dodatkowych wydatków na nowe akcje, jednakże w ten sposób inwestor mógłby uniknąć ryzyka wahań cen związanych z odłączeniem prawa poboru. Przy wykorzystaniu średniej arytmetycznej przeciętna stopa zwrotu dla założonego okresu wynosi 26% i jest o 17,1 pkt proc. wyższa od przeciętnych zmian indeksu. Jednakże w przypadku wykorzystania mediany sytuacja potencjalnego inwestora jest zdecydowanie mniej korzystna i pozwala na osiągnięcie zaledwie 0,2% ponadprzeciętnej stopy zwrotu.

Należy jednak pamiętać, że tak niewielka dodatkowa korzyść z pewnością nie zrównoważyłaby kosztu kapitału, jaki inwestor musiałby zaangażować w zakup akcji nowej emisji oraz kosztów transakcyjnych. Znaczące różnice pomiędzy wynikami uzyskanymi dla średniej arytmetycznej i mediany należy tłumaczyć istnieniem grupy kilku spółek, które pozwoliły na osiągnięcie znaczących, ponad 100% stóp zwrotu w analizowanym okresie (Próchnik, Mostostal Warszawa, Getin, Lentex). W praktyce oznacza to duże zróżnicowanie stóp zwrotu dla spółek emitujących akcje z prawem poboru. Osiągana przez nie stopa zwrotu zależy od wielkości emisji, parytetu akcji starych do nowych oraz przede wszystkim perspektyw rozwoju przedsiębiorstwa. Oznacza to, iż wyników stóp zwrotu uzyskanych dla analizowanych emisji nie można uogólniać i każdy przypadek należy rozpatrywać osobno (co oznacza, że na emisjach z prawem poboru można osiągnąć zarówno znaczne ponadprzeciętne stopy zwrotu, jak i zrealizować bardzo duże straty).

6. PODSUMOWANIE

Emisje akcji z prawem poboru stają się coraz popularniejszym sposobem pozyskiwania kapitału przez spółki giełdowe w Polsce. Świadczy to z jednej strony o lepszym zabezpieczeniu interesów akcjonariuszy, z drugiej zaś – jest

potwierdzeniem dobrych perspektyw, przed którymi stoją polskie przedsiębiorstwa (akcjonariusze są skłonni udostępniać nowe środki na rozwój przedsiębiorstwa). Przeprowadzona analiza potwierdza pewne zależności, jakie są związane z odłączaniem uprawnień dla akcjonariuszy od akcji (prawa poboru zachowują się w podobny sposób co prawa do dywidendy). Analiza ponadprzeciętnych stóp zwrotu nie potwierdza również tez zawartych w teoriach asymetrii informacyjnej oraz teorii źródeł finansowania (spółki pozyskujące nowy kapitał nie tracą wartości rynkowej kapitału akcyjnego), jednakże z drugiej strony pozwala zauważyć, iż inwestycje w spółki z prawem poboru wymagają od inwestora szczególnej uwagi i przeprowadzenia dokładnej analizy.

LITERATURA

- Brigham E. F., Gaspenski L., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000.
- Czekaj J., Woś M., Żarnowski J., *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Damodaran A., *Corporate Finance*, John Wiley & Sons, Nowy Jork 2001.
- Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- Elton E., Gruber M., Rentzler J., *The ex-dividend day behaviour of stock prices. Process reexamination of the clientele effect: A comment*, „Journal of Finance” 1984, Vol. 39, No. (2).
- Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie finansowe*, FRR, Warszawa 2000.
- Kodeks spółek handlowych*, Warszawa 2000.
- Mamcarz H., *Matematyczny parasol ochronny*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005, nr 7/8.
- Modigliani F., Miller M., *The cost of capital, corporate finance and the theory of investment*, „American Economic Review” 1958, No. 48, s. 261–297.

Tomasz Bursa

ANALYSIS OF SHARES ISSUES WITH PRE-EMPTIVE RIGHTS. EVIDENCE FROM WARSAW STOCK EXCHANGE

Choice of capital financing sources is one of the most relevant element of companies strategies. So as to keep long term growth enterprises are either investing in technology, distribution channels and in production capacity or just purchasing their competitors and building vertical or horizontal-merged groups. Both ways of development require additional capital.

In the first part of the article some ways of companies financing were presented. Primarily equity-related sources of financing were described, in particular issues with pre-emptive rights and option/warrant embedded instruments. In the second part debt-related and leasing instruments were analyzed. Author focused on each product separately, presenting its construction, types and the best ways of application in enterprise.

In the empirical part of the paper author concentrated on influence of the issue with pre-emptive rights on company's stock price. The analysis was based on Polish Stock Exchange data for the period of 2000–2006 (i.e. value of the issue, parity of new shares to existing shares, issue

price). In particular it was analyzed how the stock price changes in pre-emptive rights day in comparison with the closing price from the day before. It was also presented how stock rates fluctuates in the period between the shareholders decision on the issue and pre-emptive rights day in comparison with the changes of major stock index. Finally it was presented whether it is possible to reach extraordinary profits from investing in companies issuing with pre-emptive rights or not.